

الأسواق المالية


وقل رب زدني علما
جامعة دمشق
Damascus University

منشورات جامعة دمشق

كلية الاقتصاد

الأسواق المالية

الدكتور

علي كنعان

أستاذ في قسم المصارف

جامعة دمشق

وقل رب زدني علما
جامعة دمشق
Damascus University

فهرس الموضوعات

	رقم الصفحة
مقدمة:	١٥
الفصل الأول: جوهر وطبيعة الأسواق المالية	**١٧**
أولا: أهمية الأسواق المالية	١٧
ثانيا: تطور الأسواق المالية	١٩
ثالثا: مفهوم الأسواق المالية	٢١
رابعا: شروط إقامة سوق الأوراق المالية	٢٦
خامسا: أنواع الأسواق المالية	٢٨
أولا: أسواق رأس المال	٣١
١. الأسواق الجاهزة أو الفورية	٣٢
٢. أسواق العقود المستقبلية	٣٤
ثانيا: أسواق النقد	٣٧
سادسا: قواعد نجاح البورصة	٤٠
الفصل الثاني: الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية	**٤٥**
أولا: الأوراق المتداولة في سوق رأس المال	٤٨
١. الأسهم العادية	٤٨
٢. الأسهم الممتازة	٥٢
٣. السندات	٥٣
٤. السندات الحكومية	٥٨

ثانيا:	الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد	٥٩
	١. شهادات الإيداع القابلة للتداول	٥٩
	٢. الكمبيالات المصرفية	٦٠
	٣. القبولات المصرفية	٦٠
	٤. الأوراق التجارية	٦١
	٥. قرض فائض الاحتياط الإلزامي	٦١
	٦. قرض الدولار الأوربي	٦١
	٧. اتفاقيات إعادة الشراء	٦٣
الفصل الثالث:	**إدارة البورصة ومؤسساتها**	**٦٥**
أولا:	أعضاء بورصة الأوراق المالية	٦٦
ثانيا:	الإدارة والتنظيم الإداري في البورصة	٧٠
ثالثا:	مؤسسات سوق الأوراق المالية	٧٤
	١. المصارف التجارية	٧٤
	٢. بنك الاستثمار	٧٥
	٣. مؤسسات ترويج الاكتتاب	٧٦
	٤. نوادي الاستثمار	٧٧
	٥. صناديق الاستثمار	٧٨
	٦. شركات التأمين	٧٨
الفصل الرابع:	**الشركات المساهمة وشركات استثمار الأموال**	**٨١**
أولاً:	الشركات المساهمة	٨٣

أولاً: مفهوم و خصائص الشركات المساهمة	٨٤
ثانياً: التأسيس و الإشهار	٨٦
ثالثاً: المستويات الإدارية في الشركات المساهمة	٨٩
١- الهيئة العامة	٩٠
٢- مجلس الإدارة	٩١
٣- المدير العام	٩٢
٤- مفتشو الحسابات	٩٣
رابعاً: الأسهم و رأس المال	٩٤
خامساً: الشركات المساهمة و الأسواق المالي	٩٨
سادساً: الشركات المساهمة محدودة المسؤولية	٩٩
ثانياً: شركات الاستثمار في الأوراق المالية	**١٠١**
أولاً: تعريف الشركة وخصائصها	١٠١
ثانياً: التأسيس و الإدارة	١٠٥
ثالثاً: سياسات الاستثمار	١٠٦
رابعاً: تقييم شركات الاستثمار	١٠٧
الفصل الخامس: قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية	**١٠٩**
أولا: شروط تسجيل الأوراق المالية في البورصة	١١٠
ثانيا: أشكال عرض الصفقات في التداول	١١٣
ثالثا: التفويض وأوامر البيع والشراء	١١٦

١. الأوامر المحددة لسعر التنفيذ	١١٦
٢. الأوامر المحددة لوقت التنفيذ	١١٨
٣. الأوامر التي تجمع بين السعر والزمن	١١٨
رابعا: تسديد قيمة الصفقات المالية	١١٩
١.الدفع النقدي الكامل	١٢٠
٢. الدفع النقدي الجزئي	١٢١
٣. البيع على المكشوف	١٢٥
خامسا: التعامل في سوق الأوراق المالية	١٢٨
الفصل السادس: المضاربة في الأسواق المالية	**١٣١**
أولا: مفهوم الاستثمار في الأصول المالية	١٣٢
ثانيا: أهداف الاستثمار في الأوراق المالية	١٣٤
ثالثا: العناصر المؤثرة في تحديد أسعار الأسهم	١٣٦
١- مؤثرات السياسة الاقتصادية العامة	١٣٦
٢- الظروف العالمية	١٤٠
٣- الظروف الخاصة بكل منشأة أو شركة	١٤٢
رابعا: سياسات البوصة وتوجهاتها	١٤٦
خامسا: مصادر الحصول على المعلومات	١٤٧
سادسا: الاختبار	١٤٩
أولا: المسائل التي يناقشها المستثمر عند الاختبار	١٤٩
١- الأسئلة المتعلقة بحالة الاقتصاد الوطني	١٥٠

	٢- الأسئلة المتعلقة بالشركات صاحبة الأسهم	١٥١
	ثانيا: الشراء والبدائل الممكنة	١٥٣
سابعا:	الشراء والبيع وتسديد العمولات	١٥٥
	- مثال تطبيقي	١٥٦
الفصل السابع:	**المحافظ الاستثمارية**	**١٦٥**
أولا:	مفهوم المحافظ الاستثمارية	١٦٦
ثانيا:	أهداف المحافظ الاستثمارية	١٦٨
ثالثا:	أنواع المحافظ الاستثمارية	١٧٠
	١- محفظة الدخل	١٧٠
	٢- محفظة النمو	١٧١
	٣- المحفظة المختلطة	١٧٣
رابعا:	العوامل المؤثرة على تكوين المحفظة	١٧٣
خامسا:	سياسات تكوين المحفظة	١٧٥
سادسا:	نظرية ماركوتز	١٧٧
سابعا:	قياس عوائد المحفظة	١٨٠
	- مثال رقم (١)	١٨١
	- مثال رقم (٢)	١٨٥
الفصل الثامن:	**كفاءة الأسواق المالية**	**١٨٩**
أولا:	مفهوم كفاءة السوق	١٩٠
ثانيا:	خصائص السوق الكفوءة	١٩١
ثالثا:	الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية	١٩٢

رابعا: متطلبات كفاءة سوق رأس المال	١٩٥
١- كفاءة التسعير	١٩٦
٢- كفاءة التشغيل	١٩٦
خامسا: مستويات كفاءة السوق المالي	١٩٧
سادسا: كفاءة السوق والحركة العشوائية للأسعار	٢٠١
الفصل التاسع: مؤشرات قياس حالة السوق	**٢٠٥**
أولا: مفهوم المؤشر	٢٠٦
ثانيا: أهداف المؤشر	٢٠٧
ثالثا: مؤشرات البورصة	٢٠٩
أولا: مؤشر داو جونز الصناعي	٢٠٩
ثانيا: مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠	٢١٤
ثالثا: مؤشر نازداك	٢١٨
رابعا: مؤشر فايننشل البريطاني	٢١٩
خامسا: موشر نيكاي الياباني	٢٢٠
سادسا: مؤشر داكس الألماني	٢٢١
سابعا: مؤشر حجم التداول	٢٢١
أسئلة وأمثلة عملية:	٢٢٤
- تمرين (١)	٢٢٤
- تمرين (٢)	٢٢٥
- تمرين (٣)	٢٢٦
حالة عملية عن مؤشر داو جونز	٢٢٧

الفصل العاشر: التعامل والانحرافات وآليات ضبط التعامل	**٢٣٥**
أولاً البيع والشراء والانحرافات	٢٣٦
١- البيع الصوري أو المظهري	٢٣٧
٢- الشراء بغرض الاحتكار	٢٣٨
٣- استغلال ثقة العملاء	٢٣٨
٤- اتفاقيات التلاعب	٢٣٩
أ- اتفاقيات المتاجرة	٢٣٩
ب- اتفاقيات الاختيار	٢٤١
٥- الإفصاح المالي والمحاسبي	٢٤٢
٦- تأثير إنجاز المعلومات المحاسبية	٢٤٥
ثانياً: التشريعات والقيود	٢٤٨
١- قانون السوق	٢٤٨
٢- تعاملات المديرين والمالكين	٢٥٢
٣- المضاربة والتمويل المصرفي	٢٥٤
٤- حماية المستثمرين	٢٥٨
٥- تنظيم مهنة السمسرة والوساطة	٢٦٠
٦- تعاملات كبار المستثمرين	٢٦٢
٧- الإفصاح المالي والمحاسبي	٢٦٤
٨- التسعير وصناع السوق	٢٦٦
الفصل الحادي عشر: الأزمة في الأسواق المالية	**٢٦٩**

أولا:	جوهر وطبيعة الأزمة المالية	٢٧٠
ثانياً:	الكساد الكبير ١٩٢٩	٢٧٤
ثالثاً:	أزمة يوم الاثنين الأسود ١٩٨٧	٢٧٨
رابعاً:	الأسباب العامة لأزمة يوم الاثنين الأسود	٢٨١
خامساً:	الأسباب الفنية للأزمة	٢٨٣
	١- الأزمة هي انعكاس لردود أفعال مبالغ فيها	٢٨٣
	٢- الهبوط هو تصحيح الأسعار	٢٨٤
	٣- الهبوط هو انعكاس للمعلومات	٢٨٧
سادساً:	آثار الأزمة على الاقتصاد العالمي	٢٨٩
سابعاً:	الأزمة الآسيوية ١٩٩٧	٢٩١
	أولا: بعض السياسات الاقتصادية الناجحة	٢٩٢
	ثانيا: أسباب الأزمة المالية في دول آسيا	٢٩٦
	ثالثا: تحليل الأزمة في سوق المال	٣٠٢
ثامناً:	آثار الأزمة الآسيوية	٣٠٣
	- على الاقتصاد العالمي	٣٠٣
	- على الاقتصاديات الأسيوية	٣٠٥
الفصل الثاني عشر:	**البورصات العربية**	**٣٠٧**
أولا:	تطور فعالية الأسواق المالية	٣٠٩
ثانيا:	خصائص الأسواق المالية العربية	٣١١
ثالثا:	مؤشر صندوق النقد العربي	٣١٣

رابعا:	بورصة عمان	٣١٥
	١- تقسيمات سوق عمان المالي	٣١٧
	٢- آليات التداول في سوق عمان المالي	٣١٨
	٣- الرسوم والعمولات في سوق عمان المالي	٣٢٢
الفصل الثالث عشر:	**حالات عملية**	٣٢٥
أولاً:	حالة البورصات العربية لعام ٢٠٠٥	٣٢٥
ثانياً:	حالة البورصات العربية لعام ٢٠٠٧	٣٤١
المراجع		٣٥٣

Damascus University

وقل رب زدني علما
جامعة دمشق
Damascus University

مقدمة

لقد نشأت الأسواق لتكون اللقاء الحقيقي بين المنتج والمستهلك،ثم تطورت فيما بعد وتغيرت وتبدلت ، فأصبح المنتج يدرس رغبات المستهلكين وطموحاتهم واهتماماتهم بالسلع في الأسواق، فأصبحت أداة للتطوير في الإنتاج وانتقل أثرها إلى تصنيع الآلات فالسلعة ذات المواصفة تحتاج لآلات احدث، وتحتاج لبرامج إنتاجية تختلف في جوهرها عن أنماط الإنتاج السابقة.

إن هذا التطور الذي حدث في حقول الإنتاج ما كان ليتم بدون تطور الأسواق وانتقال رغبات الزبائن إلى المصانع، ومن جهة ثانية أدى تطور الأسواق لتنوعها، وبالتالي ظهر التخصص،فأصبحنا نرى أسواقاً للألبسة ، أسواقاً لمواد البناء، أسواقاً للخضار والفواكه، ثم تطور التخصص ليشمل سلعاً أصغر وسلعاً أكبر وهكذا ظهرت الأسواق المالية.

لقد ساهمت الحضارة الإسلامية الأموية والعباسية في نشوء وتطور السندات والأوراق النقدية نتيجة تطور التجارة الدولية آنذاك،وتابعت الحضارة الأوروبية تطوير الأوراق التي أنتجها المسلمون فظهرت في ايطاليا وفرنسا تلك الأوراق من حديد وأضيفت إليها مواصفات وشروط جعلتها قابلة للتداول فظهرت بعض الأسواق الصغيرة في أوروبا لتبادل السندات ثم ما لبثت هذه الأسواق أن وجدت في الأسهم المادة الأساسية للتداول،وبالتالي كان لنشوء الشركات المساهمة وتطورها في القرنين الثامن عشر والتاسع عشر الدور البارز في تأسيس الأسواق المالية.

فقد تأسست البورصات الحديثة بعد الحرب العالمية الثانية، وقامت أكثر الدول بتحديد شروط وأسس إقامة السوق، فغدت سوق المال أداة هامة للاستثمار حيث شجعت إقامة الشركات المساهمة وتجميع المدخرات الوطنية لإقامة المجمعات الصناعية الضخمة، فازداد الإنتاج وتنوعت الأسواق ، وانتقلت البضائع من الحيز الإقليمي الضيق إلى

المستوى العالمي، فكانت الأداة الهامة لتشجيع توجهات العولمة أي لعب رأس المال المالي دوراً هاماً في توسيع الأسواق الوطنية لتصبح أسواقاً إقليمية ثم لتصبح فيما بعد أسواقاً عالمية.

إن حركة الأسواق المالية وتطوراتها صعوداً أو هبوطاً لم تعد محلية بل أصبحت تتأثر ببعضها البعض ، فالمستثمر الأمريكي ينتظر المستثمر الياباني لكي يختار أو يقرر حجم الشراء أو البيع فالمستثمر الأوروبي ينتظر حركة الأسواق الآسيوية وهكذا ارتبطت الأسواق ببعضها البعض ، فأصبحت تصعد معاً وتهبط معاً، وهذا ما حدث في الاقتصاد العالمي على أثر الأزمة الآسيوية عام ١٩٩٧ حيث انخفضت مؤشرات الأسهم أكثر من ٥٠% من قيمتها وفي جميع دول العالم.

إن هذا المقرر سوف يبحث في شروط إقامة سوق المال والأدوات المالية التي يتبادلها المتعاملون من أسهم وسندات وأوراق نقدية وغيرها، كما سيبحث في آليات التعامل والمضاربة وكيفية تكوين المحفظة وآليات نجاحها وأنواع المحافظ،كما سيبحث أيضا المؤشرات العالمية وكيف تتغير صعوداً وهبوطاً وآثارها على البورصات الأخرى.

ثم تناولنا في الفصول اللاحقة الأزمة وأسبابها وآلية حدوثها وآثارها على الاقتصاد العالمي.

وأخيراً بحثنا بشكل مختصر في الأسواق العربية وخاصة سوق عمّان المالي ووضعنا بعض المؤشرات والإحصاءات عن الأسواق العربية، آملين أن نكون قد وضعنا بين أيدي الطلبة والدارسين والمهتمين والباحثين عملاً متواضعاً يساهم في تسليط الضوء على هذه الجوانب الهامة في الاقتصاد الوطني والعالمي.

والله من وراء القصدُ

المؤلف

١ نيسان ٢٠٠٨

الفصل الأول

جوهر وطبيعة الأسواق المالية

أولا- أهمية الأسواق المالية :

لقد أدت السوق في الاقتصاد الرأسمالي لتطور وسائل الإنتاج وتعميق التخصص في العمل وظهور المخترعات والاكتشافات العلمية الحديثة ، فالكمبيوتر وأنظمة المعلومات وأتمتة العمل وثورة الاتصالات تؤكد على سباق المنتجين لتخفيض التكلفة وزيادة الأرباح.

لقد وضح كل من ماركس ١٨٤٨ وشومبيتر ١٩٣٤ أهمية السوق في الاقتصاد ودورها في الإنجازات والاختراعات العلمية وأكد ذلك ملتون فريدمان في كتابه (حر في الاختيار) بأن السوق واقتصاد السوق الذي يعمل بحرية سيؤدي إلى التقدم الاقتصادي الذي شهدته وتشهده الأمم حالياً، كما سيؤدي إلى الاستخدام الفعال للموارد وتحسين مستوى المعيشة للمواطنين وتتوقف فعالية السوق وتطورها على كفاءة المنتجين في استخدام الموارد وتحقيق التنافس الذي يحقق مصالح المنتجين والمستهلكين معاً.[1]

---

[1] تشارلز وولف الابن: الأسواق أم الحكومات ترجمة د . علي حسين حجاج ،دار البشر، عمان ١٩٩٦ ص ١٨

لقد أيدت أفكار ملتون فريدمان التطورات الحاصلة في شرق آسيا والإخفاقات التي حصلت في الدول الاشتراكية سابقا.

إن تطور السوق التجارية التي تجمع بين البائع والمستهلك في مكان محدد يأخذ أشكالا مختلفة ، فبعد أن كان البيع والشراء يتم في موقع السوق أصبح المستهلك أو التاجر يعقد صفقاته عبر الهاتف أو من خلال الوسطاء كما وأنّ تخصص الأسواق في السلع الغذائية والسلع المعمرة قد دفع فيما بعد لظهور العديد من الأسواق الفرعية الأمر الذي أدى لتخصص بعضها في بيع وشراء الأوراق المالية وبالتالي أطلق على هذه السوق سوق الأوراق المالية.

لقد ساهمت الأسواق المالية في تشجيع الائتمان وزيادة حجمه فالشركات التي تمتلك الفائض من السيولة أصبح عليها توظيفها في المصارف أو أسواق المال لكي تعيد إقراضها للشركات التي تحتاج إليها.

كما وساهمت الأسواق المالية في تجميع المدخرات الوطنية وإعادة توظيفها الأمر الذي ساهم في تطور الاقتصاد الوطني وزيادة معدلات النمو، إضافة إلى ذلك ساهمت السوق المالية في تأسيس الشركات المساهمة التي أصبحت نواة فعالة وأساسا للنمو في الاقتصاديات الوطنية وعلى مستوى الاقتصاد العالمي حيث تنتج الشركات متعددة الجنسيات والبالغ عددها خمسمائة شركة ٢٥ % من حجم الإنتاج العالمي لعام ٢٠٠٣ أي حوالي ٢٢٥٠٠ مليار دولار ويصل إجمالي إيراداتها إلى ٤٤ % من حجم الناتج البالغ ٣٢٠٠٠ مليار دولار أي تنتج حوالي ١٥٠٠٠ مليار دولار كما وتسيطر هذه الشركات على حوالي ٨٠ % من حجم المبيعات في العالم وتمتلك حوالي ضعفي احتياطيات العالم من الذهب والعملات الأجنبية[1].

---

[1] عبد المطلب عبد الحميد: النظام الاقتصادي العالمي الجديد، مجموعة النيل، العربية القاهرة ٢٠٠٣ ص ٥٣ ص ١٨٦

إن هذه الأهمية وهذه الملكية للشركات المساهمة قد أعطت دفعاً جديداً للأسواق وشجعت على زيادة حجم التعامل في أسواق المال حيث تقدر المؤسسات المالية الدولية حجم المبادلات في الأسواق المالية العالمية يومياً بحدود ١٥٠٠ مليار دولار أي حوالي ٥ % من الناتج العالمي

إن تطور حجم المضاربة في أسواق المال قد دفع العديد من الدول إلى تبني سياسة فتح الأسواق المالية أمام جميع المضاربين وتوحيد إجراءات التعامل بحيث يستطيع أي مضارب يرغب بالدخول وعقد الصفقات التي يرغب بها إضافة إلى ذلك فقد أدت الاندماجات بين الشركات لإجراء اندماج بين البورصات حيث تشهد بورصة فرانكفورت وبورصة لندن اندماجاً يعتبر الأول من نوعه وحجمه بين الأسواق العالمية.

ثانياً- تطور الأسواق المالية:

ساهمت الحضارة الإسلامية في تطور الأوراق النقدية والأسواق المالية وذلك استجابة لتمويل التجارة عبر طريق الحرير بين دمشق والصين حيث ظهرت في زمن الدولة الأموية الأوراق التجارية التي تحمل قيمة ذهبية وكان التجار والصيارفة يتبادلونها بكل ثقة وكانت تعقد في نهاية كل عام ندوات تصفية فيما بين التجار والصيارفة لمعرفة الأرصدة الذهبية والديون التجارية.

لقد أدى تطور هذه الأوراق التجارية وهذه الأسواق فيما بعد لنشوء الائتمان وظهور أوراق تجارية جديدة ومتعددة الأنواع، الأمر الذي دفع الحكومات لتنظيم عمليات الإصدار وعمليات البيع حيث قام ملك فرنسا (فيليب الأشقر) في القرن الثالث عشر الميلادي بتنظيم مهنة السمسرة وخاصة سماسرة الصرف، إضافة إلى ذلك ظهرت حركة تجارية كبيرة في بلجيكا في نفس الفترة حيث كان التجار يجتمعون في بلدة بروج لتبادل الصفقات أمام قصر عائلة بلجيكية تدعى بورسية (Vander

Bourse) وقد تطورت هذه الحركة التجارية لتأخذ فيما بعد اسم العائلة صاحبة القصر لتصبح كلمة بورصة (Bourse) تطلق على سوق تداول الأوراق المالية[1] ونتيجة لتطور الائتمان والأوراق المالية ظهرت البورصات في كل من هولندا – وبريطانيا – الدانمرك في القرن السابع عشر .

كما وساهمت المصارف بدور فعال في تطور الأوراق المالية وأعمال الصيرفة والسمسرة التي تخدم تطور الأسواق المالية، وقامت الحكومات الأوربية خلال فترة الثورة الصناعية بإعداد التشريعات القانونية اللازمة لضمان تجارة الأوراق المالية التي تدعم بشكل مباشر الأعمال التجارية والإنتاجية.

أما بورصة نيويورك فيعود تاريخ تأسيسها لعام ١٧٩٢ حيث اتفق مجموعة من التجار (٢٤ تاجراً) للاجتماع بجانب الحائط الذي بناه المستوطنون الهولنديون لحماية قطعانهم من الرياح وكان المجتمعون يتبادلون الأوراق المالية وقد أطلق على هذا المكان الاسم **Wall Street** نسبة لهذا الحائط الذي بناه الهولنديون وأصبح هذا المكان يضم أكبر بورصة في العالم وأكبر تجمع مالي يؤثر على حركة التجارة ليس في الولايات المتحدة الأمريكية فحسب بل في جميع دول العالم.

لقد انتقلت الأسواق المالية من أشكالها وصيغها الأولى التي نشأت فيها إلى أشكال وصيغ جديدة حيث التنظيم القانوني والرقابة والإدارة والتحليل المالي والتنبؤات التي باتت تشكل العمود الفقري لكل عمل مالي في العالم ، إضافة إلى ذلك فقد دخلت الأسواق المالية عالم التقانة والتكنولوجيا بعد أن كانت الصفقات تسجل على لوح خشبي وينادي بعض الأشخاص عليها في ردهة السوق ويتجمع السماسرة أمام كل لوحة حتى أصبح اللوح الإلكتروني بل الشاشة الإلكترونية تعرض وبشكل مستمر

---

[1] محمد صالح حابر: الاستثمار بالأوراق المالية، شركة المطابع النموذجية، عمان ١٩٨٩ ص ٣٤

الأسعار والصفقات وحركة البورصة (الصعود والهبوط) وتطور أسعار الأسهم لكل شركة أو مجموعة الشركات المتحانسة.

كما وأنّ عالم المضاربات لم يتوقف عند بورصة محددة بل أصبح بإمكان المضارب الدخول إلى أي سوق يرغب بها عبر الإنترنت للمضاربة وجني الأرباح أي إن الأسواق المالية لم تعد المكان المحدد لمجموعة مضاربين ، بل التقلت لتأخذ صفة وحركة (العالمية) وهي بذلك تشجع العولمة بمفهومها الجديد أو ما يسمى (عولمة الاقتصاد).

ثالثاً- مفهوم الأسواق المالية:

تشكل الأسواق المالية مناطق جذب استثمارية نظراً لأنها تحدد القيم الحقيقية لأسعار الأسهم والسندات، وبالتالي يمكن من خلال ذلك التعرف على قيمة الأصول الثابتة والسائلة في كل منشأة وبالتالي يزداد الطلب فيها على الاستثمارات في كل دولة تمتلك سوقا مالية مستقرة ونشطة، كما وأن زيادة حجم الأرباح في المنشآت الإنتاجية تساهم في زيادة حجم التعامل والمضاربات في أسواق المال، نظراً لأن قسماً منها سوف يذهب للمصارف التي تشجع بدورها المضاربة.

لقد باتت الأسواق المالية من أهم المؤشرات الاقتصادية على المستوى المحلي وعلى المستوى العالمي لأن اتجاهات الصعود في الأسعار توضح توجه الاقتصاد للرواج واتجاهات الهبوط تؤكد بأن الاقتصاد سيبدأ بحركة تراجعية.

فالسوق المالية بمفهومها الحديث أصبحت أداة استثمارية وادخارية بآن واحد بل أصبحت أداة استثمارية على المستوى الاقتصاد العالمي وأصبحت الصفقات الصغيرة تتحدد استنادا لحالة البورصة:

هل البورصة في صعود؟ هل البورصة في هبوط؟ كيف يتحدد السعر في كل يوم؟

أسئلة كثيرة تطرح في عالم التجارة والمال.

لذلك ما هو تعريف سوق المال؟

"تجمع موضوعي وشخصي يهدف للتعامل بالأصول المالية التي تدعم بدورها قطاع الإنتاج المادي."[1]

كما ويعرفها البعض بأنها: سوق نموذجية تسودها المنافسة الكاملة على الأسهم والسندات والعملات الأجنبية، ويمكن من خلالها تجميع المدخرات وتوظيفها في القطاعات الإنتاجية الهامة في الاقتصاد الوطني.

كما ويرى الدكتور منير إبراهيم هندي أستاذ الإدارة المالية في مصر– جامعة طنطا بأن الأسواق المالية:

"هي تلك المكان المخصص لبيع وشراء الأصول المالية Financial Assets من أسهم وسندات، وتوجيه مدخرات الأفراد نحو الاستثمار...."[2]

ويرى أستاذ الحسابات الأمريكي روبنسون بأن الأسواق المالية توجه المدخرات من المدخرين إلى الأنشطة الاستثمارية وتحقق الاستقرار الاقتصادي من خلال التخصيص الكفء للموارد المتاحة الأمر الذي يترك أثرا ايجابيا على النمو الاقتصادي وعلى دخول المواطنين بشكل تتابعي.

ويعرف الدكتور محمد عثمان إسماعيل حميد السوق المالي بأنها "المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية، من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالي ويساهم الوسيط المالي في تحويل المدخرات الموجودة لدى الأفراد إلى أصول مالية وإعادة تمويل النقد مرة أخرى أو عدة مرات للتعامل في السوق الأمر الذي يؤثر إيجابياً على الاقتصاد الوطني."[3]

---

[1] زينب حسين عوض الله : اقتصاديات النقود والمصارف ، الدار الجامعية، بيروت ١٩٩٨ ص ١٨٢

[2] منير إبراهيم هندي : الأوراق المالية وأسواق رأس المال، توزيع منشأة المصارف، الإسكندرية ١٩٩٧ ص ٦٦٣-٦٦٤

[3] محمد عثمان إسماعيل حميد :أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ، دار النهضة العربية، جامعة القاهرة ١٩٩٣ ص٤١

ومما تقدم يمكن تعريف سوق المال بأنها:

"تجمع تجاري يلتقي فيه المتعاملون لإجراء صفقات البيع والشراء للأصول المالية المتداولة وذلك من خلال الوسطاء والسماسرة الذين يسهلون إجراء الصفقات وتسهم السوق في تجميع المدخرات الوطنية واستثمارها بحيث تحقق الاستخدام الكفء للموارد المتاحة وتؤدي لزيادة معدلات النمو الاقتصادي."

وبالتالي يمكن من خلال هذا التعريف تحديد خصائص السوق المالية بما يلي:

١- تجمع تجاري يلتقي فيه المتعاملون:

تعتبر سوق المال إحدى الأسواق التخصصية التي تجمع البائعين والمشترين لبيع وشراء الأصول المالية وهي سوق تسودها المنافسة الكاملة بعيدة عن الاحتكار أي يجب على إدارة السوق أن تقدم المعلومات المتوفرة عن السوق لجميع المتعاملين وذلك من خلال اللوائح السعرية العلنية وعقد الصفقات بشكل علني وتقديم كافة المعلومات عن الشركات والمصارف والخطط والمشاريع التي ترغب بها هذه الشركات،وذلك ليتمكن المضارب من اختيار الأسهم التي يستطيع إجراء التوقع لها.

فالمنافسة الكاملة توفر لسوق المال الاستقرار والتطور وتبعد شبح الأزمات عن الاقتصاد الوطني.

٢- يتم في السوق تداول الأوراق المالية:

تشكل سوق الأوراق المالية المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق والأصول المالية التي تعددت أنواعها وكثرت في الآونة الأخيرة إلا أنها تنطوي تحت المجموعات التالية:

أ- الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات المساهمة.

ب- الأوراق التجارية بكافة أنواعها (سند لأمر- سند للحامل - السفتجة - الكمبيالة).

ج- القروض المصرفية قصيرة وطويلة الأجل.

د- الشهادات المصرفية مثل شهادات الاستثمارات والادخار والإيداع وغيرها من الأشكال الادخارية التي تصدرها المصارف.

ه- السندات التي تصدرها الدولة مثل أذون الخزينة والسندات طويلة الأجل.

و- باقي الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق.

لقد أدى تعدد الأوراق المالية وتنوعها لزيادة المادة الهامة في التداول وساعد بالمقابل على زيادة حجم التداول في هذه الأسواق.

٣- السماسرة والوسطاء في السوق:

لقد حدد قانون سوق الأوراق المالية في كل دولة ضرورة أن يتم البيع والشراء عن طريق السماسرة ولا تقبل فاتورة البيع إلا إذا كانت تحمل توقيع السمسار هذا ولا يوجد نوع محدد من السماسرة بل هم كما يلي:

١- سمسار الخصم وذلك لتسهيل عقد صفقات صغيرة للعملاء مقابل عمولة.

٢- المندوب الرئيسي وهو شخص يعمل لدى سمسار.

٣- الوسيط وهو شخص يعمل في البورصة يحق له التعاقد وأحيانا يعمل لصالح السمسار الذي سجل تحت عنوانه ويكون أداة اتصال بين العميل والسمسار لتسهيل عمليات التوسط.

٤- تجار الصالة وينفذ هؤلاء صفقات لحسابهم الخاص.

٥- المتخصصون وهم سماسرة يتخصصون في بيع وشراء ورقة مالية محددة إضافة إلى ذلك هناك أنواع أخرى تفرعت من هذه الأنواع المحددة من السماسرة في السوق المالي.

٤- تجميع المدخرات الوطنية:

تساهم سوق المال بجذب المدخرات لتوظيفها في السوق عن طريق شراء الأسهم والسندات أو الأوراق التجارية الأخرى الأمر الذي يدفع أصحاب الإدخارات لممارسة

حقهم بشكل قانوني ومنظم ويبعد عن الاقتصاد شبح جامعي الأموال والمتلاعبين بأموال المدخرين وطرق الادخار والاستثمار غير النظامية فالمدخر الذي اشترى سهماً محدداً ولشركة معينة يستطيع في نهاية العام الحصول على العائد نتيجة توزيع الأرباح في الشركة المساهمة، كما وتساهم سوق المال بإيجاد أنواع عديدة من الاستثمار مثل الصناديق المتنوعة والصناديق المتخصصة والتي تساعد المستثمر على توظيف أمواله والحصول على العائد في نهاية الاستثمار.

لقد ساهمت البورصات في الدول المتقدمة في تنظيم الادخار وتنظيم الاستثمار وضمان حقوق المدخرين والمستثمرين والشركات المنتجة والخدمية بآن واحد، الأمر الذي دفع الدول النامية لإيجاد الأسواق المالية التي يحتاجها الاقتصاد الوطني وتساهم في تنميته واستقراره معاً.

●-زيادة معدلات النمو الاقتصادي:

إن عملية إصدار النقد وتنظيمه تخدم في نهاية المطاف الاستقرار والتوازن الاقتصادي وتحسين معدلات النمو لكن عدم وجود البورصات دفع العديد من الشركات أو المتلاعبين أو حتى غير القادرين على الاستثمار لإقامة مشاريع فاشلة أو ذات ربحية متدنية الأمر الذي أحدث الأزمات المالية والنقدية في هذه الاقتصاديات، أما عند وجود البورصات فإنّ عملية تنوع أدوات الادخار وتنوع أدوات الاستثمار تساهم في التوظيف الكفء للموارد المتاحة وإذا ما كانت القوانين صارمة في إجراء الرقابة على الاستثمار والتوظيف وحركة التعامل فإنّ ذلك سوف يسرّع عمليات النمو الاقتصادي فينمو الدخل الفردي والناتج الإجمالي وينعكس الأمر إيجاباً على حياة الموطنين، وهذا ما حققته الدول المتقدمة وتسعى الدول النامية لإنجازه خلال العقود القادمة.

رابعاً- شروط إقامة سوق الأوراق المالية:

لا تستطيع أي دولة أو نظام اقتصادي إصدار القرار بإقامة سوق الأوراق المالية نظراً لأن هذه السوق تتمتع بدرجة حساسية عالية وتؤثر بشكل مباشر على الإنتاج والاستثمار وعلى كافة الفعاليات الاقتصادية إضافة لكونها تستطيع إعادة هيكلة قطاع الإدخارات والمدخرين، وبالتالي يمكن لسوق المال أن تعيد ترتيب القطاعات الاقتصادية أو إحداث موجه من التكتلات الاقتصادية بين الشركات مما يؤثر على الشركات الصغيرة والمتوسطة ولهذا يتوجب على الدولة عدم تجاهل دور السوق و أثرها في الاقتصاد الوطني أي يجب دراسة (السوق والاقتصاد الوطني بشكل علمي ودقيق) قبل إحداثها[1].

ولكي تقوم سوق الأوراق المالية لا بد من توفر الشروط التالية:

١- وضوح الإستراتيجية العامة للدولة والخطط والأهداف التي تسعى لتحقيقها والأهداف القطاعية في الصناعة والتجارة واتجاهات تطور كل قطاع. وكذلك توضيح دور كل من القطاع العام والقطاع الخاص في عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية والهوامش المسموح بها لكل قطاع وتحديد درجة الرقابة التي تمارسها الدولة على الجميع وذلك بهدف الوضوح والشفافية المطلوبة لإقامة السوق.

٢- وجود إطار تشريعي وتنظيمي مرن قادر على التطور والتكيف بشكل مستمر مع الظروف والمستجدات يستطيع حماية حقوق المتعاملين ومعاقبة الشركات التي تخل بشروط الاستثمار والتداول في السوق[2].

---

[1] موريس سلامة: الأسواق المالية ترجمة يوسف الشدياق ، منشورات عويدات، بيروت ١٩٨٣ ص ٢٥

[2] زينب حسين عوض الله: اقتصاديات النقود والمصارف، مرجع سابق ص ١٩٠

ويمتد التشريع ليشمل تنظيم السوق وإدارتها والإشراف عليها والسماح أو عدم السماح للمستثمرين الأجانب بالدخول والاستثمار وغيرها من التشريعات التي تضمن للسوق آلية عملها المتميزة.

٣- وجود مؤسسات (شركات مساهمة) إنتاجية وخدمية ومؤسسات مالية ونقدية متطورة بحيث تعمل هذه الشركات والمؤسسات حسب مبدأ فصل الإدارة عن الملكية ، لأن مثل هذه المؤسسات تشكل الأساس الذي تقوم عليه السوق ، فإذا لم تتوفر شركات مساهمة مالية وإنتاجية فما هو الشيء الذي يمكن تداوله في هذه السوق مثال(سوق المناخ الكويت ١٩٨٢) فشلت لعدم توفر هذه الشركات والمؤسسات المالية والإنتاجية التي يجب أن تطرح الأسهم في السوق للتداول .

٤- وجود مؤسسات مالية ومصرفية متطورة قادرة على تعبئة المدخرات الوطنية وإقراضها للشركات الصناعية، بحيث تتمتع هذه المصارف بحرية العمل والاستثمار واستقبال الأموال وتحويلها إلى الخارج دون رقابة حكومية وفق قوانين تضمن الهوية المستقلة لهذه المصارف، ولا يمنع من إقامة السوق وجود مؤسسات مالية حكومية (مصارف حكومية – مؤسسات تأمين حكومية)، أو مؤسسات مالية خاصة أو قطاع مشترك بين الدولة والقطاع الخاص في مجال المصارف والتأمين والاستثمار والمال.

٥- حرية تحويل النقد الوطني أو الأجنبي من و إلى الدولة دون رقابة قانونية أو استناداً لقوانين واضحة وصريحة بحيث لا يقع المتعامل ضحية هذه القوانين وهذا ما يمكن تفسيره بحرية الصرف للعملة الوطنية وحرية التحويل.

٦- وجود مدخرات مالية لدى القطاع الخاص أو الأفراد أو المؤسسات المالية، بحيث تشكل هذه المدخرات المادة الأساسية في التعامل، فإذا كان المجتمع فقيراً لا توجد فيه مدخرات تذكر لا يستطيع إقامة سوق الأوراق المالية، وإذا كان التعامل يميل إلى

المقايضة أو البيع بالتقسيط فلا داعي لإقامة السوق، وبالتالي يجب على الدولة التعرف على حجم مدخراتها الوطنية القابلة للتعامل ومعرفة حجمها من الناتج المحلي فكلما ازداد حجم الادخار مقارنة بالناتج كلما ساعد على إقامة سوق المال.

٧- وضوح إجراءات وقوانين الاستثمار بحيث تتمتع هذه الإجراءات بالمرونة والبساطة والدقة والوضوح مما يشجع الأفراد والشركات على إنشاء شركات مساهمة وطنية أو شركات مشتركة مع القطاعات الأجنبية في مجال الإنتاج والخدمات والقطاع المصرفي والمالي فكلما كانت الإجراءات سهلة وواضحة كلما ازداد الميل لإنشاء هذه الشركات وكانت قاعدة أساسية في السوق[١].

إن هذه الشروط تشكل قاعدة أساسية لإقامة السوق، فإذا لم تتوفر بعض هذه الشروط وجب على الدولة توفيرها لكي تساهم في إنجاح السوق وتخفيف الأزمات التي يمكن أن تتعرض لها.

خامساً- أنواع الأسواق المالية :

هناك تصنيفات عديدة لأسواق المال تختلف فيما بين الدول وفيما بين البورصات نفسها وترتبط بدرجة تطور كل سوق ونجد هذه الأسواق تقسم لقسمين رئيسين:

١- أسواق رأس المال.

٢- أسواق النقد.

وضمن إطار السوق الواحدة توجد عدة تصنيفات:

تقسم الأسواق المالية من حيث التخصص إلى سوقين:

١- سوق رأس المال ويقسم إلى قسمين من حيث آلية التعامل:

آ- سوق الإصدار أو السوق الأولي.

ب- سوق التداول (البورصة).

---

[١] محمد عثمان إسماعيل حميد : أسواق رأس المال، مرجع سابق ص ٥٤

٢- سوق النقد ويقسم من حيث الآلية إلى قسمين:

آ- سوق الإصدار أو السوق الأولي.

ب- سوق التداول.

كما ويمكن تقسيم أسواق المال من حيث التخصص وآلية العمل والمكان والمتعاملين إلى قسمين:

١- أسواق رأس المال وتقسم إلى قسمين:

آ- الأسواق الحاضرة أو الفورية وتقسم إلى ثلاثة أنواع وهي:

١-الأسواق غير المنظمة.

٢-الأسواق المنظمة.

٣-أسواق الاحتكار.

ب- أسواق العقود المستقبلية:

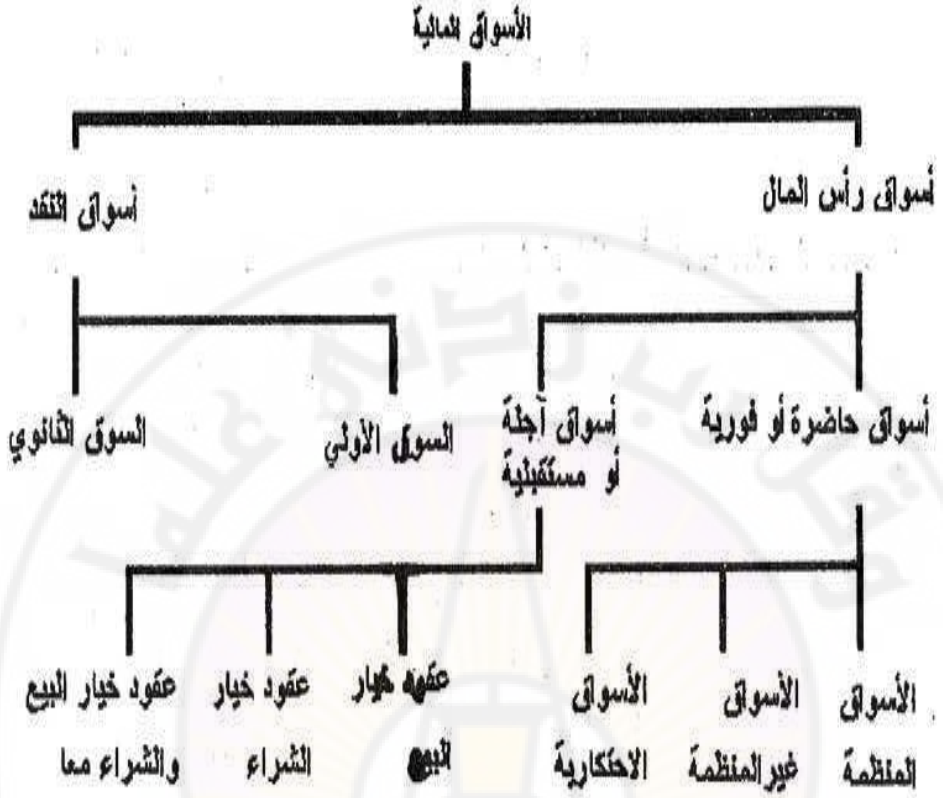
٢- أسواق النقد وتقسم إلى سوقين:

آ- سوق الإصدار الأولي.

ب- السوق الثانوي.

وفيمايلي شكلاً يوضح تقسيمات الأسواق:

Damascus University



وسوف نتناول هذه الأسواق بشكل مفصل:

أولاً: أسواق رأس المال : Capital Markets

ظهرت الأسواق المالية لتسهيل عمليات بيع وشراء الأصول المالية التي تصدرها الشركات ويتعامل بها الأفراد وقد ساهمت بشكل مباشر وفعال في تجميع المدخرات الوطنية وتوظيفها في عملية التنمية الاقتصادية ،إضافة إلى ذلك ساهمت أسواق رأس المال من خلال الكفاءة وسهولة التعامل في تسريع عمليات النمو الاقتصادي.

إن تطور المفاهيم والمصطلحات وحركة التعامل وحجم الأموال المخصصة للمضاربة في أسوق المال قد ساهم في جعل الأسواق المالية حلقة مركزية في الاقتصاديات المتقدمة والاقتصاد العالمي كما واهتم الباحثون عن الأرباح السريعة (المستثمرون) بالبحث عن أنواع متعددة من المضاربات وعن الأسواق التي ترتفع بها الأسعار.

لقد حققت الشركات المتعددة الجنسيات تطوراً هاماً في السنوات الأخيرة حيث شكلت مرحلة التطور منذ عام ١٩٩٠ وحتى عام ٢٠٠٥ ما يعادل ١٥٠ سنة من التطور انقضت وذلك بفضل الأسواق المالية وسرعة الحصول على التمويل اللازم لهذه الشركات ، كما وساهمت الأسواق المالية في إنتاج وتطوير شركات وطنية جديدة دخلت المجال العالمي أمثال الشركات الكورية – الماليزية – والصينية – والتركية ..... الخ

تقسم أسواق رأس المال إلى السوق الحاضرة أو الفورية وإلى سوق العقود المستقبلية.

١. الأسواق الحاضرة أو الفورية: Spot Cash Markets

تتعامل هذه السوق بالأوراق المالية طويلة الأجل من الأسهم والسندات والأسهم الممتازة والسندات الحكومية وبقية الأصول المالية طويلة الأجل وهي تتضمن الأسواق التالية:

١- الأسواق المنظمة Organized Markets

ويقصد بها البورصات: ويتم في هذه السوق تداول الأوراق المالية طويلة الأجل والتي تكون فيها الأوراق المالية مسجلة في السوق حيث تسجل الأوراق في السوق الأولي وبعد فترة محددة وتحقيق بعض الشروط تسجل الأوراق في السوق الثانية ويتم التداول بها في البورصة.

وبناء على ذلك تعرف البورصة كما يلي:

هي مكان معلوم ومحدد مسبقاً يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات التبادل (بيعاً و شراءً) ويتوفر في هذه السوق العلانية والشفافية وتحدد الأسعار استنادا للعرض والطلب وتوقعات المضاربين وترصد السوق التغيرات والمستجدات في السوق والاتجاهات العام[1].

وتلعب الأسواق المنظمة (البورصات) دورا هاما في تجميع المدخرات الوطنية وإعادة استثمارها في الوحدات الإنتاجية نتيجة لما توفره من أموال نقدية سائلة لحملة الأسهم ، كما وتعمل الأسواق المالية على تمويل خطط التنمية الاقتصادية وخاصة المشاريع التي تحتاج للرساميل الضخمة التي لا تتوفر لدى الدولة ، لذلك تقترض الحكومة من هذه السوق لتمويل مشاريعها.

٢- الأسواق غير المنظمة : Unorganized Capital Markets

وهي سوق غير محددة بموقع جغرافي معين تتعامل بالأوراق المالية غير المسجلة في البورصات النظامية ولا يدفع المتعاملون في هذه السوق العمولات النظامية الموجودة في السوق النظامية، قابلة للتفاوض وعادة ما تكون العمولات ناجمة عن فروقات الأسعار بين البيع والشراء ويطلق البعض على المعاملات في السوق غير النظامية بالمعاملات فوق الطاولة Over The Counter (OTC).

ويكون التسجيل في هذه السوق والتعامل من خلال الكمبيوتر والمضاربة من خلال الانترنت ويسجل الكمبيوتر جميع عمليات البيع والشراء ولا يستدعي العمل في هذه السوق الوجود في قاعة التداول، بل عبر الانترنت وشبكات الاتصال وتحرير القيمة عبر شبكات مسحوبة على البنوك.

---

[1] محسن احمد الخضيم: كيف تتعلم البورصة ، ايتراك للنشر والتوزيع. القاهرة ٢٠٠١ص ١٠

ومن أهم هذه الأسواق سوق نازداك (NASDAQ) الاتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية للبيع والشراء الالكتروني

National Association of Securities Deals: Automated Quotation System (Nasdaq)[1].

ويجري نشر الأسعار والكميات المباعة والمعروضة عبر شبكات الاتصال.

٣- *الأسواق الاحتكارية:*

وهي أسواق متخصصة في تسويق سندات الخزينة التي تصدرها وزارة المالية وعادة ما تكون هذه السوق أولية وثانوية بآن واحد حيث يقوم المستثمر بشراء السند الحكومي من المصرف المركزي أو المصرف المتخصص ببيع هذه الورقة وإذا أراد بيعها يعود ثانية لهذه السوق أو المصرف ويقدم الورقة ليحصل على قيمتها لذلك سميت سوق احتكارية.

٢. أسواق العقود المستقبلية:

يتم في هذه الأسواق تداول الأوراق المالية والأصول المالية في فترة لاحقة وبأسعار اليوم شريطة دفع مكافأة مالية أو يسمى الرهن لإثبات عمليات البيع والشراء وفي زمن التثبيت إما أن يقوم البائع بتثبيت البيع أو إلغائه وتهدف هذه الأسواق لحماية المضاربين من مخاطر ارتفاع أو هبوط الأسعار.

ويمكن تعريف سوق العقود الآجلة بأنها "اتفاق على بيع أو شراء مجموعة من الأوراق المالية دون الاستلام والتسليم وبسعر اليوم وذلك بعد فترة شهرين أو ثلاثة أشهر مقابل مكافأة مالية تمثل جزءا من قيمة السهم يدفعها المستثمر لصاحب الحق في البيع ويستطيع صاحب الخيار إما تثبيت الشراء في تاريخ الاستحقاق أو إلغ...[1]

واستناداً لذلك يوجد نوعان من الخيارات:

[1] محمود محمد الداغر: الأسواق المالية، دار الشروق للنشر عمان ٢٠٠٥ ، ٢٤٠

أ- خيار الشراء.

ب- خيار البيع.

أولاً: خيار الشراء: Call Option

هو اتفاق بين المستثمر ومالك الأسهم على الشراء لمجموعة أسهم بسعر اليوم شريطة أن يدفع المستثمر مكافأة مالية تحدد بجزء من قيمة السهم ويحق للمستثمر بموجب هذا الاتفاق تثبيت الشراء عند حلول موعد العقد بعد فترة ثلاثة أشهر أو رفضه ويكون بذلك حقق أرباحا غير محددة في حالة ارتفاع الأسعار وحصر نفسه بخسارة تعادل قيمة المكافأة في حال انخفضت الأسعار بشكل حاد.

مثال:

اتفق المستثمر أحمد مع البائع رفعت على شراء ١٠٠٠ سهم بسعر السهم ٥٠٠ ليرة في تاريخ الاتفاق من أسهم شركة فنادق الشام المساهمة وذلك بعد ثلاثة أشهر ٩٠ يوما ودفع المستثمر للبائع مكافأة مالية عن كل سهم /٥/ ليرات سورية وأعطى حق خيار الشراء للمشتري أحمد تثبيت الشراء أو رفضه عند حلول الأجل.

فالسؤال المطروح ما هو تصرف المستثمر أحمد بعد ٩٠ يوما إذا ارتفعت الأسعار وما هو تصرفه إذا انخفضت الأسعار؟

الحل:

١- في حال ارتفاع أسعار الأسهم من ٥٠٠ ليرة للسهم إلى ٥١٠ ليرة للسهم

قيمة الأسهم ١٠٠٠×٥١٠= ٥١٠٠٠٠ ليرة

قيمة الأسهم زمن الشراء ١٠٠٠×٥٠٠= ٥٠٠٠٠٠ ليرة

الأرباح الإجمالية ٥١٠٠٠٠ - ٥٠٠٠٠٠= ١٠٠٠٠ ليرة

المكافأة المسددة سابقاً ١٠٠٠ سهم × ٥ ليرات =٥٠٠٠ ليرة

الأرباح الصافية ١٠٠٠٠- ٥٠٠٠= ٥٠٠٠ ليرة

القرار: يثبت أحمد الشراء ويربح ٥٠٠٠ ليرة

٢- في حال هبوط الأسعار من ٥٠٠ ليرة للسهم إلى ٤٩٠ ليرة للسهم

قيمة الأسهم زمن الشراء ١٠٠٠×٥٠٠= ٥٠٠٠٠٠ ليرة

قيمة الأسهم عند حلول الأجل ١٠٠٠×٤٩٠= ٤٩٠٠٠٠ ليرة

الخسارة ٥٠٠٠٠٠-٤٩٠٠٠٠=١٠٠٠٠ ليرة

إذا قام أحمد وثبت الشراء فإن الخسارة تصبح

١٠٠٠٠+ ٥٠٠٠ المكافأة = ١٥٠٠٠ ليرة

القرار: يرفض أحمد تنفيذ الاتفاق ويخسر فقط قيمة المكافأة ومقدارها ٥٠٠٠ ليرة

إن المستثمر لحقّ الشراء يقدم على هذا الحق في حالات توقع ارتفاع الأسعار بشكل كبير وهو بذلك يربح أموالا لا حدود لها وإذا ما تحقق الهبوط يخسر فقط ما دفعه وهو مقدار المكافأة.

ثانيا: خيار البيع : *Put Option*

هو عقد أو اتفاق لبيع عدد من الأسهم بسعر محدد مسبقا طبقا لأسعار اليوم وذلك خلال مدة ٩٠ يوما يدفع بموجبه البائع أو صاحب حق الخيار بالبيع للمستثمر مكافأة محددة بجزء من قيمة الأسهم، وعند حلول الأجل إما أن ينفذ البائع الخيار أو يرفضه استنادا للمستوى العام للأسعار في السوق.

مثال:

يملك رفعت ١٠٠٠ سهم من أسهم شركة فنادق الشام وأراد أن يسافر إلى ماليزيا للمضاربة في أسواق المال هناك وخشية من انخفاض أسعار الأسهم التي يملكها في شركة فنادق الشام قام بإجراء خيار البيع للأسهم التي يملكها للمستثمر أحمد فكان

سعر السهم في هذا اليوم ٥٠٠ ليرة سورية فدفع مكافأة تعادل ٥ ليرات للسهم الواحد وتم تحديد موعد تنفيذ الاتفاق بعد ٩٠ يوما.

والسؤال المطروح: ماذا سيتصرف رفعت مع أحمد بعد ٩٠ يوما؟

١- حالة ارتفاع أسعار الأسهم من ٥٠٠ ليرة إلى ٥١٠ ليرات للسهم

قيمة الأسهم زمن الخيار ١٠٠٠×٥٠٠= ٥٠٠٠٠٠ ليرة

قيمة الأسهم عند حلول الأجل ١٠٠٠×٥١٠=٥١٠٠٠٠ ليرة

المكافأة ١٠٠٠×٥= ٥٠٠٠ ليرة

الربح الصافي ١٠٠٠٠- ٥٠٠٠= ٥٠٠٠ ليرة

القرار: يرفض رفعت حق البيع ويبقي الأسهم لنفسه كي يبيعها في السوق فتكون الأرباح ٥٠٠٠ ليرة

٢- في حالة هبوط الأسعار إلى ٤٩٠ ليرة للسهم

قيمة الأسهم ١٠٠٠×٥٠٠=٥٠٠٠٠٠ ليرة

قيمة الأسهم يوم الأجل ١٠٠٠×٤٩٠= ٤٩٠٠٠٠ ليرة

الخسارة = ٥٠٠٠٠٠-٤٩٠٠٠٠= ١٠٠٠٠

المكافأة ١٠٠٠ X ٥ = ٥٠٠٠ ليرة

إذا رفض رفعت البيع تكون الخسارة

١٠٠٠٠+ ٥٠٠٠= ١٥٠٠٠

القرار: يقبل رفعت بيع الأسهم وتنفيذ خيار البيع وبذلك يخسر ٥٠٠٠ ليرة وهي عبارة عن المكافأة التي دفعها مسبقا لأحمد.

وتكون خسارة أحمد ٥٠٠٠ ليرة لأنه حصل على المكافأة بقيمة ٥٠٠٠ ليرة وخسرت الأسهم ١٠٠٠٠ ليرة

١٠٠٠٠-٥٠٠٠= ٥٠٠٠ خسارة أحمد.

ثانياً: أسواق النقد: Money Markets

هي السوق التي يتم من خلالها تبادل الأوراق المالية التي تختص بالقروض فيما بين المصارف أو فيما بين المصارف والموسسات المالية (شركات تأمين -- شركات وساطة استثمار) أو فيما بين المصارف المحلية والمصارف الأجنبية ويتم تداول مجموعة من الأوراق المالية في هذه السوق أهمها:

١- شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول.

٢- الكمبيالات المصرفية.

٣- الأوراق التجارية.

٤- قرض فائض الاحتياط الإلزامي.

٥- أذون الخزينة.

أي يتم في هذه السوق تداول الأوراق التجارية والقروض المصرفية قصيرة الأجل وأذون الخزينة وذلك لفترة عادة ما تبدأ بيوم وتصل إلى أقل من سنة وقد تطورت هذه الأوراق وازداد حجم المضاربات بها نظراً لانخفاض حجم المخاطر التي تتعرض لها.

يلعب سعر الفائدة دوراً متميزاً في هذه الأوراق وفي هذه السوق لأنه في حالات تقلب سعر الفائدة يحقق المستثمر أرباحا تتراوح بين سعر الفائدة والسعر الذي يحصل عليه المستثمر نتيجة تخلي المالك عن جزء من هذا السعر.

آ- مزايا سوق النقد :

يحقق سوق النقد المزايا التالية:

١- انخفاض درجة المخاطرة لأن هذه الأوراق تتصف بالأجل القصير وبالتالي تكون التقلبات قليلة في الفترة القصيرة وبذلك لا يخسر المتعامل في حالات الهبوط إلا

بحدود ضيقة بعكس الأوراق المالية طويلة الأجل حيث يحتفظ بها المستثمر وكلما ازدادت حدة الهبوط كلما ازدادت الخسائر.

٢- سداد الديون: يلاحظ في سوق النقد انخفاض درجة المخاطرة في سداد الديون نظراً لأن المؤسسات التي تصدر الأوراق المالية قصيرة الأجل هي مصارف أو شركات ذات ملاءة مالية كبيرة وقادرة على سدادها في حالات التعثر.

٣- يمكن للمصرف المركزي التدخل وتطبيق السياسة النقدية التي يرغب بها، ففي حالات انخفاض قيمة العملة الوطنية وارتفاع معدلات التضخم يبيع المصرف المركزي الأوراق النقدية ويجمع العملة الوطنية وبالعكس في حالات الركود يشتري الأوراق المالية وينشر السيولة بهدف زيادة حجم التداول.[1]

٤- تخلق هذه السوق علاقات ترابطية بين المصارف والشركات من جهة وبين المصارف والمستثمرين من جهة أخرى كما وأنها تزيد من حجم العلاقة والتعاون بين المصارف، المحلية والمصارف الأجنبية.

[1] المؤلف: اقتصاديات المال والسياستين المالية والنقدية، إصدار دار الحسنين، دمشق ١٩٩٧ ص ٢٥٢/٢٥٣

ب- أنواع وتخصصات سوق النقد :

يوجد في سوق النقد كما هو الحال في سوق المال نوعان من الأسواق:

١- سوق الإصدار: ويتم في هذه السوق إصدار الورقة المالية بين المصارف والمستفيد إذا كان تاجرا أو مصرفاً آخر أو أحيانا إذا كانت الورقة حكومية بين المصرف المسوق للورقة والمستفيد أو المستثمر، وتتخصص السوق الأولية بإصدار الورقة وبيعها للمرة الأولى.

٢- السوق الثانوي : ويتم في هذه السوق تداول الورقة التجارية قصيرة الأجل فيما بين المضاربين والمستثمرين في سوق النقد، وعادة ما يحصل مالك الورقة التجارية في زمن الاستحقاق على قيمتها من المصدر أو صاحب الورقة فإذا كان إذن خزينة يستطيع المالك تحصيل القيمة مع سعر الفائدة من الخزينة العامة أو المصرف وكيل الحكومة.

سادساً- قواعد نجاح البورصة:

بلغت الأسهم والأوراق المالية المسجلة في البورصات الألمانية الثمانية حوالي ٣٦٢٤ نوعا من الأسهم والسندات في حين وصل عدد الأسهم والسندات والأوراق المالية المسجلة في بورصة لندن حوالي ٦٠٠٠ أي تعادل حوالي ٥٠% من إجمالي الأوراق المالية المسجلة في أوربا[1] وبالتالي لضمان الاستقرار وتحفيز معدلات النمو لابد من وجود ضوابط وقواعد معينة تساهم ليس في الاستقرار فحسب، بل بزيادة حجم التعامل وجذب متعاملين بشكل مستمر.

إن نجاح هذه الأسواق وتطورها يحتاج للتنظيم والانضباط والرقابة والقواعد العلمية في الإدارة والتعامل وغيرها وبالتالي لنجاح أي بورصة لابد من توفر القواعد التالية:

---

[1] فريد النجار: البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية ١٩٩٩ ص ١٢٠-١٢١

١- خلق جو من الثقة بين المتعاملين في الأوراق المالية وذلك من خلال وضع الضوابط الكفيلة بحماية المستثمر وتنمية الوعي الاستثماري لدى المواطنين[١]...

٢- توفر الخبرات والكفاءات القادرة على إنشاء وإدارة سوق المال وفي هذا المجال لابد من توفر التعاون بين سوق المال والجامعات بهدف إعداد برامج تدريبية وتدريس مقررات وتكوين الكفاءات اللازمة للعمل في الأسواق المالية.

٣- الإدارة والتنظيم : يحتاج أي عمل اقتصادي للإدارة والتنظيم فكلما كانت الإدارة فاعلة وعلمية كلما استطاعت وضع تنظيمات وإجراءات علمية واضحة تستطيع من خلالها مراقبة سير العمل وضمان النجاح، وبالتالي فإن الإدارة في السوق المالية تحتاج أكثر من غيرها للتنظيم وتحديد الإجراءات نظراً لقدرة المتلاعبين على إبرام صفقات وهمية أو رفع الأسعار دون المبررات الاقتصادية أو إفشاء معلومات بارتفاع أسهم شركة ما وانخفاض أسهم شركة أخرى، لذلك لابد من وجود التنظيم الذي يضبط التعامل.

٤- الرقابة والتدقيق: إذا حددت إدارة البورصة التنظيمات الإدارية الجيدة وحددت الهياكل التي تشرف على التعامل لابد من إجراء الرقابة الجيدة والفعالة وهذا الأمر يتطلب ما يلي:

آ- نشر المعلومات بشكل مستمر عن التعامل في السوق.

ب-وضوح الإجراءات والتنظيمات للجميع.

ج- تحديد قواعد المراقبة والتدقيق وذلك لمنع الغش والاحتيال.

د- تحديد العقوبات لكل مخالفة يرتكبها المستثمر.

إن هذه الإيضاحات والمعلومات عن نظام الرقابة يساعد ويسهل على اللجان الرقابية في البورصة كشف الغش والمخالفات والحد من تطورها لأن زيادة

---

١ محمد عثمان إسماعيل حميد: أسواق رأس المال، مرجع سابق ص. ٨٦

عمليات الغش في الأسواق المالية يؤدي إلى عدم الثقة وبالتالي ينذر بحدوث الأزمات.

٥. الاعتماد على أنظمة محاسبية متطورة تساعد على كشف الأخطاء وتصويبها في الأوقات المحددة وتساعد الشركات والمستثمرين على التعرف على حقيقة الوضع المالي للشركة وحقيقة الوضع المالي للمستثمر الذي يملك تلك الأوراق المالية.

٦- تنويع الأدوات الاستثمارية: تسعى إدارة البورصة لزيادة حجم الأوراق المالية وتنويعها فكلما ازداد عدد الشركات المسجلة كلما ازداد العرض أمام المستثمر ، إضافة إلى ذلك ينبغي على كل مستثمر أن يوجه مدخراته لتشكيل محفظة مالية بدلا من شراء أسهم شركة واحدة تعرضه لاحقاً للإفلاس.

إن مشاركة المصارف وشركات التأمين والشركات الاستثمارية في التعامل وطرح أسهمها هي ذاتها في سوق المال يزيد من حجم العرض من الأوراق المالية ويدفع المستثمرين للمضاربة في هذه السوق أو أي سوق أخرى فإذا أخذنا حجم بورصة طوكيو نجدها تتعامل يوميا بما مقداره ٢٢٧٢ مليار ين ياباني وأن معدل الدوران يصل إلى ٦٠٠% سنويا في حين لا يصل هذا المعدل في بورصات أخرى إلى ٥٠%.[١]

٧- الإعلام والوضوح والشفافية: يسعى الإعلام في أي نظام اقتصادي لكشف الخطأ بهدف معالجته في أوقات مبكرة وبالتالي فإن البورصة أحوج من غيرها للإعلام الذي يستطيع أن يروج للشركات الناجحة ويدفع الشركات الخاسرة إلى تعديل أوضاعها ومن جهة أخرى فإنّ تسليط الضوء بشكل مستمر على حجم التعامل والأسهم المباعة وحركة الصعود والهبوط ودراسة تطورات السوق سوف يخفف من خطر الانحرافات ويجنب البورصات الوقوع في الأزمات.

---

[١] فريد النجار: البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة ، الإسكندرية ١٩٩٩ ص١٢٥

٨- استخدام التقانات المتطورة: ينبغي على إدارة البورصة استخدام شبكة متطورة من الاتصالات والكمبيوترات والانترنت والمواصلات والعلاقات المصرفية بحيث تسهل عمليات التداول الداخلي من جهة والاتصال مع الأسواق العالمية من جهة أخرى فكلما تطورت التقانات المصرفية كلما أدى ذلك للاستقرار وتخفيف حجم الانحرافات في السوق وتنشيط السوق وجذب مستثمرين أجانب إليها، كذلك تساهم التقانات المتطورة في كشف الانحرافات بسرعة وتلافي حدوثها ثانية في المستقبل.

الأوراق المتداولة في الأسواق المالية

تمهيد:

شكلت الأسواق المالية حلقة الوصل بين المؤسسات ذات الفائض والمؤسسات ذات العجز وكذلك بين المدخرين والمستثمرين، فالشركة التي تحتاج للأموال تصدر السندات فتقوم المؤسسات التي تمتلك الفائض بشراء هذه السندات ومن ثم تسويقها في البورصة.

لقد تعددت الأصول المالية وتنوعت بفضل التطور الاقتصادي من جهة وبفضل تطور حركة المضاربة من جهة أخرى لذلك نلحظ يوميا ظهور أشكال وأنواع جديدة من الأوراق المالية وبناء على ذلك:

فالأوراق المالية: هي صكوك تعطي حاملها الحق في الحصول على جزء من عائدات الشركة أو المنشأة في نهاية الدورة المالية، أي يحصل حامل السهم على الأرباح في حين يحصل مالك السند على الفائدة المتفق عليها.

تشكل الأوراق المالية **Securities** السلع التي يتبادلها المضاربون في سوق المال فكما أن المستهلكين يبحثون عن المواد الغذائية والألبسة والأحذية في المجمعات الاستهلاكية فإن المضاربين يبحثون عن الأوراق التي يرغبون باقتنائها وتدرّ لهم دخولا أفضل في الأسواق المالية.

تلعب الموسسات المالية والمصارف دورا هاما في ترويج الأوراق المالية سواء كان ذلك في سوق الإصدار أو في سوق التداول لأن هذه الموسسات مع السماسرة يشكلون صناع السوق ومحورها وبناء على مقترحاتهم وتوصياتهم يتجه المضاربون لهذه الورقة أو تلك ويلعب الربح دوراً هاما في جذب المستثمرين للمضاربة فكلما ارتفع حجم الأرباح الموزعة في نهاية العام للسهم كلما توجه المضاربون لشراء هذه الورقة وبالمقابل إذا انخفض حجم الربح للورقة المالية ينخفض الطلب عليها وتصبح (راكدة).

إن تنوع الأصول المالية يساعد المستثمرين على تنويع محافظهم وحرية الاختيار، لذلك كلما ازداد حجم الأوراق المالية المعروضة كلما تنوعت الخيارات وتنوعت المحافظ الاستثمارية واستقرت المضاربة.

بلغ عدد الأسهم المسجلة في سوق نازداك في الولايات المتحدة الأمريكية حوالي ٥٠٠٠ سهما لشركات أمريكية وأجنبية كما بلغ عدد الأوراق المسجلة في بورصة لندن حوالي ٦٠٠٠ سهم منها ٢٠٠ سهم لشركات أجنبية.

كما وتشكل البورصات الأمريكية حوالي ٣١% من حجم البورصات العالمية لأن بورصة (وول ستريت) في نيويورك تعتبر أول بورصة في العالم.

تصنيف الأوراق المالية:

إن زيادة حجم المضاربة والإقبال على الأسواق المالية قد دفع الشركات والمستثمرين لإيجاد أدوات مالية جديدة بشكل مستمر لذلك تعددت الأصول المالية وتنوعت بحيث أصبح من غير الممكن حصرها في إطار معين لكن هذه الأصول خضعت لبعض التصنيفات وأهمها:

١. من حيث ماهية الورقة المالية: وبالتالي يمكن تقسيم الأوراق المالية إلى أسهم عادية لها الحق في ملكية الشركة وإلى سندات تمثل مديونية الشركة.

٢. من حيث الفترة الزمنية: يمكن القول بأن الأوراق تقسم إلى أوراق قصيرة الأجل وأوراق مالية طويلة الأجل.

٣. تصنيف الأوراق على أساس سوق المال وهنا يمكن القول: أوراق مالية يتم تداولها في سوق رأس المال وأوراق تجارية يمكن تداولها في سوق النقد وهي كما يلي:

أ- الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال: وتضم

١. الأسهم.

٢. السندات التي تصدرها منشآت الأعمال.

٣. القروض طويلة الأجل.

٤. السندات الحكومية.

ب- الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد: وتضم:

١. شهادات الإيداع ذات العائد.

٢. الكمبيالات المصرفية.

٣. الأوراق التجارية (كمبيالات).

٤. القبولات المصرفية.

٥. قرض فائض الاحتياط الإلزامي.

٦. قرض الدولار الأوربي: اليورو- دولار.

٧. اتفاقيات إعادة الشراء.

٨. أذون الخزينة.

إن هذا التقسيم لا يعتبر حاجزا بين كل ورقة وأخرى وإنما يشير إلى نوعية هذه الورقة لكي يتجه المضاربون للاستثمار بها وفي بعض الأحيان للتخصص فيسمى هؤلاء (المتخصصون).

كما وأن هذا التقسيم يساعد السماسرة على تصنيف العملاء وتوجيههم للاستثمار في هذه الورقة أو تلك.

أولاً: الأوراق المتداولة في سوق رأس المال:

لقد أكدت التصنيفات التاريخية لنشوء وتطور الأسواق المالية على وجود سوقين للأوراق المالية سوق رأس المال وسوق النقد وفي كل منهما يتم تداول مجموعة من الأوراق ومن هذا المنطلق فإن الأوراق المتداول في سوق رأس المال هي: الأسهم العادية – الأسهم الممتازة – السندات – القروض طويلة الأجل – السندات الحكومية وغيرها وسوف نتناول كل ورقة بشكل مفصل.

١. الأسهم العادية: Common Stock

يمثل السهم العادي مستند ملكية حيث يدون في هذا السند اسم المالك ومفصل عنوانه ويعتبر هذا السند وثيقة تثبت ملكية صاحبه في هذه الشركة أو تلك ويتم إصداره بقيمة اسمية عند الاكتتاب برأسمال الشركة من خلال الاكتتاب العام للشركات المساهمة.

يحمل السهم العادي قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية تتحدد كما يلي :

١-القيمة الاسمية: وتحدد في صك تأسيس الشركة المساهمة وتدون على وثيقة السهم.

٢-القيمة الدفترية: وتتحدد استناداً لحجم الاحتياطيات والأرباح المحتجزة مقسومة على الأسهم العادية.[١]

القيمة الدفترية للسهم العادي = رأس المال + الاحتياطيات + الأرباح المحتجزة / عدد الأسهم العادية المصدرة

كما ويمكن تحديد القيمة الدفترية للسهم العادي كما يلي:

---

١ منير إبراهيم هندي : الأوراق المالية، أسواق رأس المال، مرجع سابق ص٧

حقوق الملكية = قيمة الموجودات- قيمة المطلوبات

عدد الأسهم عدد الأسهم

أما إذا وجدت الأسهم الممتازة فيكون سعر القيمة الدفترية :

القيمة الدفترية للسهم العادي= حقوق الملكية – حقوق الأسهم الممتازة

عدد الأسهم العادية[1]

وتشمل حقوق الملكية رأس المال المدفوع والاحتياطيات والأرباح المحتجزة وبالتالي فإنّ القيمة الدفترية للسهم تزداد بازدياد الأرباح وتطور الشركات وبالمقابل فإنّ خسارة الشركة تؤدي لانخفاض القيمة الدفترية علماً وأن القيمة الدفترية تساوي عند انطلاقة الشركة القيمة الاسمية.

٣-القيمة السوقية: وهي تمثل سعر السهم في السوق من خلال التداول وحجم التعامل وحركة البورصة وبالتالي تتحدد القيمة السوقية للسهم استناداً للمعطيات التالية:

١- القيمة الدفترية للسهم وهو ما يعبر عنه بحقوق الملكية.

٢- ظروف العرض والطلب وتوجيهات المضاربة في سوق المال.

٣- توزيعات الأرباح في نهاية العام فكلما ازداد ربح السهم كلما ازداد الطلب عليه وارتفع سعره.

٤- خطة الشركة وتوجهاتها المستقبلية وهي تعكس حالة الشركة وقدرتها على التطور والتوسع.

٥- توقعات المضاربين.

٦- ظروف الاقتصاد الوطني من تضخم ورواج أو كساد مما ينعكس إيجاباً أو سلباً على أسعار الأسهم.

وفي أكثر الأحيان تقترب القيمة الدفترية من القيمة السوقية استناداً للمعادلة التالية:

---

١ حسين علي بعربوش وعبد المعطي رضا أرشيد: الأسواق المالية،مكتبة الجامعة الأردنية، عمان ١٩٩٥ ص٤٧

معدل العائد الحقيقي (الفعلي) للسهم العادي= القيمة الاسمية × نسبة التوزيع للسهم / القيمة السوقية

مثال:

إذا فرضنا أن الشركة توزع أرباحاً نسبتها ٢٥% للأسهم العادية وكانت القيمة الاسمية ٥٠٠ليرة سورية والقيمة السوقية ٧٠٠ ليرة سورية فإن: معدل العائد الحقيقي للسهم =٥٠٠×٢٥% ÷ ٧٠٠=١٧.٨٥%.

مثال آخر:

إذا فرضنا أن شركة النماء توزع أرباحا بمقدار ١٠% سنويا للسهم وأن القيمة الاسمية للسهم هي ٥٠٠ ليرة سورية والقيمة السوقية هي ٧٠٠ ليرة فما هو معدل العائد الحقيقي؟

معدل العائد الحقيقي = ٥٠٠ × 0,10 / ٧٠٠ = ٧.١%

هذا يعني أن معدل العائد في الشركة الأولى يفوق شركة النماء لذلك سوف يتجه المضاربون للمضاربة بأسهم الشركة الأولى نظرا لارتفاع معدل العائد وسوف تنخفض القيمة السوقية لسعر سهم شركة النماء ويزداد سعر الشركة الأولى.

٤-القيمة حسب العائد: وهي تمثل القيمة التي يرغب المستثمر بحيازتها بحيث أن هذا العائد يجذب المضارب لحيازة هذا السهم وتساوي:

قيمة السهم حسب العائد = القيمة الاسمية للسهم × نسبة التوزيع / معدل العائد الذي يطلبه المستثمر

فلو أن المستثمر يرغب بالحصول على معدل عائد بحدود ٩% وأن القيمة الاسمية للسهم العادي هي ٥٠٠ ليرة سورية وأن الشركة توزع أرباحاً بمعدل ٢٥% فيكون السهم

قيمة السهم حسب العائد = ٥٠٠×٠.٢٥ = ١٣٨٨ليرة سورية

٠.٠٩

إن هذا المستثمر يشتري هذا السهم بمقدار ١٣٨٨ليرة نظراً لارتفاع العائد المتوقع منه.

يتمتع أصحاب الأسهم العادية بالحقوق التالية:

أ- يعتبر مالك السهم العادي من المالكين وبالتالي يحق له الترشيح لعضوية مجلس الإدارة والانتخاب.

ب- يحق لمالك السهم نصيباً من الأرباح الموزعة في نهاية السنة.

ج- يحق لمالك السهم في حالات الإصدار الجديدة أن يشتري الأسهم الجديدة المصدرة وذلك للحفاظ على مركز الشركة وعلى التصويت وانتخاب أعضاء مجلس الإدارة والحفاظ على الأرباح للأعضاء القدامى.

د- حرية البيع والشراء في الأسواق المالية للسهم دون أخذ موافقة باقي الشركاء على عكس شركات التضامن.

ه- يحق للمالك الحصول على جزء من نتائج التصفية عند إفلاس الشركة وذلك بحدود ما يملك من الأسهم وعادة ما تكون التصفية بنسبة من حجم الملكية ٥٠% مثلاً.

تحقق الأسهم العادية للشركة المزايا التالية:

١) لا تلتزم الشركة بدفع أرباح لحملة الأسهم إلا إذا تحققت وقامت الشركة بالتوزيع في نهاية العام.

٢) تعتبر الأسهم العادية وسيلة تمويل طويلة الأجل لأن صاحب السهم يعتبر بمثابة المالك ولا يستطيع المطالبة برد قيمة السهم.

٣) تعتبر الأسهم حق من حقوق الملكية وهي تمثل ضماناً للدائن ومن جهة ثانية كلما انخفضت مديونية الشركة مقابل الأسهم وحقوق الملكية كلما ازدادت الثقة

بالشركة والعكس صحيح كلما ازداد حجم الديون إلى الأسهم كلما ضعفت الثقة بالشركة.

٢. الأسهم الممتازة: Preferred Stock

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية وله قيمة اسمية ودفترية وقيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، ولا يحدد للسهم الممتاز تاريخ للاستحقاق إلا أنه قد ينص على استدعائه في وقت لاحق كما هو الحال في السندات.

تصدر الشركات المساهمة هذا النوع من الأسهم ليتناسب مع أذواق بعض المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على دخل ثابت، كما وتصدرها الشركات بدلاً من إصدار السندات التي يتعين لها موعد محدد للسداد في حين لا يتم تحديد موعد استحقاق للأسهم الممتازة، وبالتالي ليس لها تكلفة بالنسبة للشركة كما لا تخفض الضريبة بل تعطى حصتها من الأرباح بعد دفع الضرائب المترتبة على الشركة لوزارة المالية .

أما نقاط الخلاف بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة فهي:

١- تعتبر الأسهم العادية أكثر شيوعاً وانتشاراً في حين يكون انتشار الأسهم الممتازة أقل من العادية.

٢- لا يشترك أصحاب الأسهم الممتازة في الإدارة في حين يحق لحامل السهم العادي الاشتراك (الترشيح والانتخاب).

٣- يحصل أصحاب الأسهم الممتازة على الأرباح قبل أصحاب الأسهم العادية.

٤- يحصل أصحاب الأسهم الممتازة في حال تصفية الشركة على قيمة الأسهم قبل أصحاب الأسهم العادية ولا يحق لأصحاب الأسهم العادية الحصول على نصيبهم إلا بعد سداد الالتزامات المترتبة على الشركة.

٥- تتعرض أسعار الأسهم العادية للصعود والهبوط أكثر من الأسهم الممتازة.

٦- تعتبر الأسهم الممتازة أقل خطورة بالنسبة للمستثمر من الأسهم العادية التي تتعرض أسعارها للتذبذبات.

تصدر الشركة المساهمة عدة أنواع من الأسهم الممتازة أهمها:

- أسهم ممتازة من حيث الدخل ومجمعة الأرباح.
- أسهم ممتازة من حيث التصويت في الجمعية العمومية.
- أسهم ممتازة من حيث قابلية التحويل إلى أوراق مالية أخرى.
- أسهم ممتازة لحاملها.

وبما أن سوق المال قد تطور فقد تطورت معه قدرات الشركات على خلق أصول مالية متطورة وتلبي رغبات المستثمرين.

٣. السندات: Bonds

تعتبر السندات التي تصدرها الشركات بمثابة اتفاق بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض) حيث يحدد في نص الاتفاق الفائدة والمبلغ وزمن الوفاء ومعلومات أخرى إضافية وعادة ما تكون السندات التي تصدرها الشركات ذات فائدة أكبر من الفائدة السائدة في السوق وذلك بهدف بيعها بسرعة وتلبية احتياجات الشركة التي تحتاج الأموال[١].

ونظراً لتملك المستثمر أكثر من سند وورقة مالية لذلك يعهد إلى وكيله وعادة ما يكون مصرفاً بتحصيل قيمة الورقة زمن السداد.

والسؤال المطروح: متى تلجأ الشركات ومنشآت الأعمال لإصدار السندات؟ وهل هي ذات تكلفة مرتفعة أم منخفضة وكيف تستفيد الشركة منها؟

---

١ محسن أحمد الخضيري : كيف تتعلم البورصة في ٢٤ ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع القاهرة ٢٠٠١ ص٦٠-٦١

إن لجوء الشركات لإصدار سندات الدين يكون بهدف تمويل الإنتاج أو التسويق لأنها بطبيعة الحال هي سندات قصيرة لا تتجاوز السنة وفي بعض الأحيان تكون طويلة الأجل كما وأن المقارنة بين أسعار الفائدة على القروض المصرفية وأسعار الفائدة لهذه السندات هي التي تجعل الشركة تقبل هذا النمط من التمويل فإذا كانت أسعار الفائدة على السندات أقل تلجأ الشركة لإصدارها وبالمقابل إذا كانت تكلفتها أعلى من تكلفة القرض تلجأ الشركات للقروض المصرفية، إضافة لذلك هناك بعض الشركات المتعثرة أو التي لا تستطيع الحصول على القروض المصرفية لسبب ما فهي مضطرة لإصدار السندات لكي تمول مشاريعها وبرامجها الإنتاجية أو الخدمية.

تصدر الشركات المساهمة عدة أنواع من السندات أهمها:

أ- السند لحامله bearer bond وهو ورقة مالية قابلة للتداول عن طريق التنازل ويحصل حاملها على القيمة زمن السداد.

ب- السند المسجل باسم المستثمر حيث يحق لصاحبه المسجل باسمه تحصيل الفائدة أو تحصيل السند عند حلول الأجل ويحقق هذا النوع الحماية للمالك من السرقة أو الضياع.

١- خصائص السندات:

تتمثل خصائص السندات للمستثمر كما يلي:

١-من حيث المخاطر: تعتبر السندات أقل الأوراق المالية مخاطرة لأنها توفر لحاملها الحق في الحصول على حقه قبل حملة الأسهم في حالات التصفية.

٢-من حيث الدخل: يوفر السند لحامله دخلاً مستقراً يتمثل بسعر الفائدة.

٣-من حيث الرقابة: لا يتدخل صاحب السند بالشؤون الإدارية للشركة وليس له حق الترشيح والانتخاب.

٤-يحق لصاحب السند بيعه في السوق المالية عند ما يريد التخلي عنه.

٥-من الناحية المالية يعتبر السند قرضاً قصيراً أو متوسطاً أو طويل الأجل حسب نوعه وبالتالي يحصل صاحبه على فائدة فقط وعادة ما تحمل على حساب الأرباح والخسائر وبالتالي تخفض من الأرباح قبل الضريبة أي أنها ذات تكلفة أقل من الأسهم.

٢-تحسب تكلفة السندات كما يلي:

التكلفة الاسمية للسند سنوياً = معدل الفائدة الاسمي × القيمة الاسمية للقرض.

مثال:

أصدرت الشركة المتحدة للغزل والنسيج المساهمة سندات دين قيمة السند بمقدار ١٥٠٠ ليرة وبمعدل فائدة اسمي٠,٠٨ كما أصدرت سنداً آخر بقيمة ٢٠٠٠ ليرة بفائدة 0,075، احسب تكلفة كل من السندين؟

التكلفة الاسمية = معدل الفائدة الاسمي × قيمة السند

تكلفة السند الأول = ١٥٠٠ ليرة × 0,08 = ١٢٠ ليرة

تكلفة السند الثاني = ٢٠٠٠ ليرة × 0,075 = ١٥٠ ليرة

إن التكلفة تختلف بين السندات استنادا لقيمة السند ولمعدل الفائدة الذي تدفعه الشركة لكل سند.

$$\text{معدل فائدة السند} = \frac{\text{القيمة الاسمية} - \text{القيمة السوقية}}{\text{القيمة السوقية}}$$

مثال:

قامت شركة فنادق الشام بطرح سندات دين لمن يرغب من المستثمرين فحددت سعر السند الاسمي بمقدار ١٠٠٠ ليرة سورية وباعت الشركة السند بمقدار ٩٥٠ ليرة سورية فما هو معدل الفائدة؟

معدل الفائدة = $\frac{٩٥٠ - ١٠٠٠}{٩٥٠} = \frac{٥٠}{٩٥٠} = \%٥.٣$

وبفرض أن الشركة لم تستطع تسويق السند بمقدار ٩٥٠ ليرة أي اضطرت لتسويقه بمقدار ٩٠٠ ليرة فما هي فائدة السند حسب القيمة الجديدة؟

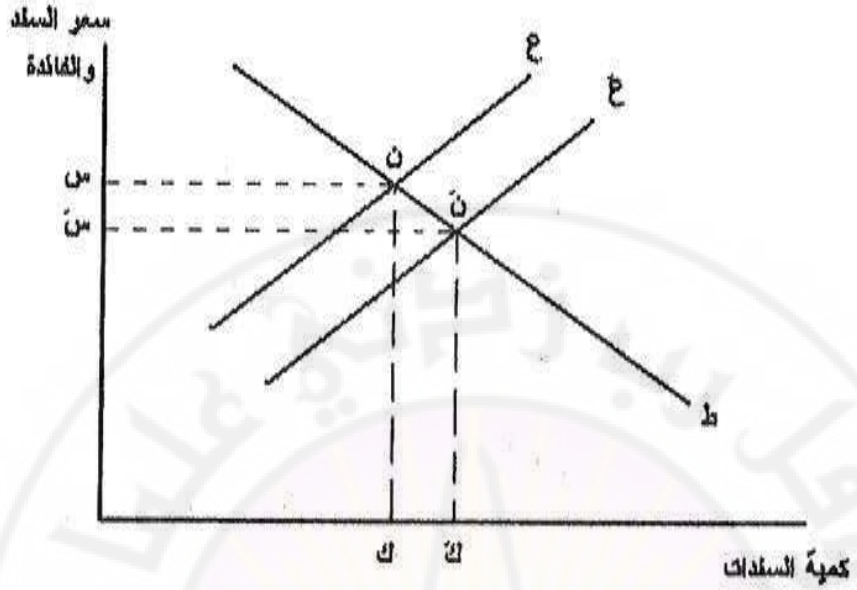
معدل الفائدة = $\frac{٩٠٠ - ١٠٠٠}{٩٠٠} = \frac{١٠٠}{٩٠٠} = \%١١.١$

وبفرض أن الشركة لم تستطع في إطار العرض الكبير والمنافسة بيع السند إلا بمقدار ٨٠٠ ليرة للسند فما سعر الفائدة المحدد؟

معدل الفائدة = $\frac{٨٠٠ - ١٠٠٠}{٨٠٠} = \frac{٢٠٠}{٨٠٠} = \%٢٥$

استنادا إلى ذلك نصل إلى النتيجة التالية:

تؤدي التغيرات في أسعار السندات إلى تغيرات في أسعار الفائدة، فكلما ارتفعت قيمة السندات كلما انخفض سعر الفائدة، وبالمقابل كلما انخفضت أسعار السندات كلما ارتفعت أسعار الفائدة وتزداد نسبة المخاطرة ويزداد الطلب ويوضح ذلك الشكل البياني التالي:



يلاحظ من الشكل البياني ما يلي:

عندما كان عرض السندات منخفضا كان التوازن عند تقاطع منحني العرض مع منحني الطلب في النقطة ن حيث توضح ن بأن سعر السند هو ٩٠٠ ليرة وسعر الفائدة س هو ١١.١%.

أما عند ازدياد عرض السندات فقد انتقل منحني العرض من ع إلى عَ وبالتالي أصبحت نقطة التوازن عند نَ والتي تشير إلى انخفاض في القيمة السوقية للسند من ٩٠٠ ليرة إلى ٨٥٠ أي من س إلى سَ أي وبالمقابل يرتفع سعر الفائدة من ١١.١% إلى ١٧.٦%.

إن عرض السندات والطلب عليها يؤثر على كافة الأنشطة لذلك يعتبر السند أكثر حساسية للتعامل والبيع والشراء من السهم.

وعند دراسة تكلفة الإقراض تأخذ المنشأة بالحسبان تكاليف الفرصة البديلة وتقارن مصادر التمويل والعوائد على الاستثمار وتصل إلى قرار التمويل إما عن طريق

السندات أو الأسهم أو أي مصدر آخر[1] وتستطيع المنشأة إذا وجدت مصادر أخرى للتمويل أقل من السندات القيام بشراء سنداتها من الأسواق المالية ويعني ذلك حلول الأجل بشكل مبكر وبالتالي توفير الفائدة التي تدفعها لتلك السندات ودفع فوائد أقل لمصدر التمويل الجديد خاصة إذا كان قروضاً مصرفية أو غيرها.

٤. السندات الحكومية: Treasury Bonds

يقصد بالأوراق المالية الحكومية Government Securities صكوك المديونية التي تصدرها الدولة بهدف الحصول على موارد إضافية لتمويل عجز الموازنة العامة أو لجمع النقود الفائضة في حال محاربة التضخم.

ويعتبره البعض بمثابة قرض عام يقدمه الأفراد للدولة مقابل تحديد فائدة معينة وفترة زمنية للسداد وعادة ما تحمل القروض العامة مزايا إضافية تشجع الأفراد على الاكتتاب بها.[2]

وتقسم السندات الحكومية إلى نوعين:

١-أذون الخزينة وهي سندات حكومية تتراوح مدتها بين ٣أشهر إلى السنة وعادة ما تكون أقل من سنة وذلك لتمويل النفقات الحكومية السريعة.

٢-سندات الخزينة وهي قروض متوسطة أو طويلة الأجل وعادة ما تصدرها الدولة لتمويل عجز الموازنة المزمن ويحق لحامل السند تداوله في سوق الأوراق المالية وهناك بعض السندات التي لا تسمح الحكومة بتداولها وفي حال احتاج صاحبها للمال يعود للخزينة العامة ليحصل على قيمة السند.

يوجد في سورية من هذه السندات وهي شهادات الاستثمار بكافة أنواعها:

---

١ عبد الغفار حنفي: البورصات، المكتب العربي الحديث، جامعة الإسكندرية، ١٩٩٥، ص٢١٥-ص٢١٧.

٢ المؤلف: اقتصاديات المال والسياسيين المالية والنقدية، دار الحسنين للنشر، دمشق ١٩٩٧ ص١١٨

أ-شهادة الاستثمار فئة أ وهي ذات فائدة تراكمية ومدتها ١٠ سنوات.

ب-شهادات الاستثمار فئة ج وهي ذات الجوائز أي لا يحصل حامل الشهادة على فائدة، وإنما ينتظر حظه من الجوائز وتعتبر هذه الشهادات سندات دين عامة يعود ريعها للدولة حيث تمول من خلالها مشاريع إنتاجية أو خدمية، ويستطيع صاحب الشهادة استردادها في أوقات الحاجة لكنه يخسر الفائدة المحددة للشهادة، ويقوم مصرف التسليف الشعبي بتسويقها لوزارة المالية مقابل عمولة ٠,٠٠٥ أي تباع حالياً في سوق الإصدار الأولي.

ثانياً: الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد:

يقصد بسوق النقد للأوراق المالية Money Market Securities السوق الثاني الذي يضم المؤسسات المالية المتخصصة بالسمسرة والبنوك التجارية ومؤسسات ترويج الاكتتاب والصناديق التي تتخصص بالعمل التجاري وغيرها، والتي تتعامل بالأوراق المالية قصيرة الأجل وعادة ما تكون الأرباح والخسائر منخفضة في الأوراق المالية قصيرة الأجل وأهم هذه الأوراق :

١. شهادات الإيداع القابلة للتداول: Negotiabl Certificates Deposit

هي أوراق مصرفية تصدرها المصارف تمثل أداة دين لحاملها يتحدد في متن الورقة المبلغ وسعر الفائدة وزمن السداد ويحق لحاملها التصرف بها عن طريق البيع أو التنازل، وعادة ما يكون سعر الفائدة لهذه الشهادات أعلى من الودائع المصرفية العادية أو حتى الشهادات المصرفية غير القابلة للتداول.

إن هذه الشهادات تعد بمثابة الودائع الآجلة في المصارف وبالتالي لا يجوز استردادها قبل تاريخ الاستحقاق، لذلك يتم التعامل بها مع بيوت السمسرة والمؤسسات المالية المتخصصة بمثل هذه الأوراق المالية.

٢. الكمبيالات المصرفية: Bankers Acceptances

هي تعهد كتابي بإعادة مبلغ ما اقترضه شخص ما من أحد البنوك، ويمكن للبنك الاحتفاظ بالتعهد ويتضمن هذا التعهد المبلغ المقترض وسعر الفائدة وتاريخ الاستحقاق ويستطيع صاحب التعهد بيعه ويمكن أن يتم التداول بهذه الكمبيالة بين عدة تجار أو بيوت السمسرة.

٣. القبولات المصرفية:

هي أدوات دين تصدرها المصارف التجارية وذلك لتسهيل عمليات الاستيراد والتصدير والتعامل التجاري بين التجار المحليين والأجانب ومضمونها (يقوم أحد التجار بطلب بضاعة من شركة ألمانية ويتقدم بعدها للمصرف التجاري السوري يطلب كفالة لدفع قيمة البضاعة فيقوم المصرف التجاري السوري بإعطاء قبول للتاجر يحرره على المصرف المراسل في ألمانيا يتضمن فترة زمنية للتسديد وعند شحن البضاعة تتسلم الشركة الألمانية القبول مقابل البضاعة وفي زمن الاستحقاق تتقدم لتحصل على القيمة من المصرف المراسل، وفي حال اضطرت الشركة للأموال تبيع القبول بأسعار أقل فتحصل على النقود مباشرة وهكذا تباع هذه القبولات وتشرى بهدف الحصول على العائد المتمثل بأجزاء من أسعار الفائدة).

٤ – الأوراق التجارية: Commercial Papers

هي أحد أشكال الائتمان التجاري حيث تصدرها شركات الأعمال ويتعهد أحد المصارف بدفع قيمتها حسب الزمن المحدد في الكمبيالة وعادة ما تكون مضمونة من قبل الشركات ويكون لهذه الشركة حساب لدى المصرف أو حصلت من المصرف على إمكانية تمويل مثل هذه الأوراق ولهذه الورقة عدة مزايا:

- أن تكون مضمونة من قبل المنشأة التي أصدرتها.

- التزام المصارف بسداد القيمة عند حلول الأجل .
- تساعد هذه الأوراق على تنشيط التجارة وتنشيط السوق الثاني للتعامل بهذه الأوراق قصيرة الأجل.
- تنشر الأسواق المالية نموذجاً للشركات التي تصدر مثل هذه الأوراق وذلك حماية للمستثمر وضمان التعامل بمثل هذه الأوراق.

٥- قـــرض فـــائض الاحتيـــاط الإلزامـــي: Surplus Reserve Requirement

إذا توفر الفائض في الاحتياط الإلزامي لدى البنوك يمكن أن تقوم بإقراضه لمصارف أخرى تحتاج لهذا الفائض وعادة ما تكون مدة هذا القرض يوم أو ليلة أو عدة أيام لحين توفر السيولة لدى المصرف المقترض لكن تطور العمل التجاري وتوسع مجالات التوظيف والاستثمار قد أدى لتوسع عمليات اقتراض المصارف من بعضها البعض، وفي هذا المجال يقوم المصرف المركزي بتنظيم هذه القروض وإصدار التعليمات اللازمة لها.

٦- قرض الدولار الأوربي: Euro - Dollar

ظهرت سوق الدولار الأوربي على أثر قيام الاتحاد السوفيتي عام ١٩٥٧ بنقل جزء كبير من أرصدته بالدولار من مصارف أمريكية إلى مصارف في لندن خشية من تجميد تلك الحسابات وعلى أثر ذلك قامت الولايات المتحدة بوضع تنظيمات مصرفية لحل هذه المشكلة، وفي فترة الستينات ظهرت تنظيمات جديدة سميت تنظيم Q عام ١٩٦٧ سمحت للمصارف الأمريكية برفع سعر الفائدة إلى أعلى من الأسعار التي حددها المصرف المركزي وذلك بهدف تخفيض حركة انتقال الدولار من أمريكا إلى أوربا، لكن المصارف الأمريكية وجدت أن إقامة فروع لها في أوربا يساعدها على تجاوز سعر الفائدة المحدد والسعر الأعلى المقرر ونظراً لاكتشاف ذلك بعد فترة تم

الإقلاع عن نظام Q الذي حدد سعر فائدة أعلى وكمية احتياط إلزامي محدد لذلك نشأت سوق جديدة للدولار في أوربا تستفيد من فروقات سعر الفائدة ومن فروقات الاحتياط الإلزامي للمصارف الأمريكية وظهر فيما بعد سوق عمليات كبرى بحدود مليون دولار لكل عملية وأصبح كبار المقاولين والشركات والموسسات المالية يتعاملون بهذه المعاملات والأصول المالية وأصبحت تباع في سوق المال.[1]

وبالتالي فإن قرض الدولار الأوربي يشكل ورقة مالية يتعامل بها كبار المتعاملين والشركات بالدولار تصدر عن صاحب الحساب في مصرف أمريكي ويتم تداولها في أسواق لندن وغيرها وذلك نظراً لتباين سعر الفائدة بين السوقين ونشأ فيما بعد سوق للعملات الأوربية موازياً لسوق الدولار الأوربي كما ظهر في الوقت الحاضر سوق اليورو بين الاتحاد الأوربي والأسواق الأخرى كاليابان وشرق آسيا والولايات المتحدة الأمريكية.

٧- اتفاقيات إعادة الشراء: Repurchase Agreement

وتعني أن يلجأ أحد التجار إلى أحد السماسرة المتخصصين في هذه الاتفاقيات ليقترض منه مبلغاً من المال لمدة يوم أو ليلة أو بضعة أيام وبموجب هذا الاتفاق يبيع التاجر للمستثمر بصفة مؤقتة أوراقاً مالية بما يعادل قيمة المبلغ الذي يحتاجه كما يقوم في نفس الوقت بإبرام صفقة إعادة شراء تلك الأوراق المالية من ذات المستثمر بسعر أعلى قليلاً من السعر الذي باع له هذه الأوراق على أن تنفذ الصفقة في الموعد المحدد الذي تنتهي به حاجة التاجر للأموال التي سبق وحصل عليها، ويعتبر فرق القيمة بين البيع والشراء بمثابة فائدة على الأموال المقترضة وإن كان هذا لا يمنع من إجراء عقديْ البيع والشراء بذات القيمة على أن يحصل المستثمر على فائدة يحدد معدلها مسبقاً .

---

١. فرانسوا الرو : الأسواق والرساميل الدولية، الموسسة الجامعية للدراسات بيروت ١٩٩١ ترجمة حسن الضيقة ص٦١-٦٥

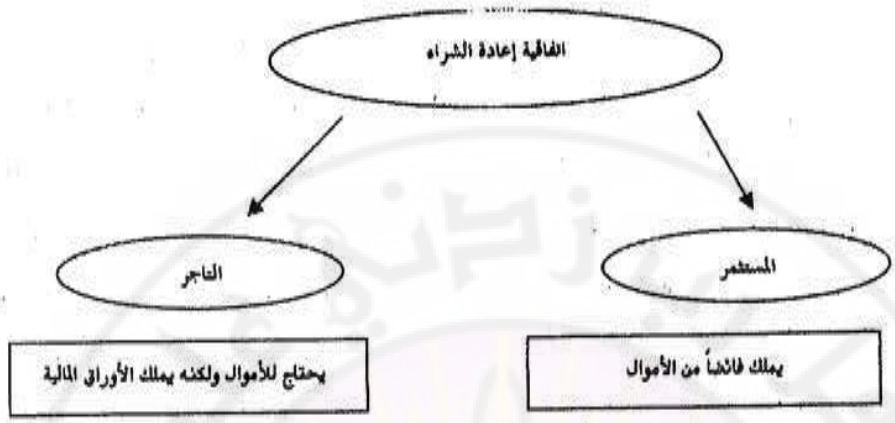
إن اتفاق إعادة الشراء يمثل قرضاً قصير الأجل بضمانة الأوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق.

٨- أذون الخزينة: Treasury bills

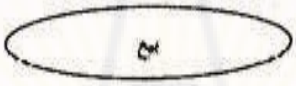
تمثل أذون الخزينة أوراقاً مالية حكومية قصيرة الأجل تتراوح مدتها بين ٣ الى٩ أشهر وعادة لا تتجاوز السنة ويتحدد في هذه الورقة فترة الاستحقاق ومعدل الفائدة، وعادة ما تصدرها الحكومات لتمويل النفقات الحكومية خلال السنة ريثما تحصل على الإيرادات الناجمة عن الضرائب.

وقد تلجأ الحكومات لاستردادها قبل فترة استحقاقها في حال توفر الإيرادات وقد تطول الفترة، وقد شكلت هذه الورقة مادة هامة في سوق النقد نظراً لحاجة الحكومة للنقد وحاجة المستثمرين للمضاربة، وقد سبقت الإشارة للسندات الحكومية.

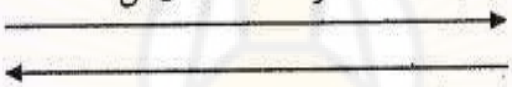
Damascus University



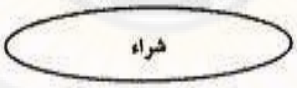
عقد بيع أوراق مالية بمقدار ١٠٠ ألف ل.س



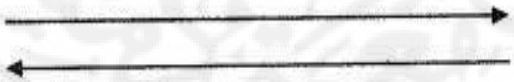
يسدد المستثمر ١٠٠ ألف ل.س



عقد شراء الأوراق المالية بمقدار ١٠١٠٠٠٠ ليرة



يسدد التاجر للمستثمر ١٠١٠٠٠٠ ليرة



الفصل الثالث

إدارة البورصة ومؤسساتها

مقدمة:

تعتبر بورصة الأوراق المالية من أهم أقسام السوق المالي لأنها رسمية ومحكومة بآلية عمل محددة وفيها من القواعد والأحكام والإجراءات ما يجعلها سوقاً مقيدة ومراقبة تتيح المعلومات للجميع بحيث لا يستطيع أي مضارب أو مستثمر مهما كان حجم علاقاته الحصول على المعلومات قبل غيره ليحقق الأرباح غير النظامية.

إن رقابة السوق تتمثل بمجموعة من الأدوات والإدارات والأقسام بحيث تستطيع إدارة البورصة مراقبة كافة العمليات لمنع حوادث الغش والتدليس سواء من قبل الأعضاء العاملين في البورصة أو من قبل الشركات المساهمة التي يتم تداول أسهمها في البورصة.

وتساهم إدارة البورصة في إنجاز وتحقيق الأهداف التالية:

١- تسهيل عمليات بيع وشراء الأوراق المالية وتسجيل الصفقات بشكل نظامي في السجلات العامة في البورصة.

٢- إعلان أسعار البيع للجميع وذلك من خلال لوحات الإعلان أو من خلال اللوحات الالكترونية التي وجدت في البورصة حديثا.

٣- يحقق التعامل العلني على الأوراق المالية وضع أية عمليات غش لأن التسجيل في لوحات العرض يوضح حجم كل صفقة والأسعار بشكل واضح.[1]

---

[1] محمد عثمان إسماعيل حميد : أسواق رأس المال، مرجع سابق ص ٥٥

٤- تسجيل الأعضاء العاملين (السماسرة والتجار) في سجلات البورصة لأن الأفراد لا يستطيعون القيام بعمليات المضاربة مباشرة بل عن طريق السماسرة أو المتخصصين.

٥- معاقبة المخالفين ممن يحصلون على معلومات سرية أو من يخالف أنظمة العمل أو يخالف طريقة الشراء وما شابه ذلك.

أولا- أعضاء بورصة الأوراق المالية:

يقتصر امتياز التعامل في أسواق المال على المحترفين، حيث لا تقبل فاتورة بيع أو شراء للأوراق المالية إلا إذا كانت صادرة عن سمسار معتمد طبقا للقانون، فالعمليات التي تجري في سوق الأوراق المالية لا تعد صحيحة إلا إذا تمت عن طريق السماسرة المعتمدين في القائمة المعتمدة في لجنة السوق، وينبغي على كل سمسار يريد العمل في سوق الأوراق المالية أن يسجل حسب الأصول النظامية التي تحددها إدارة البورصة وعليه أن يحقق كافة الشروط ويلتزم بالقوانين والإجراءات لكي يستطيع العمل ويساهم في نجاح التعامل في السوق.

- السماسرة: وهم مجموعة من الاختصاصيين في الشؤون المالية لديهم الخبرة والكفاءة في التعامل (بيع وشراء الأوراق المالية) وطرق تداولها وطرق تحصيل كوبوناتها إلى جانب حيادهم التام في عقد الصفقات.[1]
- يحظر على السماسرة التعامل بأسمائهم ولحسابهم طبقاً للائحة العامة في البورصات وهم إلى جانب ذلك يخضعون لشروط محددة ودقيقة عند السماح لهم بالتسجيل في البورصة فكلما كانت نوعية السماسرة جيدة وكانت كفاءتهم متميزة كلما ساهم ذلك في تطبيق القوانين والإجراءات وتحقيق سلامة التعامل.
- تقدم بيوت السمسرة للعملاء والمستثمرين الخدمات التالية:

---

[1] زينب حسن عوض الله: اقتصاديات النقود والمال، مرجع سابق ص ١٩٧

١. حفظ وحماية الأوراق المالية التي يشتريها العميل في خزن خاصة لـــديهم وبالتالي لا حاجة للعميل لكي يحضر الأوراق معه كل مرة في حـــالات البيع والشراء.

٢. توفير المعلومات وخاصة أحدث المعلومات عن الأوراق الماليـــة وذلـــك حسب تقارير الخبرة وتطورات السوق.

٣. تقديم النصح والمشورة للعملاء فإذا قرر العميل شراء ورقة مالية راكدة أو معرضة للخسارة تقوم بيوت السمسرة بتقديم النصائح بحيث تجنب العميل الخسارة المحتملة.

٤. إدارة المحفظة الاستثمارية للعميل بحيث تقوم بيوت السمسرة بتنويع المحفظة بالأوراق المالية المتميزة والرابحة بهدف تحقيق الدخل وارتفاع الثمن معاً.

٥. تقديم خدمات أخرى في البيع والشراء والتسهيلات الائتمانية وغيرها.

- يتم التعامل داخل البورصة من خلال أعضاء البورصة وهم نوعان:

١- الأعضاء العاملون

٢- الأعضاء غير العاملين

آ- الأعضاء العاملون في البورصة:

الأعضاء العاملون في البورصة هم مجموعة من السماسرة يسجلون فيها حسب الأنظمة والقوانين الناظمة لهذه المهنة ويجب أن يتمتع السمسار بمجموعـــة مـــن المواصـــفات والخبرات إلى جانب كونه يحمل الشهادات العلمية التي تؤهله العمل في هذه الســـوق ويقسم السماسرة إلى الفئات التالية:

١- السماسرة بالعمولة: Discount Broker

يقصد بسمسار الخصم: السمسار الذي يقدم الحد الأدنى من الخدمة لعملائه والـــتي تتمثل في الأعمال الكتابية الخاصة بالبيع والشراء مقابل عمولة، حيث يكون في هـــذا النوع من التعامل الوكيل أو التاجر حرا في اتخاذ قراراته ولا يحتاج لخـــبرة ومشـــورة

السمسار. فإذا أراد مستثمر شراء أسهم شركة معينة ولتكن شركة النماء المساهمة للصناعة وقد حدد مقدار الصفقة بألف سهم يأتي بعدها إلى السمسار فيطلب منه شراء الصفقة فيقوم السمسار بإجراءات الشراء والتسجيل ودفع الثمن.

٢- سمسار الصالة أو المقصورة:

وهو شخص متخصص في تنفيذ طلبات البيع والشراء للأوراق المالية التي يعهد بها إليه زملاؤه السماسرة مقابل عمولة محددة، أي يقوم هذا السمسار بخدمة زملائه الذين لديهم ضغط عمل، كما لا يحق لهذا السمسار ممارسة أعمال سمسرة أخرى.

٣- تجار الصالة:

وهم مجموعة من المضاربين المسجلين في البورصة يقومون بعمليات البيع والشراء للأوراق المالية لحسابهم الخاص بهدف تحقيق الأرباح، وغالبا ما تكون هذه الشريحة كبيرة في البورصات الكبيرة المتطورة مثل (بورصة نيويورك- طوكيو- لندن- فرانكفورت.....)، أما البورصات الصغيرة وغير المستقرة فإنها لا تساعد هؤلاء على العمل لذلك يكون عددهم قليلاً مقارنة مع البورصات الكبرى.

٤- المتخصصون: Specialist

هم نوع من السماسرة الذين يتخصصون في التعامل بنوع معين من الأوراق المالية مثل الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، السندات، السندات الحكومية.....وغيرها.

يجمع هؤلاء السماسرة بين تجار الصالة وسمسار المقصورة، ولا يحق لهم ممارسة العمل لحساب عملائهم ويعتبر هذا النوع من الأعضاء العاملين من أهم الفئات العاملة في البورصة للأسباب التالية:

أ- يحق لهذه الفئة الاطلاع على أوامر البيع والشراء للورقة أو الأوراق المالية التي يتخصصون بها قبل غيرهم أو دون الآخرين.

ب- يستطيع من خلال الخبرة تحديد الأسعار للأوراق المالية التي يتعامل بها وذلك لقدرته في التأثير على حركة التعامل لهذه الورقة، فيقال: حدد سعيد

المتخصص في الأسهم الممتازة سعر سهم شركة العاديات بمبلغ ١٦٥٠ ليرة وبذلك لا يستطيع أحد تجاوز هذا السعر أو المضاربة بأكثر من ذلك في هذا اليوم.

ت- يمتلك هؤلاء إمكانيات كبيرة تؤهلهم التأثير في حركة الورقة المالية التي يتعاملون بها.

٥- السماسرة والمتعاملون بالصفقات الصغيرة:

وهم فئة من السماسرة يتعاملون بالصفقات الصغيرة بحدود ١٠٠ سهم وتعمل لحساب بيوت السمسرة، فقد يعهد بيت من بيوت السمسرة لهذا السمسار أن يشتري له بعض الصفقات الصغيرة في حال واجهته خلال التعامل اليومي.

إضافة إلى هذا النوع من الأعضاء العاملين يوجد بعض الموظفين أو المندوبين يساعدون السماسرة في عملهم ويسمى (المندوب الرئيسي) ويعمل موظفاً لدى السمسار لمعاونته على تنفيذ الأوامر بالمقصورة.

كما ويوجد حلقة وسطاء أخرى تعمل لدى السمسار وتكون حلقة اتصال بينه وبين العملاء لجلب الزبائن إلى السمسار نفسه.

ب- الأعضاء غير العاملين:

وهم كبار المتعاملين في البورصة في البيع والشراء ولا يتواجدون في المقصورة وأهم هذه الفئات:

١- **الأعضاء المنضمين:** وتتألف هذه الشريحة من المصارف وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والشركات التي تعمل في الاستثمار في الأوراق المالية والمضاربة.

٢- **الأعضاء المراسلين:** وهم مجموعة مضاربين يعملون في البورصات الأجنبية ويمارسون نشاطهم في دولة أخرى عن طريق سمسار وطني معتمد في بورصة الدولة وتعتبر هذه المجموعة من أخطر المجموعات في البورصة للأسباب التالية:

أ- تضارب هذه الفئة في الأوراق المالية ذات الصلة بالشركات الأجنبية أسهم شركات متعددة الجنسيات مثلا.

ب- تغادر البلاد في حالات الأزمة مما يزيد من حدة الهبوط في الأسعار.

ج- تزيد حركة الشراء في حالات الارتفاع بحيث يساعد ذلك على ارتفاع الأسعار دون المبرر الاقتصادي وكأنهم يساعدون في افتعال الأزمة.

٣- **مكاتب الاستشارات المالية:** وهي مراكز بحث علمي تقوم بدراسة الأسواق والمستوى العام للأسعار وسياسات الحكومة وتطور أوضاع الشركات العاملة في البورصات أو المسجلة في البورصات وتقدم الخبرة والمشورة للمضاربين وتنصحهم بالمضاربة على بعض الأوراق المالية ويكون ذلك مقابل عمولة معينة.

ثانيا- الإدارة والتنظيم الإداري في البورصة:

إن الأعمال والنشاطات الإدارية التي مارستها التنظيمات المختلفة عبر التاريخ كانت ترمي إلى تحسين المستوى المعاشي للأفراد أولا وتحسين ظروف المعيشة للمجتمع ككل ثانيا ولتحقيق هذه الأهداف لابد من استخدام المفاهيم الإدارية العلمية التي تتناسب مع طبيعة كل نشاط من الأنشطة الإنتاجية أو الخدمية وتتناسب مع طبيعة كل مرحلة من مراحل التطور الإداري، فالإدارة تأخذ بالمفاهيم الاقتصادية والسياسات لأنها تشكل أداة من أدوات السياسة الاقتصادية الكلية. وتلتزم التنظيمات الإدارية بالأنظمة والقوانين التي تحددها الدولة وتسعى بالمقابل إلى تطوير الأداء وتحديث الأنظمة والإجراءات لتكون منسجمة مع التطور المنشود.

إن تنظيم العمل والإجراءات وتحديد المستويات الإدارية والعلاقات الداخلية فيما بينها ومع العالم المحيط بما يساهم بشكل فعال في إنجاح المنظمة وتطوير عملها ويساهم في إنجاح القطاع الذي تضمه هذه المنظمة ويخلق بذلك الآثار الايجابية للاقتصاد الوطني بشكل واضح.

تسعى جميع القوانين التي تنظم عمل البورصات إلى الدخول في التفاصيل لكي تـــنظم العمل الإداري من جهة وتضمن سلامة التنفيذ من جهة أخرى ويلاحظ بأن لأسواق المال عادة مجلس إدارة للسوق يشرف على عمل السوق ويراقبه إضافة إلى التقسيمات الأخرى ضمن الهيكل الإداري.

مما تقدم يلاحظ بأن تنظيمات سوق الأوراق المالية تتضمن المستويات التالية:

١. الجمعية العمومية للبورصة (الهيئة العامة):

وتضم الهيئة العامة للبورصة جميع الأعضاء العاملين في البورصة والأعضاء غير العاملين وخاصة الأعضاء المنضمين المتمثلين في المصارف وشركات التأمين وصناديق الاستثمار ومؤسسات ترويج الاكتتاب والمؤسسات المالية العاملة في السوق.

تجتمع الهيئة العامة مرة كل عام ويمكن أن تجتمع مرة أو أكثر بدعوة من رئيس مجلس إدارة السوق وذلك في الظروف الطارئة، وتتألف مهام الهيئة العامة من:

أ- انتخاب مجلس إدارة السوق.

ب- الاطلاع على تقرير مجلس الإدارة عن عمل السوق خلال العام.

ت- التصديق على الحسابات الختامية.

ث- دراسة كل إمكانيات تطوير السوق وتحديد التوجهات المستقبلية لعمل السوق ورفع كفاءتها.

تشكل هيئة السوق كما هو الحال في كل شركة مساهمة السلطة العليا وتكون صاحبة الحق في تحديد التوجهات المستقبلية ورسم معالم تطور السوق، وعـــادة مـــا تتمثـــل السلطات الحكومية في الهيئة العامة إما في المصرف المركزي أو وزارة الماليـــة وذلـــك بهدف ضمان الاستقرار وتجنب المخالفات التي قد تؤدي لحدوث الأزمات.

٢. مجلس الإدارة (لجنة البورصة):

يتكون مجلس الإدارة في البورصة من ١٧ عضواً في البورصات الكبيرة و٩ أعضاء في البورصات الصغيرة تتوزع على الشكل التالي:

آ - تسعة أعضاء من السماسرة والمضاربين في سوق المال.

ب- خمسة أعضاء من الأعضاء المنضمين (المصارف وشركات التأمين ومؤسسات الترويج وصناديق الاستثمار).

ج- ثلاثة أعضاء يعينهم الوزير المختص المشرف على البورصة وعادة ما يكون هؤلاء من الاختصاصات والخبراء في سوق المال.

ويعتبر مجلس الإدارة السلطة التشريعية والرقابية العليا في البورصة وصاحب الحق في تطوير العمل وتحديد المستويات الإدارية الأخرى ومنحها الصلاحيات التي يراها مناسبة وتحتاجها طبيعة العمل في السوق.

ويعتبر بالمقابل مسوولاً أمام الهيئة العامة حيث يقدم لاجتماع الهيئة العامة تقريراً سنوياً عن عمل البورصة والميزانية الختامية ويقترح بعض الاقتراحات لاجتماع الهيئة العامة وعادة ما تكون خاصة في اتجاهات تطور السوق إضافة إل ذلك يكون مجلس إدارة السوق مسوولاً أمام الحكومة (وزارة المالية والاقتصاد والمصرف المركزي) لأنه في حالات الانحراف والأزمات تتدخل الجهات العامة وتقيل مجلس الإدارة لذلك يتوجب على مجلس الإدارة ضمان الاستقرار والتوازن ومنع الانحرافات وتجنب الأزمات.

٣. المدير العام:

وهو المستوى الإداري الثاني ويمثل السلطة التنفيذية في البورصة حيث يشرف على تنفيذ قرارات مجلس إدارة السوق ويعتبر مسوولاً أمام مجلس الإدارة عن كل ما يجري من تعاملات وانحرافات، ولذلك يساعد المدير العام في إدارة السوق مجموعة من المدراء الاختصاصيين لضمان حسن سير العمل وتحقيق الأهداف المرجوة من السوق وعادة ما

تتمثل في تحقيق الاستقرار والتوازن وضمان المضاربات الصحيحة ومنع الغش ومراقبة الانحرافات والعمل على تصحيحها قبل أن تؤثر على السوق والمضاربين.
كما ويعتبر المدير العام مسؤولا تجاه الحكومة عن حسن سير العمل وضمان استقرار السوق وتستطيع الجهات الحكومية التدخل مباشرة وإقالة المدير العام في حالة حدوث الأزمة.

٤. مندوب الحكومة:

هو شخص اختصاصي يمثل الحكومة في إدارة البورصة ويعمل على مراقبة تنفيذ اللوائح والقوانين المعمول بها ويحق له حضور اجتماعات الهيئة العامة ولجان البورصة كاملة وكذلك اللجان الفرعية حتى تأخذ تلك القرارات الصفة الشرعية ويحق له الاعتراض على القرارات التي يراها مخالفة للأنظمة والقوانين.

٥. هيئة التحكيم:

وهي مجموعة اختصاصيين يشكلها مجلس الإدارة للفصل في المنازعات التي قد تنشأ بين الفئات المتعاملة في البورصة أو بين المضاربين والشركات وكل مخالفة تؤثر على المتعاملين والأعضاء السماسرة.

٦. مجلس التأديب:

ويضم هذا المجلس رئيس مجلس إدارة البورصة وعضوية اثنين من الأعضاء الأول من المضاربين العاملين والسماسرة والثاني عن المصارف وشركات التأمين (الأعضاء المنضمين) وذلك للتحقيق في التصرفات المخالفة للأنظمة والقوانين والتي تخل بحسن سير العمل بالبورصة والسلوك العام.

ثالثاً- مؤسسات سوق الأوراق المالية:

تأخذ المؤسسات المتخصصة أشكالا متعددة وتتمثل صورها المبسطة في المصارف التجارية التي تمارس الإقراض بكافة أنواعه وكذلك المؤسسات الأخرى التي نشأت وتطورت في ظروف الأسواق المالية وهي التي تعنى بالاستثمار والحصول على الأرباح واهم هذه المؤسسات :

أولا: المصارف التجارية:

تعتبر المصارف التجارية من المؤسسات المالية الهامة في الاقتصاد الوطني نظراً لأنها تقوم بتجميع المدخرات الوطنية وتوفير القروض لمن يرغب بها وللقطاعات التي تحتاج إليها وهي بذلك تقوم بدور الوساطة بين الوحدات ذات الفائض والوحدات الاقتصادية ذات العجز أي التوسط بين المدخرين والمقترضين.[1]

إضافة إلى ذلك كلما زاد حجم التعامل المصرفي وازداد حجم المدخرات والقروض كلما أدى ذلك لتطوير الوعي المصرفي وتفعيل دور المصارف في الاقتصاد الوطني.

تقدم المصارف التجارية للزبائن والمتعاملين في سوق المال الخدمات التالية:

١- القيام بدور السوق الأولي عند تسويق الأسهم للشركات المساهمة المبتدئة حيث تقوم بدور المروج والبائع لهذه الأسهم مقابل عمولة محددة.

٢- القيام بدور السوق الأولي للأوراق التجارية قصيرة الأجل وذلك من خلال خصم الورقة للمرة الأولى لتأخذ طريقها إلى البيع والشراء في السوق الثانوي.

٣- تقديم المعلومات المالية للمتعاملين في سوق الأوراق المالية وخاصة المدخرين حيث يحصل هؤلاء على تطورات حركة الأسهم والسندات من المصارف التجارية دون تكلفة بعكس بيوت السمسرة والاستشارات التي تقدم المعلومات مقابل مبالغ وعمولات محددة.

---

[1] أحمد زهير شامية: اقتصاديات النقود والمصارف، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية جامعة حلب ٢٠٠٠ ص ٢٥٣- ٢٥٦

٤- تقديم القروض للمتعاملين في سوق الأوراق المالية وقد خفضت المصارف التجارية زمن القروض لتبدأ من يوم واحد إلى ثلاثة أشهر بحيث يساعد ذلك المضاربين على تحقيق رغباتهم وأهدافهم.

٥- تكوين محافظ استثمارية للمدخرين الذين لا يستطيعون المضاربة ولا تتوفر لديهم الخبرة والكفاءة ويعهد بهذه الحالة للمصرف التجاري بإمكانية تشكيل محفظة للأوراق المالية وإدارة هذه المحفظة (البيع والشراء).

٦- دراسة عناصر المخاطرة في السوق لأن المصرف تتوفر لديه المعلومات والبيانات والدراسة حول تطور الأسعار وبالتالي يستطيع أن ينصح إدارة سوق الأوراق المالية أو الحكومة أو المستثمرين بالخطر الذي تتعرض له السوق والعمل على تلافيه خاصة إذا كان المضاربون من أسواق أجنبية ولا يهتمون بالاستقرار والتوازن بهذه السوق.

إن المصارف التجارية كانت ومازالت تشكل الحلقة المصرفية الهامة في الاقتصاد الوطني وتلعب دورا متميزاً في الأسواق المالية والنقدية لذلك تعتبر من المؤسسات الهامة في الأسواق المالية.

ثانياً: بنك الاستثمار:

هو مؤسسة مالية متخصصة في الاستثمار في الأوراق المالية وتقوم بدور الوسيط بين المستثمرين والمضاربين والشركات في الإصدار الأولي كما تقدم التمويل للمستثمرين الذين يرغبون بالمضاربة وتحقيق الأرباح إضافة إلى الأعمال الأخرى في السوق.[1]

يقوم بنك الاستثمار بالمهام التالية:

[1] منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق ص ٨٤

١- تقديم النصح والمشورة للشركات المساهمة بشأن حجم الإصدار وتوقيعه والوسائل الأخرى الأكثر ملاءمة بحيث يمكن للشركة إعادة النظر بقرارها في زيادة الإصدار أو تخفيضه أو الانتقال لأشكال أخرى.

٢- القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة المالية والقيام بكافة إجراءات الرعاية والتسويق والاتصال بالجهات صاحبة العلاقة بالإصدار.

٣- بيع الأوراق المالية التي أصدرتها الشركات إما مقابل عمولة أو حسب الاتفاق لأنه قد يشتري كافة الأوراق ويبيعها مقابل الحصول على الأرباح.

٤- المشاركة مع الجهة صاحبة الأسهم (الشركة المساهمة) في توزيع الأسهم بين المستثمرين وعادة ما تقوم الشركات المساهمة بالتعاقد مع البنوك ذات الخبرة والشهرة بحيث يساعد ذلك على ضمان الثقة بالورقة المصدرة والبنك بهذه الحالة لا يقبل التعامل إلا مع الشركات الكبيرة ذات الإمكانيات والأصول الكبيرة.

٥- يملك البنك معلومات ودراسات هامة من كافة الشركات القائمة وعن حالة السوق والأوراق المالية لذلك يقدم الخبرات اللازمة للمضاربين ولإدارة السوق بحيث يسعى لضمان الاستقرار وتجنب المخاطر في سوق الأوراق المالية.

إن هذا النمط من البنوك نشأ في الولايات المتحدة وانتقل إلى دول أخرى وخاصة الدول التي تمتلك أسواقاً مالية كبيرة ونشطة.

ثالثاً: مؤسسات ترويج الاكتتاب:

هي مؤسسات مالية تعنى بالأسواق المالية وتداول الأوراق المالية من الإصدار الأولى وحتى التداول في البورصة وتقوم بإدارة محفظة الأوراق المالية للعملاء والوساطة في التداول وتقديم الخبرات والمشورة للآخرين.[1]

---

[1] زينب حسين عوض الله: اقتصاديات النقود والمال، مرجع سابق ص١٩٦

نشأت هذه المؤسسات وتطورت مع تطور الأسواق المالية ونظراً لحاجة الشركات للمال عند الإصدار وحاجة المضاربين للمعلومات والخبرات فقد تخصصت في ترويج عمليات البيع لمساعدة الشركات على تسويق أسهمها في المرة الأولى أو عند زيادة حجم الإصدار وذلك بغية تنويع الأوراق المالية وزيادة عددها في السوق.

لقد تخصصت هذه الشركات في ترويج الاكتتاب لأن المصارف التجارية قد لا تستطيع بيع أو تسويق الأسهم خلال الفترة الزمنية المحددة وبالتالي لا يشجع ذلك على تأسيس شركات جديدة أو لا يساعد الشركات القائمة على التوسع والحصول على التمويل اللازم، إضافة إلى ذلك فإن تخصص هذه الشركات بهذا النشاط يعطيها خبرة مالية وفنية في هذا المجال وبالتالي تصبح هذه المؤسسات قادرة على تقديم النصح والمشورة للشركات الجديدة أو الشركات القائمة في حالات الإصدار والتوسع واختيار الأسلوب الأفضل في التمويل، كما تمتلك هذه المؤسسات خبرة في أحوال سوق المال وتطوراتها.

وبناء على ذلك فإنّ مؤسسات ترويج الاكتتاب تعتبر ضرورية لأنها تسعى لتحقيق الأهداف التالية:

أ- تسهيل عمليات الإصدار وتسويق الأسهم للشركات الجديدة أو الشركات القائمة بحيث تحصل على التمويل اللازم وبأقصر فترة زمنية.

ب- تقديم النصح والمشورة للشركات حول الشكل الملائم للتمويل وحول سهولة بيع تلك الأوراق وما يرافق البيع من صعوبات.

ت- تجميع المدخرات الوطنية وتوظيفها مباشرة في القطاعات الإنتاجية أو الخدمية.

ث- تقديم المعلومات والدراسات العلمية عن أحوال السوق للأجهزة الحكومية والسلطات المسؤولة عن البورصة بحيث يمكن تجنب الأزمات .

ج- مساعدة الشركات القائمة على الحصول على القروض أو التمويل اللازم في حال الإقلاع عن إصدار الأسهم وذلك في إطار الاستثمار الصحيح الذي يجب أن تسلكه المنشأة.

رابعاً: نوادي الاستثمار:

هو اتفاق بين مجموعة من صغار المدخرين الذين يعملون في مؤسسة واحدة على اقتطاع جزء من دخولهم وتجميعها بهدف المضاربة في الأسواق المالية بحيث عندما ينتهي النادي يمكن أن توزع الأسهم على المشتركين ويصبح لكل فرد محفظة مالية يصعب عليه الحصول عليها دون هذا الاقتطاع وهذا التنظيم الجماعي.[1]

إن فكرة النادي الاستثماري تقوم على تجميع المدخرات الفردية وهي أساس إقامة سوق الأوراق المالية، فالسوق كانت تهدف منذ تأسيسها لتجميع المدخرات وإعادة توظيفها في القطاعات الإنتاجية، وبالتالي فإنّ تشكيل النادي الاستثماري بين صفوف الموظفين أو العمال سوف يحقق المصالح التالية:

١- تحقيق مصلحة صغار المدخرين في الحصول على بعض الأسهم والسندات ضمن محفظة محددة تؤول لكل فرد عند تصفية النادي .

٢- تحقيق مصلحة سوق المال من خلال إدخال مضاربين جدد للسوق وتنشيط حركة المضاربة فكلما زاد عدد المضاربين كلما تطورت السوق ونشطت.

٣- تحقيق مصلحة الاقتصاد الوطني من خلال تشجيع الادخار لدى صغار المدخرين وتوجيه تلك المدخرات للاستثمار بدلاً من استهلاكها مباشرة .

وعادة ما ينتخب أعضاء النادي وهم مجموعة موظفين أو طلبه أو عمال إدارة للنادي ويكلفون بعض الأفراد في إدارته والمضاربة وعندما تنتهي فترة النادي توزع الأسهم على المشتركين.

لقد نشأت هذه الفكرة في الولايات المتحدة الأمريكية وانتشرت إلى دول أخرى وهي فكرة هامة في أسواق المال التي لا تتوفر بها المدخرات الهامة للاستثمار وبالتالي يجب أن تنشأ هذه الفكرة في الدول النامية التي تحتاج للمدخرات .

---

[1] زينب حسين عوض الله: اقتصاديات النقود والمال، مرجع سابق ص٢٠١

خامساً: صناديق الاستثمار:

هي شكل من أشكال شركات الاستثمار التي ظهرت في أوربا وأمريكا تهدف لتجميع أموال صغار المدخرين الأفراد للحصول على رأسمال كافٍ لتوظيفه بشكل اقتصادي في الأسواق المالية[1]

وقد ظهر في أوربا نوعان من شركات الاستثمار:

١- شركات الاستثمار المغلقة Closed End Investment co.

٢- شركات الاستثمار المفتوحة Open End Investment co.

إن شركات الاستثمار المغلقة لم تكن النوع المطلوب للأسواق المالية لذلك تطورت الشركات الاستثمارية المفتوحة وانتشرت لتصبح الشكل السائد في الاستثمار في الولايات المتحدة، وأوربا واليابان حيث يوجد في الولايات المتحدة حالياً ١٥٠٠ صندوق استثمار تساهم في تنشيط البورصات الأمريكية.

يقوم صندوق الاستثمار بالأعمال التالية:

أ- تجميع المدخرات الصغيرة التي يمتلكها صغار المدخرين في شكل استثمار مشترك لتشكل قوة مالية قادرة على المضاربة في الأسواق المالية.

ب- تشكيل رأسمال كافٍ للدخول إلى الأسواق المالية حيث يتطلب تأسيس أي شركة لرأسمال كبير وبالتالي يساهم تجميع هذه المدخرات في تشكيل رأسمال يساعد الصندوق على ممارسة نشاط المضاربة في سوق المال.

ج- تشكيل محافظ استثمارية متنوعة من الأسهم والسندات والأوراق المالية تستطيع أن تدر للشركة الأرباح وتجنبها مخاطر الإفلاس.

د- يتم تشكيل إدارة للصندوق من الأعضاء المشاركين أو يعهد للخبراء والاختصاصيين بإدارة الصندوق مقابل عمولة محددة وعادة ما يكون عدد أعضاء

---

[1] عبد الكريم حمامي: صناديق الاستثمار المشتركة، فصلت للدراسات والترجمة والنشر، حلب ٢٠٠٠ ص١١

مجلس إدارة الصندوق من الأعضاء المشاركين وحوالي ٤٠% من خارج الصندوق وذلك لدعم نشاطات الصندوق وإنجاحه.

إن مزاولة الصندوق لعمله في الاستثمار والمضاربة يساهم في تنشيط السوق وتحقيق الأهداف التالية:

١. تنمية رأس المال الوطني على المدى الطويل لأن كل عملية إنشاء صندوق جديد تساهم في تأسيس شركة استثمارية جديدة ترفد الاقتصاد الوطني بالأموال اللازمة.
٢. تحقيق زيادة في مستوى الدخل في الاقتصاد الوطني نظراً لارتفاع مستويات الأرباح من جهة وتنشيط الاستثمار من جهة ثانية.
٣. تنويع الاستثمار حيث كلما ازداد حجم صناديق الاستثمار كلما توجه المستثمرين للمضاربة في أعمال إضافية وخاصة الأنشطة ذات المخاطر العالية.
٤. تجميع المدخرات الوطنية وتوجيهها للأنشطة الاستثمارية الأمر الذي يخفف الضغط على الاستهلاك ويخفض معدل التضخم ويزيد من معدلات نمو الناتج الوطني.
٥. تحقيق الاستقرار والنمو المتوازن في سوق المال نظراً لقيام الصناديق الاستثمارية بالاعتماد على الخبراء الاختصاصيين في إدارة الأموال والمضاربة بها الأمر الذي يبعد أو يخفف من الأزمات المتوقعة.

إن صناديق الاستثمار التي تأسست في أوربا وأمريكا جاءت استجابة لتجميع الجهود الصغيرة من جهة ومنع الغش والتلاعب من جهة أخرى حيث تشكل ظاهرة جامعي الأموال ظاهرة سلبية في كل اقتصاد لا تشجع الجهود الجماعية في الاستثمار لذلك ينبغي على الدول النامية التي تمتلك أسواقاً مالية حديثة أن تصدر قرارات وقوانين تشجع على تأسيس شركات استثمار الأموال وتراقب عملها في البداية لكي تشكل نواة الاستثمار ليس في البورصة فحسب، بل وفي كافة الأنشطة الإنتاجية والخدمية.

سادساً: شركات التأمين:

التأمين "هو حماية الأفراد والهيئات من الخسائر المادية الناشئة عن تحقق الأخطار المحتملة الحدوث والتي يمكن أن تقع مستقبلاً وتسبب خسائر يمكن قياسها مادياً ولا دخل لإرادة الأفراد أو الهيئات في حدوثها.[1]

يلعب التأمين دوراً هاماً في الاقتصاد الوطني نظراً للتعويض الذي يحصل عليه صاحب المنشأة التي تعرضت للخطر وبالتالي تعاود نشاطها مباشرة، وإذا ما أخذنا ذلك في عدة قطاعات وفروع نلاحظ بأن التأمين يجنب المنشآت المخاطر المحتملة، ويدفعها للاستمرار في العمل والإنتاج وتشغيل العمالة الوطنية وإنتاج السلع والخدمات .

إن تنوع مصادر العمل والاستثمار والأنشطة الصناعية والتجارية والخدمية وتعدد أشكال المخاطر وتنوعها قد ساهم في تأسيس شركات تأمين متعددة، وأدى إلى تنويع خدمات التأمين وتعميق التخصصات التأمينية.

تمتلك شركات التأمين احتياطيات مالية كبيرة، نظراً لانخفاض حجم المخاطر وزيادة وعي المستثمرين والعاملين في القطاع الاقتصادي واستخدام أنظمة الحماية الحديثة والمتطورة الأمر الذي يرفع بشكل مستمر من القدرات المالية لهذه الشركات لذلك دخلت أسواق المال بقوة وأصبحت من الأعضاء الفاعلة سواء في القوة المالية أو التوظيف وتشكيل المحافظ المالية والاستثمار في الأصول طويلة الأجل.

يتضح من خلال أنشطة التأمين وتوفر الفوائض الكبيرة بأن شركات التأمين تحقق الأهداف التالية:

١- تشجيع الاستثمار في الأسواق المالية وتنشيط المضاربة حيث ستزداد الأموال المخصصة للمضاربة عندما توجه شركات التأمين أموالها لهذا المجال .

---

[1] عادل عبد الحميد عز: مبادئ التأمين، الدار الجامعية بيروت ١٩٩٢ ص١١

٢- تحسين دخول شركات التأمين وزيادة قدرتها على تعويض الأضرار الكبيرة.[١]

٣- دعم القطاعات الإنتاجية عن طريق شراء الأصول المالية وتشجيعها بشكل مستمر للتوسع وتحسين ظروف إنتاجها الأمر الذي ينعكس إيجاباً على قطاعات الاقتصاد الوطني.

[١] توماس ماير وزملاؤه: النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة أحمد عبد الخالق وأحمد فؤاد بليح، دار المريخ، الرياض ٢٠٠٠ ص٦٣

الفصل الرابع

الشركات المساهمة وشركات استثمار الأموال

أولاً: الشركات المساهمة

مقدمة:

إن تطور وسائل الإنتاج قد أدى لزيادة كبيرة في الإنتاج وأدى بالمقابل لتطوير القوانين و التشريعات التي تنظم العمل الإنتاجي و الخدمي، فظهرت مجموعة من الأنماط التجارية سواء في التعامل أو تنظيم العمل، وظهرت تنظيمات تجارية تلبي طموحات المنتجين والمستهلكين فكانت شركات الأشخاص ثم شركات الأموال ثم الأموال و الأشخاص معاً لكي تتيح لمن يرغب في الانضمام للشكل الذي يلبي طموحاته.

لقد أدى تطور الأعمال التجارية لظهور الاحتكار وسيطرة نظام القلة على السوق مما دفع بالدول لإعادة تنظيم الاحتكار فظهرت المنافسة الاحتكارية التي سمحت للآخرين الدخول و إقامة شركات صغيرة إلى جانب الشركات الكبيرة، لكن ذلك لم يمنع من التركز في الإنتاج و التوزيع حيث غدت الشركات الكبرى تسيطر على السوق المحلية و أحياناً السوق العالمية لذلك نقرأ ونسمع بأن شركة كذا... قد أشترت أسهم شركة كذا..... فقد سجل اندماج بنك طوكيو مع بنك ميتسوبيشي أكبر بنك في العالم، وقامت شركة جنرال موتورز بشراء ٥٠% من أسهم شركة دايو لتشكل احتكارا ضخما في مجال إنتاج السيارات.

إن وجود الأسواق المالية قد ساعد الشركات المساهمة وشركات التأمين على التوسع و الاندماج لتشكل مجموعات مالية أو إنتاجية كبيرة، حيث أصبح بمقدور أي شركة تمتلك الفائض أن تشتري أسهم شركات أخرى معرضة للإفلاس أو للخطر، وبذلك بدأت تتكون معالم شركات عملاقة على مستوى أوروبا وأحياناً على مستوى العالم.

وسوف نلقي الضوء على الشركات المساهمة وشركات استثمار الأموال في إطار المؤسسات المالية في البورصة.

أولا: مفهوم وخصائص الشركات المساهمة:

لقد عرّف القانون المدني السوري الشركة بشكل عام على أنها " عقد بمقتضاه يلتزم شخصان أو أكثر بأن يساهم كل منهم في مشروع مالي بتقديم حصة من مال أو من عمل لاقتسام ما قد ينشأ عن هذا المشروع من ربح أو خسارة"[1].

ويظهر من ذلك المساهمة في المشروع وتقاسم الأرباح دون تحديد الإدارة، لكن إجراءات التأسيس تحدد لاحقاً مسؤولية كل طرف و إدارة الشركة و المسؤوليات المالية و الفنية وغيرها.

لكنه مع كبر الأعمال التجارية أصبحت الشركات الصغيرة أو الشخصية لا تلبي طموحات التوسع لذلك ظهرت شركات الأموال،فقد ظهرت هذه الشركات في القرن السابع عشر في كل من انجلترا و هولندا و فرنسا وذلك لتنفيذ المشاريع الكبرى و التجارة الدولية فيما بين أوروبا و مستعمراتها .

أما المادة ٨٨ من قانون التجارة السوري فقد عرفت الشركة المساهمة كما يلي " الشركة المغفلة هي شركة عارية العنوان تولف بين عدد من الأشخاص يكتتبون بأسهم أي إسناد قابلة للتداول ولا يكونون مسؤولين عن ديون الشركة إلا بمقدار ما اكتتبوا به من المال"[2].

١- جلال الحكيم : الشركات التجارية، كلية الحقوق جامعة دمشق ١٩٩٣ صـــــ١٤.

٢- جلال الحكيم: الشركات التجارية، كلية الحقوق جامعة دمشق ١٩٩٣ صـــــ ٣١٩

يمكن تعريف الشركة المساهمة المغفلة بأنها " شركة تجارية تتمثل في حصة الشركاء ويسمون (المساهمون) بأسهم و هي سندات متساوية في القيمة و قابلة للتداول بالطرق التجارية و تحدد مسؤوليتهم بقيمة حصتهم من موجوداتها".

فالشركة المساهمة كما يظهر من خلال التعاريف لا تحمل هوية معينة لأحد و لا يسأل شخص مالك عن أعمالها بل هي النمط الذي يدعم توجهات الحكومات في فصل الإدارة عن الملكية لكي تتاح الفرص لمن لديهم المواهب لكي يديروا هذه الشركات بكفاءات عالية و في الوقت نفسه قد تتوفر الأموال لدى مستثمر لكنه غير قادر على إدارتها، أي أن هذا النمط من الشركات حقق مزايا تجارية و إدارية و قانونية لجميع المساهمين و للخبرات الوطنية لكي تساهم في العملية الإنتاجية.

انطلاقاً من تعريف الشركة المساهمة فأنها تتمتع بالخصائص التالية:

١- لا تحمل الشركة المساهمة اسم أي مساهم أو عنوان كأن يقال شركة النحار لإنتاج الزيوت مثلاً، بل تحمل الشركات المساهمة اسما تجاريا يميزها عن غيرها من الشركات مثلاً شركة فنادق الشام، شركة الزيوت الأهلية، ويضاف في نهاية الاسم المساهمة المغفلة، مثال (شركة النماء للصناعة المساهمة المغفلة).

١- انفصال الملكية عن الإدارة حيث يقوم مجلس إدارة الشركة الذي ينتخبه المساهمون في الهيئة العامة بإدارة الشركة، ويتحقق بذلك مبدأ الإدارة الجماعية[١].

٢- يقسم رأس المال في الشركة المساهمة إلى أسهم متساوية، فإذا حددنا رأس المال بقيمة ١٠٠ مليون ليرة فإنها تقسم إلى أسهم، فإذا كانت قيمة السهم ٥٠٠ ليرة يكون عدد الأسهم

---

[١]- أحمد حلبلاني: محاسبة الشركات، شركات الأموال منشورات جامعة دمشق ٢٠٠٦

٣- يكون عدد الأسهم قابلاً للتداول في الأسواق المالية، فالمساهم يكتتب في البداية بأسهم الشركة في المصرف التجاري وبعد إشهار الشركة و تسجيلها وممارسة عملها تسجل في البورصة وتصبح هذه الأسهم قابلة للتداول (البيع و الشراء) في الأسواق المالية و هي ميزة هامة في العمل التجاري و الاستثمار.

٤- تتحدد المسؤولية المالية لكل مساهم بحدود ما يملك من الأسهم، وهي بخلاف شركات الأشخاص التي يكون فيها الشريك مسؤولا بكافة أمواله عن ديون الشركة.

٥- يتم تحديد فترة زمنية للشركة ٢٥ عاماً مثلاً أو أكثر وذلك لمعرفة إمكانية التصفية أو الاستمرار أو التمديد حسب وضع الشركة، وعادة ما تؤسس الشركات المغفلة لمدة ٩٩ عاماً حسب المادة ٥١ من القانون المدني الذي أجاز التعاقد دون التعرض لحرية المتعاقدين.

ثانيا: التأسيس و الإشهار:

يتقدم مجموعة من الأفراد بفكرة تأسيس شركة مساهمة في مجال الإنتاج الزراعي أو الألبسة أو الصناعات الكيمائية ويحدد المؤسسون فيما بينهم فكرة الشركة وطريقة عملها و الإنتاج و التوزيع و التبادل و يحددون الأرباح طالما كانوا مختصين في هذا المجال، و عليه يعرف المؤسسون: مجموعة أشخاص لا يقل عددهم عن الخمسة يقومون بدراسة المشروع المقترح استكمال إجراءات التأسيس (المواد ١٣٤، ١٤٠ من قانون التجارة).

واستنادا لذلك يقوم المؤسسون بالأعمال التالية:

١- تحديد أهداف الشركة و مجال عملها ورأس المال.

٢- إعداد دراسة الجدوى الاقتصادية التي تبين تكاليف الإنتاج و الارباح المتوقعة ونسبة الربحية السنوية و فترة استرداد رأس المال.

٣- فتح حساب خاص في أحد المصارف باسم هيئة المؤسسين لتغطية النفقات المتعلقة بالتأسيس.

٤- تقديم طلب الترخيص لوزارة الاقتصاد و التجارة (سابقا وزارة التموين و التجارة الداخلية).

٥- بعد الحصول على القرارات اللازمة تقوم هيئة المؤسسين بطرح الأسهم على الاكتتاب العام و ذلك لجمع رأس المال.

٦- دعوة الهيئة العامة التأسيسية، أي جمع من اكتتب بالأسهم للاجتماع و انتخاب مجلس الإدارة و مراقبي الحسابات.

بعد الحصول على القرارات اللازمة و هي مرسوم جمهوري بتأسيس الشركة المساهمة المغفلة التي تطرح أسهمها على الاكتتاب العام، وقرار وزاري للشركات المغفلة المغلقة التي لا تطرح أسهمها على الاكتتاب العام و تكون محصورة بمجموعة أشخاص يتوجب على المؤسسين ما يلي:

١- نشر مرسوم الترخيص و قرار التصديق على النظام الأساسي في الجريدة الرسمية.

٢- تحديد مصرف معين أو عدة مصارف لكي يكتتب المواطنون فيها.

٣- طرح الأسهم على الاكتتاب العام و نشر المعلومات التالية:

أ- غاية الشركة و رأس المال و عدد الأسهم.

ب- الخدمات العينية و المزايا الممنوحة للمساهمين المؤسسين.

ج- تاريخ الاكتتاب و مكانه و سعر السهم.

د- نشر هذه المعلومات في الصحف المحلية و الجريدة الرسمية و في صحيفة في المدن الأخرى التي طرحت فيها الأسهم أيضاً.

ه- أي معلومات تخص عمل الشركة و نشاطها و توجهاتها قد يحتاج الجمهور للاطلاع عليها.

٤- قد يكون الاكتتاب بأقل من الأسهم المطروحة أو أكثر ولكل حالة المعالجة التالية:

أ- إذا كانت المبالغ المكتتب به أكبر من الأسهم المطروحة أي أكبر من رأس المال، يمكن إجراء نسبة و تناسب و إرجاع المبالغ الأخرى للمساهمين كما جرى ذلك في عدد من المصارف الخاصة التي أسست في سوريا عام ٢٠٠٣ و باشرت أعمالها في عام ٢٠٠٤.

ب- إذا كانت المبالغ المكتتب بها لا تغطي رأس المال ففي هذه الحالة إما أن يرجع المؤسسون عن فكرة تأسيس الشركة و تعاد المبالغ لأصحابها أو أن ينخفض رأس المال إلى المبالغ المكتتب بها شريطة التطابق مع الحد الأدنى الذي حدده القانون (حسب المادة ١١٢ من قانون التجارة).

٥- جنسية المكتتبين:

لم يحدد قانون التجارة السوري جنسية المكتتبين، بل ترك الأمر للعرف التجاري و أنه يجوز طرح الأسهم في دول أخرى لتغطية الاكتتاب، لكن قانون الاستثمار رقم ١٠ لعام ١٩٩١ و تشجيعاً للاستثمار فقد أجاز للمستثمرين الأجانب الاكتتاب بالشركات المساهمة السورية، كما أن قانون إحداث المصارف الخاصة قد حدد حصة المكتتبين السوريين بحدود ٥١% ويمكن للمصارف أو المساهمين الأجانب أن يساهموا بحدود ٤٩% وذلك بهدف إعطاء السوريين ميزة الإدارة و السيطرة على المصرف الخاص الوطني[1].

[1] القانون ٢٨ لعام ٢٠٠١ الخاص باحداث المصارف الخاصة

٦- الهيئة العامة التأسيسية:

بعد انتهاء عمليات الاكتتاب يتوجب على المؤسسين خلال فترة شهر دعوة جميع من اكتتب بالأسهم إلى الاجتماع و يسمى هذا الاجتماع (اجتماع الهيئة العامة التأسيسية) و إذا تخلف المؤسسون عن ذلك تقوم الوزارة المختصة بدعوة المكتتبين لعقد اجتماع الهيئة العامة التأسيسية.

وتقوم الهيئة العامة التأسيسية بالأعمال التالية:

١) الاطلاع على تقرير المؤسسين الذي يتضمن كافة المعلومات و النفقات المتعلقة بتأسيس الشركة.

٢) دراسة وضع الأسهم العينية.

٣) انتخاب مجلس إدارة جديد ومفتش حسابات.

٤) إعلان تأسيس الشركة نهائياً.

ثالثاً: المستويات الإدارية في الشركات المساهمة:

إن المساهم لا يقوم بدوره في تسيير الشركة إلا من خلال هيئة عامة تضم جميع المساهمين و تتخذ قراراتها بالأكثرية و ذلك بخلاف شركات الأشخاص حيث يتيح العدد المحدود من الشركاء الاتصال المباشر فيما بينهم و تدخلهم في إدارة الشركة، و عادة ما يسيطر على إدارة الشركات المساهمة كبار المساهمين الذين يملكون ١% أو ٢% أو ٥% كحد أقصى حيث يشكل هؤلاء فيما بينهم اتحاد أو تحالف لتحديد رئيس مجلس الإدارة و الأعضاء ولا يستطيع صغار المساهمين انتخاب أي عضو مجلس إدارة لكن بعض الأنظمة قد حددت عضوا لصغار المساهمين بحيث يحقق لهم طموحاتهم ويضمن لهم مستقبل أسهمهم.

إن المضاربة في الأسواق المالية قد تؤدي من خلال شراء الأسهم لسيطرة مستثمر أو أكثر على قرارات الشركة أو عدة شركات، فمن يحوز على ٥% مثلاً من أسهم خمس

شركات قد يصبح مسيطرا على قرارات هذه الشركات، و إذا قام بالتنسيق مع شخص أخر يملك نفس الملكية فإنه يحكم السيطرة على أسهم هذه الشركات، وتفاديا لذلك فقد حددت أنظمة المضاربة في الأسواق العالمية بعض القيود على المضاربين الذين يحوزون الأسهم بغية السيطرة على شركة ما و تغيير مجلس الإدارة دون وجه حق.

إن مسألة حيازة الأسهم من خلال سوق الأوراق المالية تؤثر على عمل و طبيعة كل شركة، فالمضاربة على أسهم شركة ما إنما تزيد من مكانة و سمعة الشركة ولكنها بالمقابل قد تؤثر على الإدارة في المستقبل سيما إذا استطاع بعض المضاربين حيازة ٢٥% أو ٣٠% من الأسهم وهكذا لا بد من وجود إجراءات قانونية تحد من سيطرة المضاربين على الشركات المساهمة.

١. الهيئة العامة:

الهيئة العامة هي السلطة التشريعية العليا في كل شركة مساهمة و هي تشبه المجلس النيابي في الأنظمة البرلمانية، حيث يحق لكل مساهم مهما كان يملك من أسهم حضور اجتماعات الهيئة العامة وإبداء رأيه بكافة الأمور المتعلقة بالشركة، وقد حددت المادة ٢١٩ من قانون التجارة صلاحيات الهيئة العامة بما يلي:

أ- دراسة الأوضاع العامة للشركة مثل السمعة التجارية و الانتشار و الأرباح وتداول الأسهم في البورصة و غيرها.

ب- الاطلاع على تقرير مجلس الإدارة السنوي عن الشركة.

ج- الاطلاع على تقرير مفتشي الحسابات (الميزانية – الأرباح و الخسائر).

د- انتخاب أعضاء مجلس الإدارة و مفتشي الحسابات و تعيين الأجور لهم.

هـ- تعيين الأرباح التي يجب توزيعها بناء على اقتراح مجلس الإدارة أو الاحتفاظ بها لتحسين الوضع المالي للشركة.

و- دراسة إمكانية الاستدانة من المصارف أو طرح سندات الدين في البورصة أو أي شكل من أشكال التمويل.

ز- دراسة خطة الشركة للأعوام القادمة.

ويعود للهيئة العامة دراسة تصرفات مجلس الإدارة العادية و غير العادية و الربحية التي حققها و أوضاع الشركة حيث يحق للهيئة العامة إقالة رئيس مجلس الإدارة أو جميع الأعضاء و يحق للهيئة العامة عقد الاجتماعات التالية:

١) الهيئة العامة التأسيسية و تعقد عند تأسيس الشركة.

٢) الهيئة العامة العادية و تعقد مرة كل سنة.

٣) الهيئة العامة غير العادية و تعقد لظرف استثنائي.

٢. مجلس الإدارة:

هو السلطة التشريعية في الشركة المساهمة حيث يقوم بكافة الإجراءات المتعلقة بعمل الشركة من الإنتاج و التسويق و شراء المواد الأولية و غيرها، وقد حددت المادة ١٩٠ من قانون التجارة صلاحيات مجلس الإدارة بما يلي:

أ- يتمتع مجلس الإدارة بكافة الصلاحيات التي حددها النظام الأساسي للشركة.

ب- التقيد بقرارات الهيئة العامة

ج- التقيد بالنظام الأساسي فيما يخص الاستدانة و رهن العقارات وإعطاء الكفالات.

استنادا لذلك يمكن تفصيل صلاحيات مجلس الإدارة بالنقاط التالية:

أ- وضع خطة الشركة للعام القادم.

ب- إبرام العقود التي يتطلبها عمل الشركة من شراء المواد الأولية و الإنتاج و التسويق.

ج- القيام بكافة المعاملات الإدارية.

د- فتح حسابات مصرفية في المصرف الذي يراه المجلس مناسبا أو في أكثر من مصرف لضرورات المصلحة العامة.

ه- القيام بالأعمال القانونية و توكيل من هو مناسب للمرافعة أمام القضاء وتوكيل محامي إضافي أو عدد من المحامين للشركة.

و- الاقتراض ورهن العقارات ويجب أن ينص النظام الأساسي على ذلك صراحة وإلا اضطر المجلس للحصول على موافقة من الهيئة العامة بذلك.

ز- إعداد التقارير النهائية عن عمل الشركة (التقرير السنوي – الميزانية – الأرباح و الخسائر) وذلك لاجتماع الهيئة العامة.

ح- تعيين المدير العام للشركة أو نائبه و قد توكل هذه المهمة لرئيس مجلس الإدارة أو نائبه أو من هو أهل لذلك.

بعد انتخابات مجلس الإدارة وفوز عدد من الأعضاء، يجتمع الفائزون ويقترحون بشكل سري الرئيس ونائب الرئيس وتوزع المهام بين بقية الأعضاء ويعتبر رئيس مجلس الإدارة رئيسا للشكة يمثلها لدى الغي، وعليه تنفيذ قرارات المجلس وتفعيل عمل الشركة وتطويره بالاتجاه الصحيح.

٣. المدير العام:

يعتبر المدير العام الرئيس التنفيذي للشركة حيث يمارس جميع الصلاحيات الموكلة إليه في القانون و التي حددها نظام الشركة الأساسي، ويساعده بذلك مجموعة من المدراء (المالية – الإنتاج – التسويق – الإدارية – الفنية – العلاقات العامة) وغيرها، وذلك حسب طبيعة كل شركة.

يقوم المدير العام بالمهام التالية:

أ- يشرف على تنفيذ قرارات مجلس الإدارة.

ب- يضع خطة الشركة للعام القادم.

ج- يعد التقارير الشهرية و الربعية عن وضع الشركة و يقدمها لمجلس الإدارة و تعرض في الأسواق المالية لمن يرغب في الاطلاع عليها.

د- يرفع لمجلس الإدارة التقارير و الخطط التي تحتاج للتصديق.

وقد نشاهد في بعض الشركات الجمع بين منصب المدير العام و رئيس مجلس الإدارة لضرورات المصلحة العامة و حسن الأداء، إلا أن المدير العام يحاول في عمله رفع مستوى الإدارة وزيادة نسبة الربح وزيادة معدلات نمو الشركة بحيث يؤدي ذلك لزيادة أسعار أسهمها في البورصة.

٤. مفتشو الحسابات:

تنتخب الهيئة العامة مفتشا أو أكثر لتدقيق حسابات الشركة و تحدد الأجور السنوية لهم في نص القرار، ويعتبر مفتشو الحسابات الأشخاص الذين سيوضحون حقيقة الوضع المالي للشركة أمام الهيئة العامة و بالتالي على مفتشي الحسابات القيام بالواجبات التالية:

أ- إجراء التدقيق الدوري لسجلات الشركة و دفاترها و مستنداتها المالية و التأكد أنها منظمة بصورة أصولية[1].

ب- الاطلاع على قرارات مجلس الإدارة وعلى قرارات الهيئة العامة و العمل على تطبيقها بشكل كامل.

ج- تدقيق و فحص الأنظمة ومراجعتها بحيث يمكن تطوير بعضها استنادا للتطورات الحاصلة في مجال المال والنقد و الرقابة المالية.

د- إعلام الهيئة العامة و مجلس الإدارة بما يمكن تطويره ويحقق مصلحة الشركة خاصة و أن مفتشي الحسابات يعلمون بشكل كامل بحقيقة الوضع المالي للشركة.

---

[1] محمد حلبلاق: شركات الأموال، مرجع سابق ص ٢٣

٥- تقديم الحسابات في الوقت المحدد لأن تأخير انجاز الحسابات سوف يؤثر على أسعار الأسهم في البورصة.

ويعد مفتشو الحسابات تقريرا مفصلا عن عمل الشركة و حساباتها و موجوداتها و الميزانية و الأرباح و الخسائر ومستقبل الشركة ونقاط القوة و الضعف فيها، ويقترحون أساليب جديدة لتطوير آلية العمل، كما يجب أن يتضمن تقرير مفتشي الحسابات العلاقة بين أسعار الأسهم و الأرباح ووضع الشركة في البورصة و التلاعبات التي قد تحصل في سوق الأوراق المالية، وقد تسيء لوضع الشركة بحيث تستطيع إدارة الشركة تلافي هذه العيوب لاحقا أو وضع القيود التي تحد من تطور السلبيات.

هذا ويعتبر مفتش الحسابات المحلل المالي لوضع الشركة فيجب عليه إظهار حقيقة الوضع المالي بحيث يضع أصحاب القرار أمام مسؤولياتهم و اكتشاف الأزمات قبل حدوثها، وإلا كيف تعرضت بعض الشركات لإفلاس مفاجئ رغم وجود تقرير جيد لمفتشي الحسابات فالمسؤولية القانونية و المهنية تقضي بأن يضع مفتشو الحسابات تقريرهم بشكل علمي و دقيق ومعبر عن وضع الشركة.

نظرا لأهمية تقرير مفتشي الحسابات فقد أجاز قانون التجارة السوري المادة ٢٣٩ منه ما يلي: "إذا أهمل مجلس الإدارة دعوة الهيئة العامة بناء على طلب مفتشي الحسابات يحق لهم إبلاغ الوزارة كي تقوم بدعوة الهيئة العامة" وهذه المادة توضح بشكل كبير دور مفتشي الحسابات في كشف الخطأ و في إعلام الوزارة إذا لم يستمع مجلس الإدارة لهم وبذلك يصبح مفتشو الحسابات من الجهات الرقابية التي تكشف عن الأخطاء قبل حدوث الأزمة.

رابعاً: الأسهم و رأس المال:

يعتبر رأس المال المادة الأساسية لمباشرة أي مستثمر أو منتج نشاطه الإنتاجي، وبدون رأس المال لا تستطيع أي شركة سواء كانت فردية أو مساهمة ان ترى النور، لذلك إذا

لم يستطيع المؤسسون بيع الأسهم المصدرة يمكن لهم إرجاع المبالغ المكتتب بها وحل الشركة و استنادا لذلك توجد عدة تعريفات لرأس المال أهمها:

١. من الناحية الاقتصادية والإنتاجية يعرف رأس المال بأنه" مجموعة الأصول التي تمتلكها الشركة من الأرض و الآلات و البناء و التجهيزات و المواد اللازمة بحيث تباشر العمل الإنتاجي"، أي أن هذا التعريف يركز على عملية تحويل المال إلى رأس مال،فالمال الذي يملكه المستثمر في البداية يجب أن يتحول إلى آلات وتجهيزات لكي يقوم بالعمل الإنتاجي.

٢. من الناحية المحاسبية يعرف رأس المال على أنه " قيمة صافي الموجودات أي قيمة الأسهم المصدرة إضافة إلى الاحتياطات و الأرباح المحتجزة" حيث يركز هذا التعريف على الجوانب المادية الربحية دون النظر إلى نشاطات الشركة و استثماراتها.

٣. من الناحية المالية و المحاسبية يمكن تعريف رأس المال على أنه" الأموال المستثمرة في الشركة و التي تتمثل في الأرض و الآلات و التجهيزات بحيث تؤدي لخلق منتجات تسهم في تحقيق الأرباح"، إن هذا التعريف يجمع بين النواحي الاقتصادية و المحاسبية و التحليل المالي بحيث يوضح أن المال الذي يوظف في بداية العمل سوف يتحول إلى هياكل و أدوات تؤدي إلى الربح في نهاية العام.

إن مفهوم رأس المال في الشركات المساهمة لا يختلف عن الشركات الأخرى، لكنه في الصيغة البسيطة هو مجموع الأسهم المطروحة للاكتتاب العام و التي بيعت فعلاً.

مثال: طرحت شركة الزيوت الأهلية بحماه أسهمها على الاكتتاب العام البالغة ٤٠٠٠٠٠ سهما بسعر السهم الواحد ٥٠٠ ليرة، وقد استطاعت المصارف تسويق ٢٥٠٠٠٠ سهما. احسب قيمة رأس المال؟

رأس المال الأسمي = ٤٠٠٠٠٠ X ٥٠٠ = ٢٠٠،٠٠٠،٠٠٠ ليرة

رأس المال المكتتب به = ٢٥٠٠٠٠ X ٥٠٠ = ١٢٥،٠٠٠،٠٠٠ ليرة

وعلى اعتبار أن المبالغ المكتتب بها تعادل أكثر من ٥٠% من المطروح يمكن تسويق جزء من الأسهم على المؤسسين و اعتبار الاكتتاب كافيا لتأسيس الشركة وعندها يقال:

رأس المال الإسمي هو ٢٠٠ مليون ليرة

رأس المال المكتتب به هو ١٢٥ مليون ليرة

كما ويمكن للشركة أن تقرر بأن يدفع المكتتب جزءا من رأس المال ويسدد الباقي لاحقا.

مثال: طرحت شركة القمحة الذهبية ١٠٠٠٠٠٠ سهما للاكتتاب العام بقيمة اسمية ٥٠٠ ليرة وسمحت للمكتتبين دفع نصف القيمة. احسب رأس المال المدفوع؟

رأس المال الاسمي = ١٠٠٠٠٠٠ X ٥٠٠ = ٥٠٠،٠٠٠،٠٠٠ ليرة

رأس المال المدفوع = ١٠٠٠٠٠٠ X ٢٥٠ = ٢٥٠،٠٠٠،٠٠٠ ليرة

حيث يمكن تحديد فترة لاحقة لاستكمال إجراءات الدفع وهي تعتبر بمثابة تشجيع على المشاركة و الاكتتاب بأسهم هذه الشركة.

والسؤال المطروح هو كيف يمكن تداول الأسهم في السوق المالية؟ هل بمجرد الاكتتاب أم بمباشرة الإنتاج؟

بالطبع لا تستطيع أي شركة مساهمة طرح أسهمها في شوق المال لأنه يجب أن تتحدد شروط لانتساب أي شركة للبورصة، وهنا تشترط البورصات من سنتين إلى ثلاث سنوات لانضمام أي شركة مساهمة إلى سوق المال، ويجب أن تكون الشركة رابحة لكي يقبل المضاربون على شراء أسهمها، أما الشركات الخاسرة فيفضل أن تؤجل انضمامها إلى البورصة لكي تسوي أوضاعها المادية و المالية و التخلص من الخسارة.

لقد حدد قانون التجارة السوري إمكانية تداول الأسهم كما يلي:

ويحق لأي مالك لمجموعة من الأسهم بيعها في سوق الأوراق المالية بمجرد انتساب الشركة إلى البورصة، لكن القانون السوري حظر بيع الأسهم التالية:

١) الأسهم العينية وذلك بعد انقضاء سنتين على الإصدار.

٢) أسهم أعضاء مجلس للإدارة أثناء وجودهم في المجلس و حتى بعد سنة من تركهم المجلس (مادة ١٨١ قانون التجارة).

لقد أجاز المشرع السوري رهن السهم مقابل الحصول على قرض وذلك كما يلي:

أ- يجوز رهن السند أو السهم و يسجل ذلك صراحة في المادة المتعلقة ببيع السهم (مادة ١٤٥ قانون التجارة).

ب- يذكر الرهن في السند أو السهم ويسلم للمرتهن.

ت- يجوز أن ينص في عقد الرهن مصير الأرباح ومدة الرهن.

ث- لا يجوز وضع إشارة الرهن إلا بعد إقرار المرتهن بذلك و يدون في سجل الشركة أو بموجب حكم قضائي.

حظرت المادة ٢٦٤ من قانون التجارة على الشركات المساهمة الاقتراض بضمانة الأسهم وإنما يحق لها الاقتراض بضمانة موجوداتها.

حقوق المساهمين:

حددت الأنظمة والقوانين حقوق وواجبات المساهم في كل شركة وحددت سلوكه أثناء البيع و الحصول على الأرباح أو رهن السهم كما ذكرنا، واستنادا لذلك يتمتع المساهم بالحقوق التالية:

١- شريك مالك يحق له التصرف بأسهمه.

٢- المساهمة بإدارة الشركة عن طريق المشاركة بالهيئة العامة و الانتخاب و الترشيح.

٣- الحصول على الأرباح في نهاية العام إذا وافقت الهيئة العامة على التوزيع.

٤- بيع أسهمه في الأسواق المالية.

٥- الاستمرار في الشركة في حال استمرار الشركة.

٦- الحصول على التقارير الشهرية و السنوية عن الشركة.

٧- الاطلاع على دفاتر الشركة قبل عشرة أيام من انعقاد الهيئة العامة.

٨- التنازل عن أصواته للآخرين بموجب تفويض نظامي.

خامساً: الشركات المساهمة و الأسواق المالية:

تعتبر الشركات المساهمة بأحجامها الكبيرة و الصغيرة و على مختلف مجالات عملها الاستثمار الأفضل بالنسبة لمالكي رأس المال حيث يستطيع أي مساهم مهما كان حجم ملكيته أن يبيع ما يملكه من الأسهم في أي لحظة يشاء و الانتقال لصناعة أخرى أو نشاط آخر، أي بعبارة أخرى أوضح لقد ساعدت الشركات المساهمة صغار المستثمرين أو حتى كبارهم على تجاوز عقدة الشريك و الانتقال إلى الشريك العام غير المعروف بالنسبة للآخرين أما بالنسبة للبورصة فكيف ستظهر إذا لم يكن هناك شركات مساهمة تطرح أسهمها للتداول و تطرح سندات الدين للتداول و الأوراق التجارية التي قد تظهر بصورة غير مباشرة عن هذه الأنشطة.

مما تقدم يبدو أن العلاقة عضوية بين الشركات المساهمة و البورصة وذلك من خلال النقاط التالية:

١. البورصة هي المكان الذي يمكن من خلاله التعرف على جميع الشركات المساهمة و ذلك من خلال الإعلانات التي تنشرها.

٢. البورصة هي شركة مساهمة بحد ذاتها تعرف عن نفسها و عن الشركات المساهمة التي تمارس الأنشطة المختلفة.

٣. تنشر الشركات المساهمة تقاريرها الدورية في البورصة و ذلك للتعرف على أنشطتها الحالية و المستقبلية.

٤. تتحدد في البورصة جميع القيم التجارية و الصناعية و أسعار الأسهم و السندات والسلع و المعادن و النقود و الذهب لذلك سميت (الأصول المالية) بمفهومها العام.

٥. تتحدد في البورصة الشركات الناجحة و التي يقبل الأفراد على شراء أسهمها فترتفع قيمتها و لذلك تسعى كل شركة من خلال و ضعها في البورصة لإعادة النظر بسياستها المالية و الإنتاجية.

٦. من خلال البورصة يتوقف انحراف الشركات و تتجه للاستقرار بل لتحسين سمعتها التجارية و زيادة أرباحها بحيث تشجع على تداول أسهمها.

٧. البورصة هي مرآة الاقتصاد الوطني تنعكس فيها القرارات الحكومية و قرارات الشركات ارتفاعا في الأسعار أو تراجعاً، لذلك يصبح الجميع معنيين بدراسة حالة البورصة ومن ثم حالة الشركات الخاسرة أو التي يمكن أن تتعرض للخسارة.

إن هذه النقاط و هذا التداخل بين البورصة و الشركات تعكس حالة الاقتصاد الوطني لأن استقرار الشركات المساهمة و زيادة حجم إنتاجها وزيادة معدلات النمو في الاقتصاد الوطني فكلما ازداد عدد الشركات وتفرعت أنشطتها كلما تطور الاقتصاد الوطني لذلك يقال بلغ عدد الشركات في بلد ما ٥٠٠ شركة وبلغ في بلد آخر ١٥٠ شركة وهكذا .....

فالشركات المساهمة تتوقف على حالة الاقتصاد الوطني و الوعي الاستثماري وتطور الأنشطة التجارية و الخدمية، وكذلك تتوقف حالة البورصة على هذه العوامل فكلما تطور الوعي الاستثماري كلما ازداد معدل النمو و الاستقرار الاقتصادي.

سادساً: الشركات المساهمة محدودة المسؤولية:

لقد ساهمت الشركات المساهمة في تجميع الرساميل الضخمة بحيث يمكن لها الدخول في استثمارات كبيرة مما يؤدي لتطوير القطاعات الاقتصادية التي تعمل بها هذه الشركات، لكنه كما تحدثنا في الشركات المساهمة المغفلة فقد يلاحظ اتفاق مجموعة شركاء على تأسيس شركة دون أن تكون مساهمة عامة و بالتالي أطلق المشرع على هذا النوع من الشركات (المساهمة محدودة المسؤولية) ويمكن تعريفها: "اتفاق مجموعة أشخاص (اثنين على الأقل وبما لا يتجاوز الخمسة والعشرين شخصاً) على تأسيس شركة مساهمة لا تطرح أسهمها على الاكتتاب العام وإنما يوزع رأس المال بين الشركاء بالتساوي أو حسب مساهمة كل منهم لمزاولة نشاط تجاري أو صناعي يؤدي إلى الربح".

أو يمكن تعريفها أيضاً:

شركة متوسطة الحجم من حيث رأس المال و الحجم تجمع بين شركات التضامن و الشركات المساهمة و تستفيد من مزايا هذين النوعين تمارس جميع الأنشطة التجارية و الصناعية بغية تحقيق الأرباح.

لقد حظر المشرع السوري على الشركات محدودة المسؤولية ممارسة مهنة الصيرفة و أعمال التأمين نظراً لحاجة هذه الأنشطة للمبالغ الضخمة /وتعدد مجالاتها/ وتوسع نشاطاتها.

- تخضع الشركات المساهمة محدودة المسؤولية من حيث التأسيس و الشهر و الإعلان و الأنظمة للتشريعات المعمول بها في الشركات المساهمة المغفلة، أي يجب أن تضع الشركة نظاماً داخلياً وتتحدد بمجموعة المؤسسين ثم تتقدم بطلب الترخيص ثم تحصل على الموافقة و تدعو إلى اجتماع الهيئة العامة الذي يقتصر على المساهمين فقط عشرة أو خمسة عشر مساهماً إذا كانت الشركة مملوكة لهؤلاء فقط.

- يتولى إدارة الشركة المساهمة محدودة المسوولية أحد المدراء الذين تكلفهم الهيئة العامة و عادة ما يكونون من الشركاء أو من الخبراء و ذلك حسب النظام الداخلي للشركة.
- تصدر قرارات الهيئة العامة بالأغلبية و خاصة من يملك النسبة الكبيرة هو الذي يصدر القرارات وتوافق عليها الهيئة العامة، فإذا امتلك شخص ما ٥٠% من الأسهم يحق له التصويت بمقدار ٥٠% وبذلك يرجح بجهة قراره.
- تصادق الهيئة العامة على الميزانية و تقرير مفتش الحسابات وغيرها من التقارير المرفوعة من الإدارة العامة للشركة.

ثانياً: شركات الاستثمار في الأسواق المالية: Investment companies

يسعى صغار المدخرين لتوظيف مدخراتهم في الأسواق المالية و ذلك عن طريق شراء الأسهم و السندات و عادة ما يستطيع المستثمر أن يشتري /١٠٠/ سهم وأحياناً /١٠٠/ سند ونظراً لعدم القدرة على التنويع لأنها أصغر وحدة للشراء لذلك لا يستطيع المستثمر الصغير شراء /٥٠/ سهماً من شركة كذا و /٢٥/ سهماً من شركة كذا أي يصعب التنويع للشركات الصغيرة لذلك ظهرت فكرة تجميع صغار المدخرين في جمعية أو شركة سميت شركة استثمار الأموال.

أولاً: تعريف الشركة وخصائصها:

شركات الاستثمار هي شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من فئات مختلفة لتقوم باستثمارها في تشكيل (صناديق) من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة ويتحدد نصيب المستثمر بعدد الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله"

إن هذا التعريف يركز على فكرتين:

أ- تجميع المدخرات من صغار المستثمرين.

ب- شراء أسهم و سندات ضمن مجموعات محددة بهدف الربح.

كما ويمكن تعريف هذه الشركات بصيغة أوضح:

" هي شركة تولف من مجموعة من صغار المدخرين يجمعون ودائعهم وتقوم الشركة بتشكيل محافظ استثمارية أو صناديق استثمار نيابة عن المستثمرين بهدف الحصول على الأرباح وتنشيط الاستثمار في الأوراق المالية و تنشيط السوق".

يركز هذا التعريف على خصائص هذه الشركات:

١- إنشاء شركة من صغار المدخرين الذين يرغبون بالاستثمار في البورصات.

٢- تقوم الشركة بتشكيل محافظ استثمارية أو صناديق تضم العديد من الأسهم و السندات.

٣- الحصول على الأرباح نتيجة المضاربة.

٤- تنشيط المضاربة في سوق الأوراق المالية.

إن هذه الشركات بما تتضمنه من تشريعات و تنظيمات تسعى لتفعيل السوق و ضمان حقوق صغار المدخرين وقد لاقت رواجاً في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية وقد تطورت فكرة الشركات الاستثمارية لتضم أشكالاً وتنظيمات متعددة أنتجتها الأفكار و التشريعات المالية و أهمها:

١-ودائع وحدة الاستثمار

وهي نوع من الشركات تمتلك تشكيلة من الأوراق المالية منذ تأسيسها و حتى انحلال الشركة وتوزيع الأرباح على الشركاء ويقوم السمسار أو الأمين بالشراء و البيع وفي نهاية الفترة يحصل على عمولة محددة.

٢-شركات الاستثمار /المدار/

وهي شركات تشكل لها إدارة وخبراء لكي يقوموا بالمضاربة بالأسواق المالية بعكس ودائع وحدة الاستثمار التي تشتري الأوراق في بداية السنة وتبيعها في نهايتها وتقسم هذه الشركات إلى نوعين:

أ- شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة: هي شركات استثمار الأموال، حيث تقوم هذه الشركة بتشكيل محافظ استثمارية وصناديق وتقوم بإصدار أسهم مثل الشركات المساهمة لمن يرغب بشراء هذه الأسهم ويتم تداولها في السوق ولا تقوم الشركة بشراء أسهمها من السوق.

ب- شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة: هي شركات استثمار الأموال لكنها تقوم بإصدار الأسهم لمن يرغب بالشراء من المساهمين أو من غير المساهمين وتكون على استعداد تام لشراء أسهمها من السوق.

مزايا شركات الاستثمار

تساهم شركات الاستثمار كما ذكرنا في جذب المدخرات الصغيرة و تحقيق العائد المرتفع و درجة الأمان العالية لهولاء و استنادا لذلك تحقق شركات الاستثمار المزايا التالي:

١- **الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة:** إذا قام مستثمر بنفسه باستثمار أمواله في شراء الأصول المالية فإنه قد يشتري أسهم شركات غير نشيطة مما يضعه أمام فرصة انتظار طويلة أو قد يشتري أسهم شركات نشيطة لكن بأسعار مرتفعة مما يخفض قيمة الأرباح، لذلك تقوم هذه الشركات من خلال الإدارة المحترفة بدراسة السوق جيداً و الاستعانة بالخبرات و الكفاءات مما يضعها أمام الاستثمار الصحيح أي أمام شراء محفظة أسهم جيدة تحقق الأرباح المرتفعة.

٢- **زيادة حجم الربح:** إن المستثمر الصغير الذي يملك /١٠٠٠/دولار لا يستطيع زيادة رأسماله من سعر الفائدة فإذا كانت الفائدة ٥% معنى ذلك تكون أرباحه /٥٠/ دولار وقد تصل إلى /١٠٠/ دولار نتيجة المضاربة لكن انضمام

المستثمر لصناديق الاستثمار و شركات الاستثمار سوف تساهم في زيادة الأرباح إلى ٢٠% أحياناً فقد يحصل صاحب المبلغ إلى /٢٠٠/دولار بفضل المضاربة عن طريق شركات الاستثمار.

٣-**تنويع المحفظة:** لا يستطيع المستثمر الصغير الذي يملك ١٠٠٠ دولار إيجاد محفظة متنوعة لأنه لا يمكن شراء أقل من وحدة سندات حيث تكون الوحدة /٥٠/سهماً وفي بعض البورصات /١٠٠/ سهم فإذا كانت قيمة السهم /١٠/دولار أو /٥٠٠/ليرة سورية هذا يعني ١٠٠X ٥٠٠ = ٥٠٠٠٠ليرة.

أي يشتري وحدة واحدة فقط ومن شركة واحدة أي لا يستطيع تحقيق التنويع وقد يستطيع المستثمر شراء وحدتين فقط إما إذا كان المدخر منتسباً لشركة الاستثمار فإنه من خلال شركته يستطيع التنويع لأن شركة الاستثمار سوف تشتري مئات الأسهم ومن عدة شركات وبذلك يحقق التنويع للشركة و المستثمر معاً.

٤-**انخفاض حجم المخاطر:**

إذا اشترى المستثمر الصغير أسهم شركة او شركتين و انخفضت أسعارها فإن نسبة الخطر ترتفع وكقاعدة عامة كلما انخفض حجم التنويع كلما ازدادت نسبة الخطر، وكلما ازداد حجم التنويع كلما انخفض حجم الخطر لذلك تسعى شركات استثمار الأموال لتنويع استثماراتها وبالتالي تنخفض نسبة المخاطر و تزداد الربحية.

٥-**تنشيط السوق وتحسين الربحية:**

إن وجود الأعداد الكبيرة من شركات استثمار الأموال سوف يساهم في تجميع المدخرات الوطنية ويدفعها لسوق المال التي سوف تستوعب هذه المدخرات وبالتالي سوف يساهم ذلك في تنشيط السوق وزيادة حجم التعامل (البيع و الشراء) مما يؤدي

لتحسين أسعار الأسهم وزيادة أرباح المتعاملين فالأسواق في الدول النامية تحتاج لمثل هذه الشركات لسببين:

أ- لتجميع صغار المدخرين في شركات قوية قادرة على تلبية طموحاتهم.

ب- لتنشيط الاستثمار وزيادة حجم التعامل الأمر الذي ينشط دور البورصة في الاقتصاد الوطني.

ثانياً: التأسيس و الإدارة:

يتولى تأسيس شركة الاستثمار إما أفراد يتفقون فيما بينهم أو إحدى الشركات التالية:

- أحد بيوت السمسرة.
- أحد بيوت المشورة و الخبرة.
- إحدى شركات التأمين التي تتوفر لديها الفوائض المالية.
- أحد بنوك الاستثمار

تقوم هذه المجموعات العاملة في مجال البورصة بتأسيس شركة استثمار الأموال بهدف استثمار أموال صغار المدخرين و يستفيد المؤسس من تسويق بعض الخدمات أو الحصول على العمولات نتيجة شراء الأسهم أو الخبرة.

بعد تأسيس الشركة و انضمام صغار المدخرين يقوم المؤسس بتشكيل إدارة لهذه الشركة أي يتم تمثيل المدخرين بحدود ٤٠% والباقي ٦٠% يتم تعيينهم من الخبراء لأن مثل هذه الشركات تحتاج لخبرات ماهرة لكي تجعلها من الشركات الرابحة وبالتالي لا يمكن انتخاب أعضاء مجلس الإدارة من المساهمين لأن أكثرهم مدخرون صغار لا تتوافر لديهم الخبرة في هذا المجال وعادة ما يطلق على إدارة الشركة (إدارة مستأجرة) لكي تقوم بمهمة الإدارة وتحقيق الربحية.

يتولى إدارة المديريات الفنية مجموعة من المدراء يتم تعيينهم من قبل مجلس الإدارة لكي يقوموا بالعمل الفني و المالي و التسجيل و المحاسبة و غير ذلك كباقي الشركات.

تقوم إدارة الشركة –مجلس الإدارة– و المدراء بما يلي:

١ – تشكيل محفظة أوراق مالية رابحة و مستقرة و آمنة بحيث تحقق زيادة في الأسعار (ربح رأسمالي) وزيادة في الأرباح (محفظة دخل).

٢ – إدارة الصندوق حيث يمكن للشركة تشكيل أكثر من صندوق.

٣ – إصدار أسهم الشركة نفسها وفي حالات أخرى إعادة شرائها.

٤ – إجراء الحسابات الدورية لمعرفة جوانب الربح و الخسارة.

٥ – إجراء الدعاية و الإعلان للشركة.

ثالثاً: سياسات الاستثمار:

تختلف سياسات الاستثمار لشركات استثمار الأموال عن سياسات الأفراد في استثمار أموالهم الخاصة، فقد يركز المضارب على محفظة هجومية في استثمار أمواله أي يشتري أسهماً منخفضة القيمة أملاً في ارتفاع أسعارها فيحصل على الأرباح العالية، لكن شركة الاستثمار لا تستطيع المغامرة و بالتالي تستخدم الأساليب التالية:

أ- تبني سياسة تنويع المحفظة في سبيل الحد من المخاطر المرتفعة من جهة و تحقيق الأرباح من جهة أخرى بهدف الاستقرار و قد حددت الأنظمة المالية في البورصات عدم الشراء لأكثر من ٥% من شركة معينة وعدم التركيز على أسهم لشركات معينة.

ب- تبني سياسة التخصص في المضاربة أي قد ترغب شركة معينة في الاستثمار في قطاع البناء لذلك تشتري أسهم شركات الإسمنت ومواد البناء وتشتري أسهم شركات البناء والعقارات وغيرها بحيث تصبح متخصصة في مجال البناء وهذه ميزة إذا ما تحسن هذا القطاع تحقق الشركة المستثمرة في هذا المجال أرباحاً كبيرة.

ج- تنشيط الاستثمار ويكون ذلك بإجراء تغييرات مستمرة في الأسهم الداخلة في المحفظة بحيث يمكن الاستفادة من بعض الأسهم التي تباع بسعر أدنى وتزداد أرباحها أو التي قد تزداد توزيعاتها من الأرباح، لكن زيادة الإدخال و الإخراج سوف تزيد التكلفة فقد ترفضها بعض الشركات.

د- إصدار السندات للشركة نفسها واستخدام حصيلتها بإصدار المزيد من الأسهم لذلك يتوقف إصدار السندات على الأرباح الرأسمالية للأسهم على توزيعات الأرباح.

رابعاً: تقييم شركات الاستثمار:

نشأت فكرة الاستثمار استناداً لمبدأ جمع المدخرات الصغيرة وصغار المدخرين بحيث تحقق لهم هذه الشركة استثمارات أفضل و تحقق لهم العوائد المرتفعة فإذا مارست الشركات عملها يصعب على كل مستثمر معرفة التطورات في الشركات لذلك تقوم الشركة بإعلام المشتركين عبر أسلوبين:

١- التقارير الدورية التي تصدرها عن طبيعة كل صندوق كونته الشركة وعن حجم ونشاط جميع الصناديق ضمن الشركة الواحدة من خلال ذلك يستطيع المستثمر معرفة أوضاع شركته بشكل إجمالي.

٢- قياس أداء صندوق الاستثمار و ذلك من خلال القانون التالي:

حيث م = معدل العائد على الصندوق.

ق١ = قيمة السهم عند القياس.

ق = قيمة السهم عند الشراء.

ر = الأرباح السنوية للسهم.

ر١ = الأرباح الرأسمالية للسهم

مثال:

إذا فرضنا أن سعر السهم في شركة الزيوت الأهلية بحماه قد تم شراؤه بحدود ٦٥٠ ليرة سورية في بداية تشكيل الصندوق في ٢٠٠٦/١/١ و عن سعره الحالي ٧٥٠ ليرة سورية و أن الأرباح الرأسمالية بلغت في ٢٠٠٦/١٢/٣١ حوالي ١٠٠ ليرة و الربح السنوي للسهم ٦٥ ليرة، احسب معدل العائد للسهم.

إن معدل العائد لهذا السهم هو ٤٠% وبالتالي يطمئن المستثمر لنتيجة المضاربة أما إذا كانت نتيجة المضاربة الخسارة ولنفرض ١٠% خسارة فإن المستثمر سوف يتدخل و سوف تضطر الإدارة لإعادة النظر بسياستها الاستثمارية وبطريقة اختيار الأسهم.

الفصل الخامس

قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية

مقدمة:

إن تطور شركات الأعمال وتزايد أشكال تنظيمها وخروجها للعمل والإنتاج خارج الحدود الوطنية قد زاد من حدة احتياجاتها للتمويل الذي عادة ما كان يرتبط بالمصارف والقروض المصرفية ، لكن الرساميل الخاصة (الأسهم) قد تخفف عن الشركات عناء التفكير في مخاطر القروض وطرق تسديدها لذلك وجدت هذه الشركات في الأسواق المالية ضالتها فأصبحت سوق المال المصدر الأساسي للتمويل عن طريق تجميع المدخرات الوطنية وإعادة توظيفها في القطاعات الإنتاجية أو الخدمية أو بشكل خاص في القطاعات ذات الاحتياج.

ومن جهة أخرى فإن المضاربين في سوق المال يرغبون في الحصول على أعلى الأرباح بغض النظر عن نتائج التوظيف هل سيذهب للإنتاج وتنمية الدخل القومي أم سيذهب لمضاربات غير إنتاجية وغير ذات قيمة؟

لذلك كان لا بد من تحديد قواعد وأسس علمية لضبط تصرفات المتعاملين في الأسواق بحيث تتوجه مضارباتهم باتجاه الصفقات الرابحة التي ترفع من كفاءة السوق وتحد من دور السماسرة من خلال تحديد حجم الأوامر وأنواعها بحيث لا يستطيع السمسار الخروج عن الأوامر التي يحددها العميل.

إن تسجيل الشركات والأوراق المالية يعتبر من أهم العوامل التي تساهم في زيادة عرض الأوراق المالية وتنويعه بحيث كلما ازداد عدد الأوراق المالية وعدد الشركات كلما توفر للمضاربين والمستثمرين إمكانيات أكثر للاختيار والمضاربة وكلما انعكس ذلك على السوق والاقتصاد الوطني بشكل ايجابي ، فالسوق الكبيرة توفر إمكانيات أفضل لتجميع المدخرات والاستثمار وتحسين ظروف الإنتاج في الاقتصاد.

لذلك شدد علماء المالية على ضرورة ضبط التعامل من خلال إجراءات وقواعد وأسس قادرة على تحقيق النمو المتوازن وتجنب حدوث الأزمات.

أولا– شروط تسجيل الأوراق المالية بالبورصة:

تحقق البورصات مزايا هامة للشركات المسجلة وتحقق توازناً في الأرباح للمضاربين ولذلك يصبح من مصلحة أي شركة تسجيل أوراقها المالية في السوق وذلك لتحقيق الدعاية والإعلان والشهرة بحيث عندما تسجل الشركة في البورصة يطمئن المتعاملون لوضعها وتزداد أسعار الأسهم وتندفع الشركة للالتزام بقواعد الإعلان والتخطيط المناسب.

ويتوجب على كل شركة أن تعمل سنتين أو ثلاثة قبل التسجيل في البورصة وأن تظهر وضعها المالي للسوق وللمتعاملين بحيث تحقق شروط الأرباح وتستطيع الشركة عند الإصدار استشارة لجان البورصة بحيث تقدم لها النصح في كيفية تسويق أسهمها وأي المصارف أفضل للترويج وما هي الشروط اللازم تحقيقها تمهيداً للدخول مستقبلاً لسوق الأوراق المالية.

تختلف شروط القيد والقبول بين بورصة وأخرى وحسب أنظمة البورصة وقوانينها ولكنه مهما اختلفت الشروط يبقى أمام كل شركة مجموعة من الشروط العامة للتسجيل، وبالتالي يتطلب الأمر من كل شركة ترغب في التسجيل في البورصة أن تقدم المستندات التالية:

١- نسخة عن عقد الشركة ونظامها الداخلي ومرسوم إحداثها وجميع الأوراق الثبوتية الأخرى.

٢- نشرة إصدار الأوراق المالية موقعاً عليها من قبل الأشخاص المسؤولين عن الشركة عند طرح أسهمها للاكتتاب العام أو رئيس مجلس الإدارة.

٣- ميزانية السنوات السابقة ويشترط هنا أن تكون الشركة قد زاولت عملها لمدة سنتين على الأقل قبل الدخول في البورصة.

٤- علاقة الشركة مع المصارف وحجم قروضها ومستوى مديونيتها لكي تتمكن اللجنة في البورصة من معرفة الوضع المالي للشركة.

٥- الأوراق الثبوتية الأخرى اللازمة.

إضافة إلى الثبوتيات القانونية يتوجب على الشركة تحقيق الشروط التالية:

١- أن يكون مقدار الربح الإجمالي قبل الضريبة حوالي ٢.٥ مليون ويكون بحدود ٢ مليون في السنتين السابقتين وذلك في بورصة نيويورك.[١]

٢- أن يكون مجموع أصول الشركة بحدود ١٨ مليون دولار.

٣- أن تكون القيمة السوقية للأسهم ١٨ مليون دولار.

٤- أن يملك الجمهور حوالي ٥٠ % من الأسهم أي حوالي /١/ مليون دولار على الأقل وأن يصل عدد المساهمين حوالي ٢٠٠٠ مساهم يملك كل منهم ١٠٠ سهم على الأقل.

٥- أن يكون للشركة مكانة متميزة في الصناعة الوطنية وقادرة على النمو في المستقبل بحيث يكون للنشاط الصناعي أهمية خاصة مستقبلية.

٦- أن تسهم الشركة في زيادة الإنتاج والدخل والعمالة بحيث تساهم في زيادة معدل النمو الاقتصادي.

---

[١] منير إبراهيم هندي : الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ص ٩٧

لقد حددت كل سوق مالي حجم رأس المال وعدد الأسهم استناداً لحالة الاقتصاد وعدد الشركات ودورها في الاقتصاد الوطني فقد حدد المشرع المصري رأس المال بمبلغ لا يقل عن ٥٠ ألف جنيه وحدد طريقة الاكتتاب بالأسهم وغيره[١]

وفي حال حققت الشركة شروط الانتساب إلى سوق المال عليها القيام بالإفصاح المالي ونشر تقاريرها كمايلي:

١- تحقيق الإفصاح المالي والمحاسبي الذي يساهم في رفع كفاءة السوق ويقدم للمضاربين والمستثمرين المعلومات اللازمة عن وضع كل شركة وبالتالي يستطيع المضارب المقارنة بين أسهم الشركات المختلفة.[٢]

٢- نشر الحسابات الختامية في نهاية كل سنة بشكل مفصل.

٣- نشر خطة الشركة واستراتيجيتها من خلال اجتماعات الهيئة العامة.

٤- أن تخطر لجنة البورصة بكل المعلومات والبيانات المتعلقة بوضع الشركة بحيث لا تخفي أي معلومة عن المتعاملين والمستثمرين ولجان البورصة.

إن تسجيل الشركة في البورصة سوف يحقق لها المزايا التالية:

١- إن تسجيل الشركة في البورصة سوف يحقق الإعلان والدعاية المجانية للمنشأة حيث ستحصل على سجل يساعدها على زيادة الإنتاج والمبيعات دون وجود تكاليف إضافية.

٢- زيادة حجم الثقة في الشركة وإقبال الأفراد والمضاربين على شراء الأسهم والاشتراك في السندات لاحقاً.

٣- نشر معلومات فعلية عن الشركة سعر السهم الأصلي وسعر الإقفال وسعر الافتتاح وتطورات الأسعار خلال فترة زمنية.

---

[١] محسن أحمد الخضيري : كيف تتعلم البورصة ، مرجع سابق ص ٤٣

[٢] عبد الستار الظاهر: دور المعلومات المحاسبية في توجيه الاستثمارات المالية،رسالة ماجستير جامعة حلب ٢٠٠٤ ص ٣٠

٤- الضغط الأدبي والمعنوي على الشركة بحيث ينبغي تجنب أي خطأ أو عثرة يمكن أن تتعرض لها الشركة وتدقيق جميع الإجراءات بحيث أصبحت علنية ومراقبة.

٥- التقيد بالأنظمة والقوانين القائمة في الأسواق المالية مما يساعد الشركة على تنويع استثماراتها واختيار مصادر التمويل الأقل كلفة والأكثر ربحية وخاصة عندما تطلب تمويل مشاريع جديدة موجودة في الخطة.

إن التزام الشركة بالأنظمة والقوانين المالية الحكومية قد يعفيها أحيانا من الالتزام بقوانين البورصة إذا لم تكن مسجلة فيها لكن التسجيل سوف يلزم الشركة بالالتزام بجميع الأنظمة والقوانين والإجراءات المالية وعندها لا يحق للشركة مخالفة أي نص لأنها أصبحت مراقبة من قبل الهيئة العامة للشركة والأجهزة الحكومية وأجهزة البورصة والمضاربين الذين يشكلون الآن (بعد التسجيل) حلقة رقابية جديدة تسعى لتقويم سلوك الشركة وزيادة ربحيتها.

إن أي مخالفة للأنظمة سوف يدفع لجنة البورصة لشطب الشركة من السجلات وسوف يعرضها لمخاطر الإفلاس لذلك لابد من الالتزام لكي تستمر الشركة مسجلة في السوق.

إن تسجيل الشركة في البورصة سوف يعزز من مكانتها ويعطيها فرصة مناسبة للحصول على موارد مالية جديدة بتكلفة أقل ويزيد من فرص النجاح في المستقبل.

ثانياً: أشكال عرض الصفقات في التداول:

بما أن سوق الأوراق المالية من الأسواق النموذجية لذلك تمارس نشاطها بشكل علني ومكشوف للجميع ، حيث يتم عرض الصفقات المالية في لوحات العرض وتتم عمليات البيع بشكل علني ويتم التسجيل في المقصورة بشكل دقيق وواضح وبالتالي لا يمكن إخفاء أي صفقة أو أي سعر عن الجمهور خاصة وأن الأسعار أصبحت تنشر بكافة وسائل الإعلام من تلفزيون – صحف – نشرات – إذاعات

وأصبحت بعض البرامج متخصصة تناقش وتدرس وتحلل نتائج المضاربة في كل يوم كما وقامت وكالات الأنباء بتخصيص صحفي مراسل يعمل طوال اليوم في البورصة وينقل الأخبار من خلال تقرير إخباري يومي يقدمه للنشر.

إضافة إلى ذلك تنشر كل بورصة حركة التعامل اليومي بحيث يحدد في هذه النشرة عدد الأسهم المباعة ووسطي الأسعار (المؤشر) وقيمة الصفقات منسوبة إلى رأس المال المسجل في البورصة.

يجري عرض الصفقات في سوق المال حسب الأشكال التالية:

١. أسلوب المناداة:

حيث يقوم السمسار أو مندوبه أو أحد مساعديه بالنداء بصوت مرتفع على بعض الأسهم المعروضة للبيع ويسمى العرض الذي يقدمه أحد العارضين (صفقة) حيث يعرض سمسار مكلف ببيع بمجموعة أسهم بوضعها للبيع وينادي المندوب (صفقة ١٠٠ سهم) مثلاً من شركة النماء المساهمة المغفلة سعر السهم /٧١٤/ ليرة.

فإذا تقدم أحد المضاربين أو السماسرة ووافق على الشراء تتوقف عمليات البيع والمناداة وتبدأ عملية تسجيل بيع للمشتري الجديد في سجلات المقصورة.[١]

٢. أسلوب لوحات العرض:

يقوم السمسار قبل الافتتاح بتسجيل الصفقات على لوحة العرض حيث يسجل الموظف المختص كل صفقة كما يلي:

١- عدد الأسهم المعروضة للبيع.

٢- أسعار الأسهم.

٣-اسم الشركة صاحبة الأسهم.

---

[١] محمد عثمان إسماعيل حميد: أسواق رأس المال وبورصة الأوراق، مرجع سابق ص٦٤

ويشترط لإتمام صفقات البيع تساوي العرض المقدم مع الطلب أن يقدم المضارب لشراء ١٠٠ سهم معروضة ويوافق على الشراء وحسب الأسعار المعلنة بعدها تتم عمليات التسجيل في البورصة على الأوراق التي تم بيعها.

٣. أسلوب اللوحات الالكترونية:

إن تطور وسائل الاتصال وخاصة أنظمة المعلومات قد ساعد على المضاربة في أسواق المال وخفض حجم الجهد والوقت اللازم لإتمام صفقات البيع والشراء وإظهار المعلومات بصيغة أفضل، كما وساعد المضاربين على إجراء عمليات البيع والشراء عبر أجهزة الكمبيوتر داخل البورصة.

تسجل كل بورصة أسماء الشركات وعدد الأسهم الخاضع للتداول والأسعار بما فيها أسعار الافتتاح والإقفال والبيع خلال التعامل والصفقات المعروضة حيث يسجل على اللوحات الالكترونية كل صفقة (عدد الأسهم – الأسعار – اسم الشركة) ويسجل بالمقابل طلب السمسار وعندما يتلاقى العرض مع الطلب يتم تسجيل الصفقة في المقصورة.

٤. الصفقات المباشرة:

أجازت التشريعات للمضاربين والمستثمرين ومالكي الأسهم إجراء صفقات مباشرة وخارج البورصة عن طريق الاتصال المباشر.

فقد أجاز المرسوم رقم ٧٦٦٧ الخاص بإحداث بورصة بيروت للمتعاملين إجراء صفقات مباشرة شريطة تحديد عدد الأسهم وأسعارها والشركات صاحبة الأسهم وطريقة الدفع وكل ما يتعلق بالصفقة ويفضل أن تكون الأسعار موازية للأسعار العلنية في البورصة وفي حال كانت أعلى أو أدنى تسجل شريطة قبول الطرفين بها.

تسهل هذه الطريقة على المتعاملين ومالكي الأسهم إجراء صفقات مباشرة لترويج البيع وتنشيط السوق وغالبا ما يعاد الإعلان عن هذه البورصة في لوحات العرض في البورصة لتوضيح الأنشطة الجانبية في البورصة والالتزام بالعلنية بشكل دائم.

ثالثاً- التفويض وأوامر البيع والشراء:

يعهد المضاربون غير المسجلين في الأسواق المالية إلى السماسرة بالشراء أو البيع ولكي تتم الصفقات يتطلب الأمر وجود تفويض خطي محدد يتضمن نوع التفويض والكمية المحدد للشراء والأسعار والشركة التي يرغب المضارب بشراء أسهمها وغير ذلك من المعلومات الواجب توفرها.

تقسم الأوامر لعدة أنواع أهمها:

١- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ.

٢- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ.

٣- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ.

٤- الأوامر الخاصة.

وسوف نبحثها بشكل مفصل كما يلي :

١. الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: Price Limit Of Orders

يقصد بالأوامر المحددة لسعر التنفيذ تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو السعر المقرر لتنفيذ الصفقة وفي حال عدم التقيد بالسعر يخرج السمسار عن الآمر ويعاقب على ذلك وتلغى الصفقة.

وهناك نوعان من الأوامر هما:

١- أوامر السوق : Market Order

يطلب العميل من السمسار تنفيذ طلبية محددة بعدد من الأسهم وبأفضل سعر يمكن أن يجري عليه التعامل، ونظراً لأن أمر الشراء لا يتضمن سعراً محدداً لذلك تجري الصفقة

بأقصى سرعة حيث يدخل السمسار إلى القاعة ويسجل اسم المضارب وعدد لأسهم والشركة المطلوب شراء أسهمها دون تحديد السعر ويكون السعر حسب السوق (السعر الرائج في السوق).

بناء على ذلك يتم تنفيذ الطلبية.

٢- الأوامر المحددة: Limit Order

ويتضمن هذا الأمر تحديد عدد الأسهم واسم الشركة صاحبة الأسهم والسعر وبالتالي ينبغي على السمسار تنفيذ أمر الشراء أو البيع حسب ما هو محدد في الطلب كما ويحدد المستثمر في أمر الشراء فترة زمنية معينة – يوم – أسبوع – شهر ... يقوم المستثمر بإعطاء السمسار هذا الأمر حيث يقوم السمسار بدوره بتسجيل الأمر في السوق أو لدى المتخصصين لأنه عند وصول السعر إلى السعر المحدد في الأمر يقوم المتخصص بإعلام السمسار لإبرام الصفقة.

- يؤخذ على هذا الأمر تأخير إنجاز الصفقة إذا تعذر وصول السعر في السوق إلى السعر المحدد في الأمر وغالبا ما تبقى هوامش بسيطة ومع ذلك يفشل الآمر مما قد يضر بالمستثمر.[1]
- أما إيجابياته فإن المستثمر يعرف مسبقاً قيمة الصفقة ويعرف المبلغ الذي يجب عليه دفعه أو الذي سيقبضه إذا كان الأمر بالبيع.

وقد طورت البورصة بعض الأوامر استنادا للأوامر المحددة بحيث تتيح نوعا من المرونة لكي لا تلغى أو تؤجل الصفقات.

[1] منير إبراهيم هندي :الأوراق المالية وأسواق رأس المال – مرجع سابق ص ١٢٧

٢. الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: Time Limit Of Order

يقصد بالأوامر المحددة لوقت التنفيذ تحديد فترة زمنية لإنجاز الأمر فإذا تمت الصفقة خلال الفترة يتم التثبيت والدفع والتسجيل، أما إذا لم يستطع السمسار إنجاز الأمر خلال الفترة المحددة فإنه يعتبر لاغيا ويقسم هذا الأمر إلى عدة أنواع:

١- أوامر محددة بيوم: Day Order

يعطى الأمر لمدة يوم واحد يبدأ عند افتتاح البورصة ويظل ساريا إلى وقت الإقفال فإذا لم ينفذ يعتبر لاغيا ويعتبر هذا الأمر من الأوامر الأكثر شيوعا في البورصات نظرا لتعدد حجم المضاربات خلال اليوم وللظروف المحددة في كل منشأة وتطوراتها وسرعة التغيرات في اليوم.

٢- أوامر محددة بأسبوع أو شهر: Week Order

يحدد في أمر الشراء فترة أسبوع لإنجاز الطلبية فإذا استطاع السمسار إنجاز الصفقة تسجل في السوق وإذا لم يستطع يعتبر الأمر لاغيا. أما الأمر المحدد بشهر فقد يعطى من ١ نيسان ولغاية ٣٠ نيسان أو قد يحدد من ١٤ آذار إلى ١٤ نيسان ضمنا.

٣- الأمر المفتوح: Open Order

يقصد بالأمر المفتوح عدم تحديد مدة زمنية للانتهاء حيث يبقى الأمر مفتوحا حتى إنجازه وعادة ما يعرض هذا الأمر المستثمر للمخاطر حيث قد يشتري السمسار في أوقات ارتفاع الأسعار ويبيع في أوقات الانخفاض.

٣. الأوامر التي تجمع بين السعر والزمن:

يقصد بهذا الأمر أن يحدد المستثمر للسمسار فترة زمنية للشراء وسعرا معينا للتثبيت، فهو يجمع بين مزايا أوامر السعر وأوامر الزمن.

٤. الأوامر الخاصة:

تتضمن هذه الأوامر إجراءات محددة لا تتوفر في الأوامر السابقة ومن هذه الأوامر:

١- أوامر الإيقاف: Stop Order

يقصد بهذا الأمر أن تنفيذها يكون عند مستوى معين من الأسعار حيث يوجد نوعان من هذه الأوامر (أوامر البيع وأوامر الشراء).

٢- أوامر حسب المقتضى: Discretionary Order

ويقصد بهذا الأمر أن يترك للسمسار حرية إبرام الصفقة حسب الظروف من حيث السعر والزمن والكمية والشركة، وهنا ينبغي على السمسار إنجاز الأوامر استنادا لمصلحة موكله أو المضارب لكي يستطيع تحقيق الأرباح المطلوبة وتزداد سمعته في السوق المالية رفعة وازدهارا لأن السمسار هو بحكم الوكيل الذي يعمل لمصلحة موكله.

رابعا- تسديد قيمة الصفقات المالية:

عندما يرسل المستثمر أو المضارب أمر الشراء يتوجب عليه تحديد طريقة الدفع وعادة ما تكون شيكات مسحوبة على أحد المصارف العاملة في البورصة، فعند إتمام الصفقة حسب الأمر المرسل يقوم السمسار بالاتفاق مع الموظف المختص باستكمال إجراءات التسجيل ودفع القيمة حسب رغبة صاحب الأسهم وتتم عملية تحرير الشيك لصالحه إذا كان الدفع بالشيكات ونقدا إذا كانت الطريقة المرغوبة نقدا وللمستثمر أو المضارب حرية تحديد طريقة الدفع، لكن الحياة الاقتصادية وحاجة الأفراد للسيولة قد دفعت المضاربين لعدم استكمال إجراءات الدفع النقدي والانتقال إلى أسلوب الاقتراض لتمويل إجراءات الصفقة، لكن المصارف المركزية قد وضعت قيودا على الاقتراض بهدف المضاربة فقد حدد المصرف المركزي الأمريكي نسبة الاقتراض بمعدل ٥٠% من القيمة الاسمية للأسهم وحدد ١٥% من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومات أو ٢٥% من القيمة السوقية للأسهم أيها اقل[1]. وذلك بهدف الحد من الاقتراض بغرض المضاربة نظرا لأنها تساهم في تسريع التداول وزيادة حدة حدوث الأزمات.

---

[1] منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق ص ١٣٦

كما حدد المصرف الألماني Bunds Bank القروض التي يحق للمستثمر الحصول عليها مقابل المضاربة في سوق رأس المال بالحدود الدنيا في حين سمحت القوانين في كوريا وماليزيا وباقي دول جنوب شرق آسيا الاقتراض بضمانة الأسهم لتصل إلى ٧٥% الأمر الذي شجع على المضاربة حتى الشركات الإنتاجية قامت بالاقتراض بهدف المضاربة مما أدى لحدوث أزمة مالية عام ١٩٩٧.

إن تقييد الاقتراض بضمانة الأسهم يجب ألا تتجاوز ٢٥% بحيث يساعد ذلك على ضمانة حقوق المصارف وضمانة الأرباح للمضاربين وتهدئة صعود الأسعار في حالات الاقتراض المرتفعة مما يساعد على الاستقرار.

أوجدت الأنظمة المالية عدة أنظمة للدفع في الأسواق المالية أهمها:

١- الدفع النقدي الكامل.

٢- الدفع النقدي الجزئي.

٣- البيع على المكشوف

وسوف نشرحها بشكل مفصل.

١. الدفع النقدي الكامل:

ويقصد بالدفع النقدي الكامل قيام العميل بسداد قيمة الأصول التي اشتراها نقدا.

مثال:

اشترى المستثمر فؤاد سعد الدين عن طريق السمسار ابراهيم أحمد الأسهم التالية ٣٠٠٠ سهم من شركة السهول للأحبان بسعر السهم ١٥٠٠ ليرة سورية، ثم اشترى ٢٥٠٠ سهم من شركة غدق للإنتاج الزراعي والغذائي بسعر ١٨٥٠ ليرة وكذلك ١٨٠٠ سهم من شركة فنادق الشام بسعر ١٣٥٠ ليرة، فما هي المدفوعات إذا كانت الطريقة المتبعة هي الدفع النقدي الكامل؟ وكيف يتم ذلك؟

قيمة أسهم شركة السهول = ٣٠٠٠ X ١٥٠٠ = ٤،٥٠٠،٠٠٠ ليرة

قيمة أسهم شركة غدق = ٢٥٠٠ X ١٨٥٠ = ٤،٦٢٥،٠٠٠ ليرة

قيمة أسهم شركة فنادق الشام = ١٨٠٠ X ١٣٥٠ = ٢،٤٣٠،٠٠٠ ليرة

إجمالي الصفقة = ٤،٥٠٠،٠٠٠ + ٤،٦٢٥،٠٠٠ + ٢،٤٣٠،٠٠٠ = ١١،٥٥٥،٠٠٠ ليرة

يتم التسديد نقدا من خلال شيك يحرره المستثمر فؤاد سعد الدين للسمسار إبراهيم الأحمد، حيث يقوم السمسار بتسجيل العملية و تحرير شيكات بأسماء المضاربين الذين باعوا الأسهم.

إن الطريقة المستخدمة في البورصة حسب الدفع النقدي الكامل هي الشيكات وليست بنكنوت أو نقود سائلة أو ما يسمى cash price أو cash money

وتعتبر هذه الطريقة من أفضل الطرق المستخدمة في البورصات لأنها تحقق لصاحبها معرفة إمكانياته و أرباحه بشكل سريع، وعند الخسارة لا يضطر للبيع السريع خشية من تراجع الأسعار لأنه هو المالك ولا أحد يطالبه بدفع القروض فيما لو كانت الصفقة ممولة عن طريق الدين.

٢. الدفع النقدي الجزئي:

يقصد بالتمويل النقدي الجزئي أن يقوم المستثمر الراغب بشراء الأسهم بتسديد جزء من قيمة الصفقة و الباقي يمول بقروض مصرفية، وتمثل قيمة المدفوعات النقدية الهامش المبدئي (initial margin) لصفقة الشراء، وفي ظل هذا النوع من المعاملات يفتح المستثمر حساباً لدى السمسار أو بيت السمسرة ويوقع معه اتفاقاً يخول بموجبه.

المستثمر السمسار بشراء الأسهم وتغطية جزء من قيمة الصفقة بقروض مصـــرفية على أن توضع الأوراق المالية رهنا لسداد قيمة القرض، وتسجل الأوراق المشتراة باسم بيت السمسرة وليس باسم المستثمر الذي أبرمت الصفقة لصالحه.[1]

مثال:

فوّض المستثمر إبراهيم النحاس السمسار أحمد المنجد بشراء الأسهم التالية:

١) ٣٠٠٠ سهم من شركة الوادي الأخضر بسعر ١٨٥٠ ليرة

٢) ٢٥٠٠ سهم من شركة الإسمنت الأبيض بسعر ٢٤٥٠ ليرة

٣) ١٨٥٠ سهم من شركة القمحة الذهبية بسعر ١٧٥٠

٤) ٢٠٠٠ سهم من شركة فنادق الشام بسعر ١٨٥٠ ليرة

وفتح حسابا لديه بما يعادل ٦٠% من قيمة الصفقة وفوّضه بالاقتراض من مصرف أمية لتمويل باقي قيمة الصفقة، فما هي قيمة الصفقة؟ وما هي مدفوعات إبراهيم النحاس؟ ثم ما هي قيمة القرض الذي سيحصل عليه أحمد المنجد؟

- قيمة الصفقة:

الوادي الأخضر: ٣٠٠٠ X ١٨٥٠ = ٥،٥٥٠،٠٠٠ ليرة

الاسمنت : ٣٠٠٠ X ١٨٥٠ = ٦،١٢٥،٠٠٠ ليرة

القمحة : ٣٠٠٠ X ١٨٥٠ = ٣،٢٣٧،٥٠٠ ليرة

الشام : ٣٠٠٠ X ١٨٥٠ = ٣،٧٠٠،٠٠٠ ليرة

قيمة الصـــفقة كاملـــة: ٥،٥٥٠،٠٠٠ + ٦،١٢٥،٠٠٠ + ٣،٢٣٧،٥٠٠ + ٣،٧٠٠،٠٠٠ = ١٨،٦١٢،٥٠٠ ليرة

- مدفوعات إبراهيم النحاس:

١٨،٦١٢،٥٠٠ X ٦٠% = ١١،١٦٧،٥٠٠ ليرة

- قيمة القرض الذي سيحصل عليه السمسار:

[1] منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق

١٨،٦١٢،٥٠٠ X ٤٠% = ٧،٤٤٥،٠٠٠ ليرة

أو ١٨،٦١٢،٥٠٠ – ١١،١٦٧،٥٠٠ = ٧،٤٤٥،٠٠٠ ليرة

يدفع المستثمر إبراهيم النحاس مبلغا وقدره (١١،١٦٧،٥٠٠) ليرة نقدا و يفوض السمسار أحمد المنجد بالاقتراض بحدود (٧،٤٤٥،٠٠٠) ليرة لتمويل باقي قيمة الصفقة ويتم رهن الأوراق المالية لصالح المصرف.

احسب سعر الفائدة في نهاية السنة إذا علمت أن سعر الفائدة هو ٨% و أن عمولة السمسار هي ١% تضاف إلى الفائدة.

الفائدة: ٧.٤٤٥.٠٠٠ × ٨% = ٥٩٥.٦٠٠ ليرة

العمولة: ٧.٤٤٥.٠٠٠ × ١% = ٧٤.٤٥٠ ليرة

الإجمالي: ٥٩٥.٦٠٠ + ٧٤.٤٥٠ = ٦٧٠.٠٥٠ ليرة

تحقق هذه الطريقة المزايا التالية:

١) زيادة حجم السيولة المخصصة للمضاربة في الأسواق المالية مما يزيد من حجم الشراء والتداول (تنشيط السوق).

٢) زيادة المستوى العام للأسعار وزيادة معدلات الأرباح وقد تودي للتضخم في أكثر الأحيان.

٣) زيادة حدة المضاربة وتشجيع أعداد كبيرة من المستثمرين للدخول إلى السوق والعمل بالاستثمار المالي مما يؤدي إلى تنشيط السوق.

أما السلبيات فهي:

١) تساعد هذه الطريقة على حدوث الأزمة وحصول الانهيار في الأسعار نظراً لأن المضاربين لا يمولون بأموالهم الخاصة، فعند انخفاض السعر يضطر هؤلاء للبيع فوراً مما يزيد من طلبات البيع أكثر من طلبات الشراء.

٢) إفلاس العديد من المضاربين و المصارف و المنشآت المالية بسبب التمويل النقدي الجزئي عند حصول الانهيار مما يزيد من مخاطر الأزمة.

إذا عدنا للمثال السابق وافترضنا أن الأسعار قد ارتفعت بحدود ٥٠% فما هي أرباح المستثمر ابراهيم النحاس كما وسنفترض أن الأسعار قد انخفضت بمقدار ١٠%، احسب الأرباح:

- **حالة ارتفاع السعر:**

الربح الإجمالي: ١٨.٦١٢.٥٠٠ × ٥٠% = ٩٣٠.٦٢٥ ليرة

الربح الصافي: الربح الإجمالي - الفائدة والعمولة

= ٩٣٠.٦٢٥ - ٦٧٠.٠٥٠ = ٢٦٠.٥٧٥ ليرة

- **حالة انخفاض السعر:**

الخسارة الجزئية: ١٨.٦١٢.٥٠٠ × ١٠% = ١.٨٦١.٢٥٠ ليرة

الخسارة الإجمالية: الخسارة الجزئية + الفائدة والعمولة

= ١.٨٦١.٢٥٠ + ٦٧٠.٠٥٠ = ٢.٥٣١.٣٠٠ ليرة

نسبة الخسارة = ٢.٥٣١.٣٠٠ / ١٨.٦١٢.٥٠٠ = ١٣.٦%

نسبة الخسارة لرأس المال = ٢.٥٣١.٣٠٠ / ١١.١٦٧.٥٠٠ = ٢٢.٦%

كلما ازدادت الأسعار هبوطاً كلما أدى ذلك لزيادة الإسراع في البيع وتسديد القرض.

ماذا يحدث لو أن الأسعار انخفضت ٥٠%؟

١٨.٦١٢.٥٠٠ × ٥٠% = ٩.٦٠٣.٢٥٠ ليرة

الخسارة الإجمالية: ٩.٣٠٦.٢٥٠ + ٦٧٠.٠٥٠ = ٩.٩٧٦.٣٠٠ ليرة

نسبة الخسارة لرأس المال: ٩.٩٧٦.٣٠٠ / ١١.١٦٧.٥٠٠ = ٨٩.٣%

أي مازال المستثمر قادرا على تسديد قيمة القرض لأنه سيبقى لديه ١٠.٧% من رأس المال عند هذا الموقع من الهبوط، أما إذا تجاوز هبوط الأسعار ٦٠% يكـــون عاجزا عن الدفع ويتعرض للإفلاس.

أخيرا للسمسار أن يدفع للمستثمر الزيادة في الهامش عند ارتفاع الأسعار وخاصة إذا زادت عن ٦٠% ويطلب منه الفرق في حال انخفاض الأسعار.

١) **عند ارتفاع الأسعار ٢٥%**

١٨.٦١٢.٥٠٠ × ٢٥% = ٤.٦٥٣.١٢٥ ليرة

قيمة الأسهم الجديدة: ١٩.٥١٢.٥٠٠ + ٤.٦٥٣.١٢٥ = ٢٣.٢٦٥.٦٢٥ ليرة

يصبح الهامش= ٢٣.٢٦٥.٦٢٥ × ٦٠% = ١٣.٩٥٩.٣٧٥ ليرة

ما يحق للمستثمر سحبه = الهامش الجديد – الهامش السابق

= ١٣.٩٥٩.٣٧٥ – ١١.١٦٧.٥٠٠ = ٢.٧٩١.٣٧٥ ليرة

٢) عند الانخفاض بحدود ٢٥%

١٨.٦١٢.٥٠٠ × ٢٥% = ٤.٦٥٣.١٢٥ ليرة

قيمة الأسهم الجديد = ١٨.٦١٢.٥٠٠ – ٤.٦٥٣.١٢٥ = ١٣.٩٥٩.٣٧٥ ليرة

نسبة هامش القرض للقيمة الإجمالية = القرض / القيمة الجديدة

= ٧.٤٤٥.٠٠٠ / ١٣.٩٥٩.٣٧٥ = ٥٣.٣ %

لقد ازداد حجم القروض عن الهامش المسموح به وهو ٤٠% لذلك يتوجـــب علـــى المستثمر دفع مبالغ جديدة للسمسار لكي يحافظ على مستوى تمويل ٦٠% وقـــرض ٤٠%

أي يدفع ٧.٤٤٥.٠٠٠ – ٥.٥٨٣.٣٧٥ = ١.٨٦١.٢٥٠ ليرة

النتيجة

إن ارتفاع الأسعار في حالة التمويل النقدي الجزئي سوف يزيد من حجم الأرباح إلى أكثر من حالة التمويل النقدي الكامل، أما في حالة الهبوط فإنّ نسبة الخسارة تكـــون أكبر من حالة التمويل النقدي الكامل لأن المستثمر سوف يدفع الفائدة إلى جانب قيمة الانخفاض، إضافة إلى ذلك تساهم طريقة التمويل النقدي الجزئي بإحداث الأزمـــات بسرعة أكبر من حالة التمويل النقدي الكامل.

٣. البيع على المكشوف:

ويقصد به قيام المضارب أو المشتري لأصول مالية بإعادة بيعها على أمل شرائها لاحقاً بسعر منخفض، أي يبيع المستثمر مجموعة أصول مالية دون أن يملكها الآن ويتوقع لها انخفاض أسعارها لاحقا فيقوم كما يقال بالتثبيت لاحقا، استنادا لقاعدة (بع بسعر عال أولا ثم اشتر بسعر منخفض) بعكس القاعدة التي تقول (اشتر بسعر مـــنخفض ثم بـــع بسعر مرتفع) وبعبارة أدق هو اقتراض لأوراق مالية وبيعها الآن مقابل الشراء وتسديد ثمنها لاحقا.

يهدف هذا النوع من البيوع إلى تنشيط السوق وزيادة حجـــم المضـــاربة وتشـــجيع المضاربين والمستثمرين على زيادة حجم الأموال المخصصة للمضاربة أو زيادة حجـــم تداول الأوراق المالية.

مثال:

يملك المستثمر راشد النابلسي ٢٥٠٠ سهما من أســـهم شـــركة القمحـــة الذهبيـــة للمعكرونة بسعر السهم ٢٥٠٠ ليرة سورية مودعة لدى السمسار مظهر المهايني، وقد قام المستثمر رأفت طيفور باقتراض هذه الأسهم وبيعها للسيد حسن الإدلـــبي بســـعر ٢٥٠٠ ليرة للسهم متوقعا انخفاض سعر السهم إلى ٢٣٠٠ ليرة بعد أسبوع، فمـــاذا يحدث لو أن الأسعار انخفضت إلى ٢٣٠٠ ليرة للسهم؟ وماذا يحدث لو أن الأســـعار ارتفعت إلى ٢٨٠٠ ليرة للسهم؟

- الحالة الأولى:

قيمة الأسهم التي اقترضها رأفت ٢٥٠٠ × ٢٥٠٠ = ٦.٢٥٠.٠٠٠ ليرة

قيمة الأسهم بعد تثبيت الشراء ٢٥٠٠ × ٢٣٠٠ = ٥.٧٥٠.٠٠٠ ليرة

الأرباح المحققة لرأفت ٦.٢٥٠.٠٠٠ – ٥.٧٥٠.٠٠٠ = ٥٠٠.٠٠٠ ليرة

أي أن راشداً اشترى أو اقترض الأسهم بسعر ٦.٢٥٠.٠٠٠ ليرة وباعها بنفس السعر، وعند تسديد الثمن بعد أسبوع كانت بحدود ٥.٥٧٠.٠٠٠ ليرة محققا بذلك ربحا وقدره ٥٠٠.٠٠٠ ليرة

- الحالة الثانية

قيمة الأسهم التي اقترضها رأفت ٢٥٠٠ × ٢٥٠٠ = ٦.٢٥٠.٠٠٠ ليرة

قيمة الأسهم زمن التسديد ٢٥٠٠ × ٢٨٠٠ = ٧.٠٠٠.٠٠٠ ليرة

خسارة رأفت ٧.٠٠٠.٠٠٠ – ٦.٢٥٠.٠٠٠ = ٧٥٠.٠٠٠ ليرة

إن خسارة رأفتهي بحدود ٧٥٠.٠٠٠ ليرة وقد يغادر السوق ولا يدفع الخسارة، لذلك ظهر ما يسمى بالهامش أي يتوجب على البائع لورقة مالية على المكشوف أن يضع لدى السمسار هامشا بحدود ٦٠ من قيمة الأصول المشتراة لكي يضمن للسمسار تسديد الثمن عند حصول الخسارة، ويحق للبائع السحب من الهامش عند حصول الربح وبالعودة للمثال السابق نرى أن ٦٠% هي:

٦.٢٥٠.٠٠٠ × ٦٠% = ٣.٧٥٠.٠٠٠ ليرة

أي يودع المستثمر رأفت ٣.٧٥٠.٠٠٠ لدى السمسار مظهر المهايني كهامش للبيع على المكشوف، وفي حالات انخفاض السعر إلى ١٠% مثلا يحق للمستثمر رأفت سحب جزء من الهامش كما يلي:

٦.٢٥٠.٠٠٠ × ١٠% = ٦٢٥.٠٠٠ ليرة

قيمة الأسهم بعد الانخفاض

٦.٢٥٠.٠٠٠ – ٦٢٥.٠٠٠ = ٥.٦٢٥.٠٠٠ ليرة

الهامش الجديد

٥.٦٢٥.٠٠٠ × ٦٠% = ٣.٣٧٥.٠٠٠ ليرة

ما يحق سحبه من الهامش

٣.٧٥٠.٠٠٠ – ٣.٣٧٥.٠٠٠ = ٣٧٥.٠٠٠ ليرة

لأن الأسعار قد تأكدت وحقق المستثمر أرباحا من خلال توقعاته، أما حالات ارتفاع الأسعار بحدود ١٠%:

الخسارة ٦.٢٥٠.٠٠٠ × ١٠% = ٦٢٥.٠٠٠ ليرة

قيمة الأصول الجديدة ٦.٢٥٠.٠٠٠ + ٦٢٥.٠٠٠ = ٦.٨٧٥.٠٠٠ ليرة

الهامش ٦.٨٧٥.٠٠٠ × ٦٠% = ٤.١٢٥.٠٠٠ ليرة

ما يضاف ٤.١٢٥.٠٠٠ – ٣.٧٥٠.٠٠٠ = ٣٧٥.٠٠٠ ليرة

وذلك لضمان الهامش المحدد للبيع على المكشوف وهو ٦٠%

إن تقييد الاقتراض بهدف المضاربة يحقق المزايا التالية

١- تخفيض حجم الخسائر التي تلحق بالمضارب في حالات الهبوط.

٢- التوازن في عمليات المضاربة بحيث أنه كلما ازدادت القروض إلى الأسهم كلما ازداد حجم الطلب على القروض وأدى ذلك إلى سرعة تداول الأسهم.

٣- ضبط التعامل في السوق ويحقق نمواً حقيقياً في الأسعار لا يعود إلى زيادة القروض.

٤- تجنيب الاقتصاد الوطني من الأزمات المحتملة أو من مخاطر عدم القدرة على السداد مما يخلق حالة فوضى أو اضطرابات مالية لذلك فإن تقييد الاقتراض يحقق الاستقرار.

٥- يستخدم المصرف المركزي هامش القروض إلى الأسهم لمحاربة التضخم والركود ففي حالة الركود يزداد الهامش وفي حالات

التضخم يخفض الهامش بحيث تساعد البورصات المصرف المركـــزي في معالجة الأمراض المزمنة.....

خامسا- التعامل في سوق الأوراق المالية:

بعد أن تسجل الشركات أسهمها في البورصة ويســـجل السماســـرة في البورصـــة ويحصلون على إذن بالعمل أو على شهادات مزاولة مهنة السمسرة Broker وتمارس السوق نشاطها حيث يتوزع المضاربون والمستثمرون بين تجار الصالة والمتخصصـــون وغيرهم ، وهنا يجب التنبيه بأنه لا يحق للمواطن العادي الدخول إلى السوق والمضاربة، وإذا ما رغب أي مستثمر بالعمل في السوق المالي يتوجب عليه القيـــام بـــالإجراءات التالية:

١. دراسة أوضاع الشركات المسجلة في البورصة.
٢. دراسة أوضاع البورصة بشكل عام.
٣. دراسة حالة الاقتصاد الوطني والمتغيرات الاقتصادية.
٤. الاستعانة ببيوت الخبرة والسمسرة لإرشاده إلى الأوراق المالية الهامة التي يمكن أن تحقق طموحات المضارب.
٥. اختيار السمسار ذي السمعة الحسنة والخبرة.
٦. فتح حساب لصالح السمسار في المصرف التجاري بمقدار الصفقة الـــتي يريـــدها المستثمر أو السماح له بتحريك الحساب استنادا لأمر الشراء المكلف به مـــثلا ٥ ملايين، ١٥ مليون..وهكذا
٧. تحرير أوامر الشراء أو البيع بشكل محدد للسمسار لكي ينفذها بدقة وهنا لابد من القول: بأن المستثمر أو المضارب قد يكلف السمسار أو بيوت الخبرة بالمضـــاربة نيابة عنه وتكوين محفظة مالية أو قد يكلف المصرف التجاري بالقيام بهذا العمـــل لأن المصارف قد خصصت أقساما للمحافظ الاستثمارية للزبائن.

إن المضاربة في سوق الأوراق المالية تعتبر من المهن الحديثة التي يقدم عليها ذوو الخبرة والكفاءة والمعرفة بأحوال الاقتصاد والشركات وأسواق رأس المال، لأن عدم توفر الخبرة قد يؤدي بالمضارب إلى الإفلاس أو قد يضعه تحت رحمة السمسار الذي قد يستغله ويؤدي به إلى الإفلاس سوءا كان مقصودا أو عن طريق الإهمال وتنصح بيوت الخبرة والاستشارات المالية المضاربين والمستثمرين عند الإقدام إلى هذا العمل أو المهنة القيام بالإجراءات التالية:

١. إجراء دورات تدريبية متخصصة في الأسواق المالية وذلك بهدف التعرف على آلية العمل والإجراءات والأنظمة والقوانين الخاصة بالأسواق المالية.
٢. الاستعانة بالمكاتب الاستشارية ومراكز الأبحاث المتخصصة في الأسواق المالية لتقديم المعلومات المفيدة التي تؤهل المستثمر للمضاربة بشكل صحيح.
٣. التخصص أو عدم التخصص وذلك حسب رغبة المستثمر فإما أن يتخصص المضارب بورقة معينة (سند – سهم – ورقة تجارية) أو أن يضارب بجميع الأوراق معا.
٤. الاعتماد على موارده الذاتية وتخفيض حجم القروض المصرفية بحيث يوفر ذلك للمستثمر درجة أعلى من الأمان لأن الاقتراض بهدف المضاربة قد يؤدي إلى الإفلاس.
٥. اعتماد السماسرة الجيدين من أصحاب الخبرة والاختصاص الذين يقدمون المعلومات وينصحون الزبائن بالأوراق الأفضل.

إن هذه الإجراءات تضع المضارب على الطرق الصحيح الذي يؤهله للعمل بنجاح في سوق المال لكن ظروف السوق والاقتصاد وحركة المضاربات قد تلعب دورا في التأثير على عمل المضارب وتوجهاته، لكن من خلال إجراءات التعامل ينبغي على المضارب أو المستثمر التمييز بين هدفين:

١. تحقيق العائد المستقر الذي يضمن له دخلا مستقرا.

٢. زيادة حجم التكوين الرأسمالي (زيادة قيمة المحفظة المالية).

ولكل هدف طريقة معينة للوصول إليه وتختلف آلية عمل المستثمر استنادا للهدف المنشود فقد يركز المضارب الذي ينشد العائد المستقر على الأسهم الممتازة ذات العائد الثابت في حين يركز المستثمر الذي ينشد زيادة قيمة محفظته على أسهم الشركات الحديثة، هذا وسوف نتناول المحفظة بشكل مفصل في الفصول اللاحقة.

Damascus University


وقل رب زدني علما
جامعة دمشق
Damascus University

الفصل السادس

المضاربة في الأسواق المالية

مقدمة:

يشكل الاستثمار أحد أهم عناصر نمو الدخل في الاقتصاد الوطني نظراً لأنه يساهم في تشغيل الأموال والعمال في إطار منشأة جديدة تستخدم المواد الأولية ونصف المصنعة لكي تقدم للسوق السلع الجاهزة ، وبالتالي تساهم المنشأة مهما كان حجمها في تحقيق المنافع لأصحابها وللآخرين وتخلق حركة جديدة في الاقتصاد الوطني. فالاستثمار "هو شراء أصول حقيقية أو سلع رأسمالية خاصة كالآلات والمعدات والتجهيزات" التي يمكن أن تستخدم في الإنتاج بحيث تؤدي لإنتاج سلع جاهزة للاستهلاك.[1]

أي أن المستثمر يقوم بتحويل ما يملكه من أموال سائلة إلى آلات وعدد صناعية ومباني وباقي التجهيزات التي يستطيع من خلالها إنتاج السلع أو الخدمات ويستخدم المستثمر رأس المال العامل لشراء المواد الأولية ودفع أجور العمال بحيث تشكل في مجموعها تكاليف إنتاج السلع أما الاستثمار في الأصول المالية فهو "شراء الأصول المالية المتمثلة في الأسهم والسندات والأوراق التجارية بهدف إعادة بيعها والحصول على الأرباح في نهاية الاستثمار".

---

[1] سهير السيد : المدخل في النظرية الاقتصادية ،ايتراك للطباعة و النشر و التوزيع، القاهرة ٢٠٠٢ص١٣٩

إن الاستثمار سواء كان في الإنتاج أو الخدمات أو في الأصول المالية فإنه يعني تشمير المال بقصد الحصول على الأرباح.

ويترافق كل الاستثمار بمجموعة من المخاطر التي تنجم عن عدم انتظام العوائد أما في قيمة العائد أو في نسبته وترجع عملية عدم انتظام العوائد إلى حالة عدم اليقين المتعلقة بالتنبوات المستقبلية ، فالاستثمار الذي يعطي عائدا" بمعدل ١٥% يمكن أن يخسر بنفس الوقت ١٠% أو ١٥% في ظل ظروف أخرى[1] لذلك لا يمكن للمستثمر سواء في القطاعات الإنتاجية أو الأصول المالية أن يحصل على العوائد المتوقعة نظرا" لتبدل الظروف و تغيرها.

أولا- مفهوم الاستثمار في الأصول المالية:

لقد تطور مفهوم الاستثمار كثيرا في السنوات الأخيرة حيث أقامت أكثر الدول النامية أسواقا مالية الأمر الذي شجع على تشكيل رساميل وطنية للمضاربة في البورصة وشجع أيضاً المضاربين الأجانب للدخول إلى البورصات في هذه الدول كما وأن تعاظم الأرباح نتيجة المضاربة في أسواق المال قد دفع المضاربين للضغط على حكومات الدول المتقدمة وعلى منظمة التجارة العالمية لتخفيف القيود المفروضة على حركة البورصات وفتح أسواق البورصة أمام المستثمرين الأجانب.

إن تطور مفهوم الاستثمار في الأصول لم يقف عند تحقيق الأرباح، بل تعداه إلى تنويع الأصول وتحقيق الأمان وهذا الأمر قد دفع البعض لاعتبار الاستثمار في الأصول المالية (فن وعلم له أصوله وقواعده)[2]. . . .

أي يحتاج المستثمر في الأوراق المالية للخبرة والمهارة لكي يستطيع أن يوظف ما يتوفر لديه من أموال في الأصول الرابحة والآمنة بنفس الوقت ، لذلك يعرف أحد المستثمرين

---

[1] حسين علي عمر بوش-عبد المعطي رضا أرشيد-انعفوط أحمد جودة:إدارة المحافظ الاستثمارية الشركة الدولية للتحميرات و الخدمات، عمان١٩٩٥ ص١١٦

[2] محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة، مرجع سابق ص ١٣١

الاستثمار بقوله: "القدرة على التنبؤ بالمستقبل استنادا لتحركات أسعار الأسهم والسندات وعنصري العرض والطلب بهدف شراء الأصول المالية الرابحة والآمنة والتي تدر دخلاً مستقرا خلال الفترات القادمة".

في حين يرى الخبير الأردني محمد صالح حابر بأن الاستثمار في الأصول المالية هو قيام المؤسسات أو الأفراد بشراء أحد الأصول المالية التي تنتج عوائد معينة خلال فترة زمنية وذلك بأقل المخاطر الممكنة[1].

وانطلاقا من هذا التعريف يمكن تحديد خصائص الاستثمار المالي بما يلي:

١- توفر الإمكانيات المادية والمالية اللازمة لتمكن المستثمر من شراء الأصول المالية والمضاربة بها بهدف الحصول على العائد.

٢- تجمع المضاربة في الأسواق المالية بين شراء أصل معين (أسهم) أو عدّة أصول أو القيام بتنويع المحفظة التي يرغب المستثمر بتكوينها.....

٣- الحصول على العائد وغالبا ما يسعى المستثمر في الأصول المالية للمضاربة في الأصول التي تدر دخلا ويمكن أن ترتفع أسعارها بآن واحد لكي يحقق هدفه في المضاربة.

٤- المضاربة في الأصول الآمنة والابتعاد عن الأصول مجهولة المصير أو الأصول التي تمتلكها الشركات الحديثة لأنها تكون عرضة للمخاطر، أو الابتعاد عن السندات الحكومية في بعض الأحيان خاصة إذا كانت الحكومة تعاني من عجز كبير في الموازنة العامة للدولة أو أي أصل يكون مرتبطا بدرجة مخاطرة معينة فالمستثمر في الأصول المالية يكون عرضة للمخاطر و التقلبات أكثر من المستثمر في الحقل الصناعي أو التجاري لذلك يحتاج إلى الحذر والدقة لكي يبعد عن نفسه شبح الخسارة والإفلاس.

---

[1] محمد صالح حابر: الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق ص٦٠

إن المستثمر في الأصول المالية ينبغي عليه المعرفة والدراية في كافة أشكال وأنواع الاستثمارات الصناعية والخدمية والمالية وغيرها، فالمستثمر الصناعي يهتم بدراسة الصناعات المنافسة وكيف يمكن أن يحصل على الربح من خلال رفع قدرته التنافسية.

أما المستثمر في الأوراق المالية فينبغي عليه دراسة الظروف والعوامل التالية:

١- دراسة الوضع السياسي والاقتصادي والاجتماعي والتعرف على هذه الأوضاع بشكل جيد لأن أي عامل من هذه العوامل يؤثر مباشرة على الأسعار في البورصة.

٢- دراسة أوضاع الشركات التي سيضارب بأسهمها وهل لديها خطط مستقبلية وما هو تأثير هذه الخطط على ربحية الشركة.

٣- دراسة حركات الأسعار للأسهم خلال فترة زمنية طويلة بهدف رسم توجه مستقبلي والتنبؤ بما سيكون عليه الوضع لو بقيت الظروف على حالها.

٤- دراسة العرض والطلب وحركة الاستثمار والمستثمرين وأين يتوجه المستثمرون وما هي الكميات المعروضة والمباعة وذلك لتحديد الأوراق التي يمكن المضاربة بها.

٥- التأكد من عنصر المخاطرة لأنه كلما ارتفعت الأرباح لسهم ما أو لسند ما كلما ازدادت درجة المخاطر، فالمستثمر يجب ألا يهتم بالربح على حساب عنصر المخاطرة وأيضاً ألا يبالغ في درجة الآمان فلا يحقق الأرباح.

ثانيا- أهداف الاستثمار في الأوراق المالية:

يسعى أي مستثمر سواء كان في حقل الإنتاج المادي أو الخدمي أو كان مضاربا في سوق المال إلى الربح لأن الربح أصبح محركا لكافة الأنشطة الاقتصادية في الوقت الحاضر فالربح هو أحد المحددات الهامة للاستثمار بالنسبة للمشروع الواحد خلال أي فترة من الزمن ويعتبر الربح مؤشرا في تقدير الطلب على منتجات المشروع.[1]

---

[1] عبد الرحمن أحمد – أحمد الناقة النظرية الاقتصادية الكلية، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية ص١٠٥

فإذا كان الربح محددا للاستثمار هذا يعني أن المضارب في سوق المال يجب أن يعتمد على هذا المحدد الهام وبالتالي لا يجوز الانطلاق نحو الأسواق المالية دون تحقيق هدف الربح.

يسعى كل مستثمر في الأسواق المالية مهما كان حجم عمله ومهما تعددت مصادر تمويله والأصول التي سيضارب بها لتحقيق الأهداف التالية:

١- زيادة حجم الأرباح وذلك عن طريق المضاربة بالأصول التي ترتفع درجة مخاطرها لأنه كلما ازدادت درجة المخاطرة كلما ازدادت الأرباح، وبالتالي على المستثمر في سوق المال دراسة السوق بشكل جيد والاستعانة بالخبرات لاختيار الأسهم والسندات التي تدر له الأرباح الوفيرة.

٢- تنمية محفظة الأوراق المالية: وتحتل المرتبة الثانية بعد الربح حيث ينبغي على كل مستثمر إذا بدأ أعماله بمليون ليرة سورية أن ينمي هذا المبلغ بحيث يصل بعد فترة إلى عدة أضعاف وهذا الأمر يتطلب تثمير الأرباح و زيادة حجم الأصول (من الأسهم والسندات) بحيث تؤدي في نهاية المطاف للوصول إلى محفظة متنوعة ومليئة بالأصول الرابحة.

٣- زيادة حجم الملاءة المالية: تعني الملاءة المالية ما يمتلكه المستثمر من أصول مالية وأراض ومبان وسيارات وشقق سكنية وغيرها، وبالتالي كلما ازدادت الملاءة المالية كلما ارتفعت درجة الثقة بهذا المستثمر في السوق واستطاع أن يحصل على القروض التي تساعده في زيادة حجم مضاربته وبالتالي زيادة الأرباح.

٤- التأثير على مجريات الأحداث في اجتماعات الجمعية العمومية للشركة، أي إذا ازدادت ممتلكات المضارب من أسهم هذه الشركة استطاع أن يحضر الاجتماع السنوي ويطالب الشركة باتباع سياسة جديدة أو تطوير أسلوب عملها أو التوسع بحيث يحقق ذلك مزايا جديدة الأمر الذي يزيد من أسعار أسهمها ويزيد من أرباحها وبالتالي يزداد الطلب على الشراء من هذه الأسهم فالمضارب الناجح قد

يؤثر على شركة معينة فينقلها من شركة خاسرة أو ذات ربحية متدنية إلى شـــركة رابحة وذات مكانة متميزة في السوق كما فعل المضارب الأمريكي جورج سيروس في بعض شركاته.

٥- رفع مكانة السوق المالي وتحسين سمعته لأن الاستثمارات النظامية والتقيد بالأنظمة والقوانين وعدم اللجوء إلى الاستثناءات والانحرافات والمضاربات غير النظامية ترفع من سوية ونوعية المضاربة في هذه السوق وتزيد من حجم أصولها وقد يدفع الأمر الشركات الأجنبية لتسجيل أصولها في هذه السوق وعلى العكس من ذلك تؤدي الانحرافات إلى الفوضى وهروب المستثمرين إلى أسواق أخرى أكثر استقرارا.

٦- زيادة حجم الأمان وتخفيف درجة المخاطر: إن مقولة "الربحية = المخاطرة" هـــي مقولة موضوعية ، لكن ذلك لا يعني أن يتوجه المضارب إلى الأسهم أو السندات ذات المخاطرة المرتفعة أو المضاربة بأصول لا يقدم عليها الآخرون فإذا حـــدثت المخاطر يتعرض المضارب للإفلاس مباشرة، وبالتالي على المضارب الموازنة بـــين مجموعة أسهم ومجموعة سندات وتشكيل محفظة متنوعة بحيث تحقـــق درجـــات الأمان المطلوبة في الاستثمار وتحقق درجة مخاطرة تساعده فيمـــا لـــو تحققـــت التوقعات للوصول إلى مراتب أعلى في مستوى الربحية.

ثالثا- العناصر المؤثرة في تحديد أسعار الأسهم:

لكي يستطيع المضارب الدخول إلى الأسواق المالية والمضاربة بالأسهم والسندات يحتاج للعديد من المعلومات والإحصاءات حول أسعار وتطورات هذه الأسهم والتعرف على السياسة الاقتصادية التي تتبعها الحكومة ، وحركة المتغيرات الاقتصادية ووضع الاقتصاد الوطني من رواج أو كساد أو ما شابه ذلك وكما ذكرنا سابقاً فإن سوق المال يعتـــبر مرآة حقيقية للاقتصاد الوطني فكل إجراء أو سياسة تتخذها الحكومة تظهـــر آثارهـــا مباشرة في سوق المال على شكل ارتفاع أو انخفاض في أسعار الأسهم والســـندات ، كما وتؤثر الإجراءات الداخلية في كل شركة على أسعار أسهمها صعودا أو هبوطا.

وللتعرف على مجموعة هذه العوامل سوف نبحثها بشكل مفصل كما يلي:

١- مؤثرات السياسة الاقتصادية العامة:

تؤثر القرارات والإجراءات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية على أسواق المال حيث تساهم هذه الإجراءات في تحسين أسعار الأسهم أو تخفيضها استناداً لكل إجراء و آثاره الاقتصادية وأهم هذه الإجراءات :

١- القدرة الإنتاجية للدولة:

ويقصد بها حجم الناتج ونوعية السلع والخدمات وحجم الصادرات والطاقات الإنتاجية والخبرات والكوادر العاملة في الاقتصاد الوطني، وتوجهات الصناعة الوطنية، فقد أدى التكامل الصناعي في دول جنوب شرق آسيا لزيادة حجم الإنتاج الصناعي والانتقال من اقتصاد زراعي إلى اقتصاد صناعي متطور زاد من حجم الإنتاج و تنويع الهيكل الصناعي.

حيث أدت زيادة الإنتاج في ماليزيا لزيادة حجم الصادرات بمعدل ١٦% الأمر الذي انعكس إيجابا على سوق المال الماليزي.[١]

٢- معدل النمو الاقتصادي:

يعتبر معدل النمو الاقتصادي الوطني من أهم المؤشرات على أداء الاقتصاد الوطني حيث يلخص معدل النمو حركة الإنتاج والتصدير واستخدام العمالة والاستهلاك والتضخم وغيرها من المتغيرات الاقتصادية وبالتالي كلما ازداد معدل النمو الاقتصادي كلما كان ذلك مؤشرا على التحسن وزيادة الاستثمار وزيادة الأرباح.

لقد أدت الإصلاحات الاقتصادية التي قامت بها تركيا منذ عام ١٩٨٠ وحتى عام ٢٠٠٠ إلى تحقيق زيادات ملحوظة سنوية في معدل النمو الاقتصادي حيث وصل في بعض

---

[١] محمد عروس إسماعيل: الصناعة و التصنيع، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية ١٩٩٧ ص ٣٩٤

السنوات إلى ٩% وأدى ذلك لزيادة حجم الوساطة المالية وزيادة حجم الاستثمارات الإنتاجية والاستثمارات المالية وتكوين رأسمال ثابت ورأس مال مالي للمضاربة في أسواق المال ساهمت في نهاية المطاف في تنشيط البورصات في تركيا.[1]

إن معدل النمو الاقتصادي بما يحمله من مدلول اقتصادي واجتماعي يعبر عن حالة الاقتصاد ويدفع المضاربين لزيادة الثقة بالاقتصاد الوطني من جهة ويجذب المستثمرين الأجانب للسوق المالية الوطنية من جهة أخرى ، ويؤدي لتحسن الأسعار في السوق المالية.

٣- معدل التضخم:

ينجم التضخم عن الخلل الهيكلي بين العرض والطلب مما يؤدي في نهاية الأمر لارتفاع المستوى العام للأسعار ، فالتضخم يخفي وراءه زيادة في حجم الطلب بكافة أشكاله، زيادة في الطلب على الاستهلاك وزيادة الطلب على الإنتاج والاستثمار وزيادة في طلب الأفراد على حيازة الأصول بدلاً من الاحتفاظ بالنقود السائلة ، لذلك نجد بأن ارتفاع الأسعار سوف يولد حلقة حلزونية تكبر باستمرار ، فكلما ازداد الطلب يزداد الارتفاع في الأسعار حسب التحليل الكينزي[2].

إن زيادة معدل التضخم تدفع المضاربين في سوق المال للتخلي عن السيولة و توظيفها في الأصول مما يزيد من حجم المضاربة ويزيد من ارتفاع أسعار الأسهم والسندات لذلك تبنى نشرة الأسعار في البورصة على نشرة إحصاءات التضخم الشهرية ، فالدول التي تنشر معدلات التضخم يوميا ـ أسبوعيا ـ شهريا نجدها تؤثر على الأسعار في البورصة بشكل فوري وسريع.

٤- عرض النقد والسياسات النقدية:

يؤدي المعروض النقدي وخاصة زيادة عرض النقد لتشكيل ضغوط تضخمية في الاقتصاد الوطني، لذلك تركز السياسات النقدية على تحقيق الاستقرار النقدي وبالتالي

---

[1] محمد محروس إسماعيل: الصناعة و التصنيع، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية ١٩٩٧ ص٤٠٠

[2] ضياء مجيد الاقتصاد النقدي ،مؤسسة شباب الجامعة،الإسكندرية ص٢١٩

ينبغي على المصرف المركزي التدخل للحد من تأثير عرض النقد على المستوى العام للأسعار وهنا يتدخل المصرف المركزي في السوق المالية عن طريق ما يسمى السوق المفتوحة حيث يبيع ما لديه من أوراق مالية وتجارية فيجمع السيولة ويترك في السوق الأوراق وفي هذه الحالة ينخفض حجم السيولة ويهدأ روع الأسعار أما في حالة الركود فإنّ المصرف المركزي يتدخل مشترياً للأوراق المالية، فيحصل على الأوراق ويدفع بالسيولة إلى السوق الأمر الذي يزيد الطلب ويدفع الاقتصاد والسوق المالية للتحسن.[1]

إن وجود سوق المال يساعد المصرف المركزي على تحقيق سياساته والتأثير على السوق المالية بشكل مباشر ففي حالات التضخم يتجه المصرف المركزي للبيع ويجمع السيولة ويخفض الأسعار وفي حالات الركود يشتري الأوراق المالية، فيدفع السيولة للسوق ويحصل التحسن في الأسعار.

٥- *الإنفاق الحكومي:*

ينتظر المراقبون في سوق المال صدور الموازنة العامة للدولة بفارغ الصبر وشدة الحذر حيث توضح مفردات الموازنة رغبة الحكومة وتوجهاتها للعام القادم وبالتالي كلما زادت الدولة من حجم الإنفاق الاستثماري وخاصة مشاريع القاعدة الأساسية كلما ساعد ذلك تنشيط الاستثمار وفي مثل هذه الحالة ترتفع أسعار الأسهم والسندات نظرا لإمكانية زيادة الطلب على الاستثمار وتأسيس شركات جديدة ، وبالمقابل إذا زادت الدولة من حجم الإنفاق على الخدمات (الإنفاق الجاري) فإن ذلك سوف يودي لزيادة الاستهلاك وبالتالي لن يؤثر ذلك على أسعار الأسهم والسندات.

كما وأن زيادة حجم الموازنة إلى الناتج وزيادة الضرائب أو الاقتراض من السوق النقدية جميعها عوامل تؤثر بشكل مباشر على مستوى الأسعار.

---

[1] منى قاسم: الإصلاح الاقتصادي، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة ١٩٩٧ ص ١٩٠-١٩٢

٦- تنشيط وتشجيع الاستثمار:

إن خطة الدولة واستراتيجيتها في تنشيط الاستثمار تنجم عن حاجة الاقتصاد لمزيد من الاستثمارات، لذلك تصدر مجموعة من الإجراءات التي تشجع من خلالها الاستثمار المحلي والأجنبي، وتتأثر سوق المال من خلال هذه الإجراءات حيث كلما ازدادت حركة الاستثمار الإنتاجي أو الخدمي كلما انعكس ذلك إيجابا على الأسعار في البورصة وتحسنت الأسعار، وبالمقابل إذا انخفض حجم الاستثمار يلاحظ تراجع في أسعار الأسهم والسندات.

كما وأن تنشيط الاستثمار يساهم في تأسيس شركات مساهمة جديدة تزيد من عرض الأصول المالية وتنوعها وجذب المضاربين للسوق و تنشيط السوق بشكل عام.

٢- الظروف العالمية:

يقصد بالظروف العالمية حالة الاقتصاد العالمي من حرب أو ركود أو اضطرابات سياسية أو اجتماعية وغيرها مما يؤثر بشكل مباشر على أسعار الأسهم والسندات وعلى حجم الاستثمار في الأسواق المالية وتظهر آثار هذه الاضطرابات حسب أنواعها وقربها وبعدها عن السوق المالية والاضطرابات الكبيرة تؤثر بشكل أوسع على الطلب والإنتاج والاستثمار العالمي وذلك استنادا للأنواع التالية:

١- حالات الحروب والاضطرابات السياسية والاجتماعية خاصة في الأقاليم القريبة أو في الأقاليم الحساسة وخاصة في الدول المتقدمة ذات التأثير الأوسع على الاقتصاد العالمي فقد أدى نمو القوميات (الإيطالية والألمانية) في فترة مابين الحربين العالميتين لظهور اضطرابات اقتصادية أدت لحدوث الكساد الكبير في عام ١٩٢٩ ـــ ١٩٣٣ حيث دخل الاقتصاد العالمي على أثرها حالة البطالة وتعطل الإنتاج[١] وقد أدى ذلك لهبوط كبير وحاد في المستوى العام للأسعار وتأثرت البورصات

[١] محمد هروس إسماعيل و إسماعيل أحمد الشناوي :مقدمة في التطور الاقتصادي –الدار الجامعية الاسكندرية١٩٩٣ ص١٩٢ ص١٧١

الأوربية والأمريكية وتراجعت أسعار الأسهم والسندات، فالاضطرابات تدفع المضاربين إلى إيقاف الاستثمار بالأصول المالية مما يودي إلى تراجع الأسعار وانخفاض الأرباح بل زيادة حجم الخسارة ...

٢- انهيار البورصات في دولة من الدول يؤدي إلى تراجع الاستثمار في الأصول المالية في دول أخرى مما يؤثر سلباً على أسعار الأسهم والسندات ويتوقف المضاربون عن الاستثمار.

فقد أدى انهيار بورصة نيويورك عام ١٩٢٩ إلى انهيار الأسعار في البورصات الأوربية وحلول الكساد الكبير آنذاك، إضافة إلى ذلك فقد أدى انهيار البورصات في دول جنوب شرق آسيا في صيف ١٩٩٧ إلى الركود في الاقتصاد العالمي وذلك للأسباب التالية:

أ- تراجع صادرات العالم نحو آسيا بسبب انخفاض الطلب الآسيوي على المواد الأولية والسلع الصناعية نتيجة الأزمة.

ب- توقف دول آسيا عن سداد ديونها مما خلق أزمة ديون مؤجلة السداد ومستحقات للبنوك الأوربية والأمريكية.[1]

ج- أدى إفلاس الشركات الآسيوية التي شاركت بها الشركات الأوربية والأمريكية لتأثر الشركة الأم أو الشركة المساهمة وتراجع حجم أرباحها وانخفاض الطلب حتى في الاقتصاد الأوربي.

د- انخفاض أسعار الأسهم والسندات في البورصات الأوربية نتيجة تراجع أرباح الاستثمار المالي وإفلاس عدد كبير من المضاربين في دول جنوب شرق آسيا.

لقد ساهمت أزمة شرق آسيا في هبوط الأسعار في كافة البورصات العالمية وتراجع حجم الاستثمار العام وبشكل خاص الاستثمار في الأصول المالية

[1] محمد عروس إسماعيل وإسماعيل أحمد الشناوي: مقدمة في التطور الاقتصادي- مرجع سابق ص ٢٧٧-٢٧٨

٣- **الرواج والكساد في الاقتصاد العالمي**: تؤثر الاضطرابات السياسية على الاستثمار والإنتاج والمضاربة في الأسواق المالية كما و تؤثر أيضا الاضطرابات الاقتصادية والأزمات الاقتصادية في الأقاليم الهامة على كافة الفروع الاقتصادية ، فقد أدى ارتفاع سعار النفط عام ١٩٧٤ بمعدل ٤٠٠ % إلى ارتفاع كافة الأسعار الصناعية والزراعية بسبب ارتفاع التكلفة وفي كافة دول العالم وحدث ما يسمى الصدمة في الاقتصاد العالمي[1] وهاهي أسعار النفط ترتفع حالياً لتؤثر على كافة الأسعار أيضاً.

كما وأن تراجع الدول والحكومات عن نظام بروتون- ودز عام ١٩٧١ إلى تذبذب سعر الصرف وحدوث تقلبات عديدة خلال فترة السبعينات من القرن الماضي إضافة إلى ذلك فقد أدى اعتماد السياسة الأمريكية والسياسة البريطانية على مبادئ الليبرالية الاقتصادية عام ١٩٨٠ و تبني اتجاه الخصخصة لحدوث تقلبات واضحة في الأسعار وخاصة أسعار العملات وأسعار الأسهم والسندات.

إن حدوث حالة رواج في إقليم معين سوف يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات الأمر الذي يشجع على التصدير وبالتالي ينتقل أثر الرواج من ذلك الإقليم إلى الأقاليم الأخرى، فالركود والرواج في دولة من الدول ينتقل بشكل تدريجي إلى أقاليم أخرى فتؤدي إما لتحسن واضح أو إلى ركود حسب الحالة.

٤- الأحداث الطارئة التي تصيب القادة والسياسيين على رأس عملهم تدفع الأفراد للحذر والترقب وبالتالي إيقاف الاستثمار في الأصول المالية فقد أدت الأزمة القلبية التي أصابت الرئيس جورج بوش في عام ١٩٩١ إلى توقف الاستثمار في بورصة نيويورك وكذلك أدت أزمات أخرى مثل مقتل الرئيس الأمريكي جون كيندي ١٩٦٢ واغتيال الملك فيصل بن عبد العزيز عام ١٩٧٤ والرئيس المصري

---

[1] اقتصاديات المال و السياسة المالية و النقدية، دار الحسين، دمشق١٩٩٧ ص

محمد أنور السادات وغيرها من الأحداث إلى توقف الاستثمار أو إلى انخفاض الأسعار في البورصات وتوجه المستثمرين إلى بورصات أخرى.

٣ــ الظروف الخاصة بكل منشأة أو شركة:

ويقصد بها الظروف التي تمر بها كل شركة سواء كانت تتعلق بالسياسات والإجراءات الداخلية أو ما يتعلق منها في الوسط الصناعي والتجاري وبالتالي فان التباين بين المنشآت حتى لو كانت تعمل بنفس الصناعة واختلاف المستوى التكنولوجي واختلاف الشكل الإداري والتنافسي وهيكل التمويل وما شابه ذلك يؤثر على حركة أسهمها وعلى الأسعار الأمر الذي يدفع الأفراد للأقدام على شراء هذه الأسهم أو الإحجام عنها وقد حصلت انهيارات لبعض الشركات نتيجة السياسات الخاطئة وبالتالي تقسم الظروف الخاصة بالشركات للعوامل التالية:

١- حجم الأرباح التي توزعها الشركات سنويا للأسهم:

يتأثر الربح في كل شركة بالوضع الاقتصادي العام فكلما ازداد معدل النمو الاقتصادي وازداد حجم الإنتاج الوطني كلما حققت الشركات زيادة في معدلات الأرباح وبالتالي يحصل المساهمون على زيادة في عائدات السهم الواحد الأمر الذي يدفع المضاربين لزيادة حجم الشراء من الأسهم التي تزداد أرباحها بمعدلات أفضل.[1] في حين ينخفض الطلب على الأسهم التي لا تزداد أرباحها أو كانت مستقرة ولفترة طويلة و للإيضاح نورد المثال التالي :تقوم إحدى الشركات بتوزيع أرباح سنوية نسبتها ٢٥% على الأسهم العادية فإذا كانت القيمة الاسمية للسهم العادي ٥٠٠ ليرة سورية وكانت القيمة السوقية ١٥٠٠ ليرة سورية احسب معدل العائد الحقيقي للسهم؟

$$\text{معدل العائد الحقيقي} = \frac{\text{القيمة الاسمية} \times \text{نسبة التوزيع}}{\text{القيمة السوقية}}$$

[1] موريس سلامة، الأسواق المالية في العالم، مرجع سابق ص ٧٢

معدل العائد الحقيقي = $\frac{٥٠٠ \times ٢٥\% - ٠.٣٣}{١٥٠٠}$ = ٠.٢٥ × ٠.٣٣ = ٨,٢%

أما إذا قامت شركة مقابلة تمتلك نفس القيمة السوقية والاسمية ووزعت أرباحاً بمقدار ٣٥% فما هي عائدات السهم آنذاك؟

معدل العائد الحقيقي = $\frac{٥٠٠ \times ٣٥\% - ٠.٣٣}{١٥٠٠}$ = ٠.٣٥ × ٠.٣٣ = ١١.٥%

فالمضارب يشتري السهم الذي ازداد معدل عائداته لأنه يحقق له أرباحا أفضل.

واستنادا إلى المثال المذكور يبدو واضحا بأنه كلما ازدادت عائدات السهم كلما أدى ذلك لزيادة الطلب عليه وبالتالي ترتفع أسعاره، فقد تجد سهما لشركة ما يصل إلى ١٥٠٠ ليرة في حين يصل سهم شركة أخرى إلى ٦٥٠ ليرة.

٢- الإفصاح المالي والمحاسبي:

لقد اهتمت لجنة المعايير المحاسبية الدولية منذ تأسيسها عام ١٩٧٠ بإصدار المعايير المحاسبية التي تعالج أوضاع الشركات الصناعية والتجارية وخاصة مدى تطابق القوائم المالية المنشورة مع المعايير الدولية.[١]

إن قواعد الإفصاح المالي والمحاسبي تفرض على الشركات المساهمة نشر كافة الاحتياطيات المحتجزة وغيرها من المعلومات التي يمكن الاعتماد عليها عند المقارنة بين شركة وأخرى لاختيار الأسهم أو المضاربة بها.

رغم كل هذه المعايير والتزام الشركات بها فإننا نلاحظ تلاعب بعض الشركات ونشر معلومات كاذبة وإلا كيف تعرضت شركة انرون الأمريكية للإفلاس عام ٢٠٠١ دون سابق إنذار وكيف قبلت بورصة نيويورك بذلك؟

يساعد الإفصاح المالي والمحاسبي المضاربين في أسواق المال لدراسة وضع الشركة المحاسبي ومقارنتها بشركة أخرى بهدف الاختيار والمضاربة فكلما زادت درجة الإفصاح في

[١] عصام فهد العربد: دراسات معاصرة في محاسبة البنوك التجارية و البورصات، دار الرضا للنشر ٢٠٠١ ص٢٣٠-٢٣٣

الشركة كلما ازداد الطلب على سهم هذه الشركة وكلما أخفت الشـــركة بعـــض المعلومات والإحصاءات كلما ابتعد المضاربون عن الاتجار بأسهمها

٣- خطة الشركة وإستراتيجيتها:

تحدد كل شركة خطة سنوية لإنتاجها من السلع والخدمات وتتضمن هذه الخطة معدل الأرباح المتوقعة وحجم الصادرات إذا كانت الشركة تتعامل بمنتجات خاصة بالتصدير وحجم القوى العاملة واستنادا" لهذه الخطة يمكن تقدير حجم الأرباح والربح الخـــاص بكل سهم وهذا ما يدفع المضاربين للإقدام على شراء أسهم هذه الشركة أو تلك كما وتحدد الشركة في خطتها الإستراتيجية لمدة خمس سنوات اتجاهات التطوير وإدخـــال تقانات حديثة أو تبديل خطوط الإنتاج أو استبدال خطوط قديمة بأخرى حديثة ترفع من نوعية السلع المنتجة أو التوسيع وإنشاء أصناف، جديدة لها مواصفات معينة تزيد من ربحية الشركة. أو قد يظهر في إستراتيجية الشركة افتتـــاح فـــروع في المحافظـــات أو ورشات لتصنيع أجزاء من السلعة أو ورشات الصيانة وغيرها.

إن خطة الشركة السنوية واستراتيجيها العامة تنشر احداثيات للمساهمين وتقوم وسائل الإعلام الخاصة بالبورصة بتغطية هذه التطورات في كل شركة مما يفسح المجال أمـــام المضاربين على التعرف على وضع كل شركة واختيار الأسهم استنادا لمعطيات محددة.

٤- تحالفات الشركة الوطنية مع شركات أجنبية:

إن ظاهرة اندماج الشركات الإنتاجية مع بعضها البعض أو اندماج شركات إنتاجية مع شركات الأموال أو شركات الخدمات تشكل سمة من سمات العصر ، فقد شهد العالم عدة اندماجات بين كبريات الشركات العالمية، فقد اتفقت ثلاث شركات أوربية تعمل في مجال الحاسوب والأتمتة وأنظمة المعلومات وهـــي BULL الفرنســـية وTCL البريطانية وسيمنز الألمانية على إقامة أكبر تحالف في مجال الكمبيوتر في أوربا والعالم.

كما وقامت شركة جنرال موتورز بشراء ٣٩% من أسهم شركة ايسوزو و ٥٠% من أسهم شركة دايو موتورز الكورية و٥% من أسهم شركة سوزوكي وبذلك تصبح من أكبر شركات الآليات والسيارات في العالم.

إن هذه التحالفات أو الاندماجات أو الشراء ترفع من قدرة الشركة المادية وترفع من قيمة موجوداتها وانتشارها وأرباحها لذلك يقدم المضاربون بل يتهافتون في مثل هذه الحالات على شراء أسهم الشركة التي أقامت هذه التحالفات، وهذا ما يؤدي لرفع أسعار الأسهم لمثل هذه الشركات ليس لارتفاع الأرباح، بل للتوسع والانتشار والسيطرة على الأسواق المحلية والعالمية.

رابعا- سياسات البورصة وتوجهاتها:

كما لكل شركة أو مؤسسة خطة سنوية وإستراتيجية عامة تعمل بها وتسعى لتحقيقها كذلك الحال بالنسبة للبورصات ، فهي شركات مالية تعمل في مجال بيع وتداول الأوراق المالية وبالتالي يتوقف نشاط المضاربين والمستثمرين على نشاط البورصة وخططها وتوجهاتها المستقبلية وذلك استناداً للإجراءات التالية:

١- السماح بدخول رساميل أجنبية بهدف المضاربة:

وهذا ما يسمى في علوم البورصات والمال رأس المال الساخن أو الطيار HOT MONEY حيث تتطاير هذه الرساميل من بورصة إلى أخرى وراء الأسعار المتصاعدة والأرباح المرتفعة التي تحصل عليها لأن صاحب رأس المال القصير أو المضارب الأجنبي لا يهتم في السوق المالية الوطنية إلا في حالات الصعود ، لأنه سوف يغادر عندما يحدث الهبوط، فقد دخل إلى ماليزيا في عام ١٩٩٥ حوالي ١١٫٩ مليار دولار بهدف المضاربات ودخل إلى اندونيسيا حوالي ١١.٦ مليار دولار وإلى الفلبين ٤.٦ مليار دولار وإلى التايلاند ٩.٢ مليار دولار وجميعها توجهت للمضاربات ورفع الأسعار وعندما بدأت الأزمة غادرت هذه الرساميل فورا[1].

[1] عبد المطلب عبد الحميد:النظام العالمي الجديد، مرجع سابق ص١٩١

إن دخول رساميل أجنبية يرفع من الأسعار والأرباح وينشط البورصة لكن ذلك يجب أن يكون في إطار مدروس مخطط بحيث لا يعرض البورصة للأزمة كما حصل في دول جنوب شرق آسيا عام ١٩٩٧،حيث سبب دخول الرساميل غير المخطط و المضبوط إلى الأزمة ، في حين تمنع ألمانيا دخول هذه الرساميل بهدف المضاربات وإذا سمحت فهي تحدد طريقة الدخول والخروج لكي لا تحدث الأزمات المتوقعة.

٢- رأس المال الوطني المضارب:

يتوقف حجم رأس المال الوطني المضارب في أسواق المال على عدة عوامل أهمها:

أ- حجم الدخل الوطني وما يخصص منه للادخار فكلما ازداد الدخل تزداد القدرة على الادخار وبالتالي تزداد الأموال المخصصة للمضاربات.

ب- علاقة المواطنين بالخارج والقدرة على تحويل المدخرات إلى الداخل، فقد يزداد الاغتراب لكن تبقى الأموال في الخارج وقد يزداد الاغتراب وترحل المدخرات للداخل وتزيد من حجم المضاربات.

ج-عدد الشركات القائمة في الاقتصاد الوطني.

د- عدد المضاربين والمستثمرين وشركات التأمين وشركات استثمار الأموال وصناديق الاستثمار وغيرها.

ه- التنظيم والإدارة وضبط حركة المضاربة وقمع المخالفين واستقرار السوق

إن هذه العوامل تشجع على الاستقرار وزيادة حجم رأس المال المخصص للمضاربة وبالتالي يؤدي ذلك لتنشيط السوق.

٣- إمكانية تسجيل أسهم لشركات أجنبية مع السماح للمواطنين بالمضاربة على أسهم شركات أجنبية يؤدي لزيادة عرض الأسهم والسندات وينشط المضاربة ويجذب مستثمرين أجانب.

خامسا- مصادر الحصول على المعلومات:

حتى يستطيع المستثمر الدخول واختيار الورقة المالية هذه أو تلك لابد له من مصدر أو عدة مصادر للحصول على المعلومات اللازمة التي تؤثر على القيمة السوقية للأصول المالية المتداولة في سوق رأس المال، والسؤال المطروح كيف يستطيع كل مضارب أن يحصل على المعلومات اللازمة التي تسمح له بالاختيار؟

بالطبع توسعت مصادر المعلومات وتعددت في أسواق المال ومازالت في تطور مستمر وتسعى الحكومات وإدارة الأسواق المالية لتطوير هذه المصادر مع تطور وسائل الاتصال.

وبالتالي يستطيع المستثمر الحصول على المعلومات من المصادر التالية:

١- التقرير السنوي للشركات أو ما يسمى الميزانية مع التحليل المالي اللازم لها حيث تصدر كل شركة عدة تقارير سنوية كما يلي:

أ- تقرير سنوي يقدم للهيئة العامة للشركة خلال الاجتماع السنوي يتضمن كل المعلومات اللازمة عن خطة الشركة وتوجهاتها وأرباحها.

ب- تقارير ربعية تصدرها الشركات عن نشاطها.

ج- تقرير سنوي أو ربعي يقدم إلى إدارة السوق المالية عن عمل الشركة وتوجهاتها ويتضمن تحليلاً مالياً عن الأسهم والديون ومصادر التمويل الأخرى.

د- كل ما يصدر عن الشركة من معلومات تخص سوق المال والأسهم والتحليل المالي لوضع الشركة المساهمة.

وعلى كل مهتم أو مضارب في سوق المال أن يجمع من هذه التقارير لإجراء المقارنة بين الشركات عند الاختيار بين الأسهم أو تشكيل محفظة مالية..

٢- تقارير بيوت السمسرة التي تقدمها للمستثمرين.

وهي دراسات مجانية تقوم بها مكاتب السمسرة عن وضع السوق والشركات وحركة المضاربين وتوجهات أسعار الأسهم وكل معلومة تتعلق بنشاط البورصة خلال العام.

٣- التحليل المالي للمراكز المتخصصة في الدراسات والاستشارات المالية:

حيث تقوم المراكز المتخصصة بدراسة كل نشاط صناعي والشركات المتواجد فيه ونشاط هذه الشركات وأوضاعها المالية والتوقعات المستقبلية ونشر ذلك بشكل مجاني للمضاربين والمستثمرين وإذا كانت معلومات معمقة يمكن أن تكون مقابل مبالغ محددة.

كما وتقوم هذه المراكز بتحليل نشاط البورصة وعدد المضاربين والشركات الأجنبية وحركة رأس المال الأجنبي واتجاهات الصعود أو الهبوط بحيث تتضمن هذه التقارير والدراسات المعلومات التي تساعد المستثمر على الاختيار.

٤- الصحف و المجلات المالية المتخصصة:

تظهر المعلومات في نوعين من الصحف:

أ- الصحف اليومية و تنشر تقارير يومية عن نشاط البورصة تتضمن أسعار الافتتاح و أسعار الإقفال و مقدار الصعود و الشركات التي ارتفعت أسهمها و الشركات التي انخفضت أسهمها و حجم التعامل و العناصر المفاجئة في حال حدوثها.

ب- المجلات المتخصصة: لقد تطورت هذه المجلات و تخصصت بحيث أصبحت تغطي و بشكل مفصل أخبار البورصة وأنشطتها في أبواب مختلفة و لكل نشاط صناعي أو فرعي و جميع الشركات وعلاقة البورصة مع البورصات الأجنبية، فأصبحت المجلات المتخصصة المصدر الأساسي للمستثمر حيث يحصل من خلال هذه المجلات على تقارير مدروسة من قبل الباحثين عن أنشطة الشركات و التوقعات لكل شركة و تحليل مالي عن هذه الشركة أو تلك و تحليل مالي لحجم

المضاربة و أقسام أخرى حول النشاط الحكومي و توجهات الحكومة التي تؤثر على سوق المال و المضاربة.

سادساً- الاختيار:

بعد الاطلاع على كافة المعلومات المحلية و الدولية و على أوضاع الشركات و الأسهم تبدأ عملية الاختيار.

أولا- المسائل التي يناقشها المستثمر عند الاختيار:

عندما يقرر المستثمر الدخول لمجال الاستثمار في الأصول المالية و البورصات فإنه لن يجد أمامه سهمين أو ثلاثة لاختيار أحدهما ،بل سيجد في بورصة القاهرة حوالي ١٦٠ سهماً و في بورصة فرانكفورت في ألمانيا يتم تداول ٣٦٢٤ ورقة مالية و بورصة لندن يتم تداول ٦٠٠٠ ورقة مالية منها ٢٠٠ سهم لشركات دولية و في بورصة نيويورك يوجد حوالي ٩٠٠ ورقة محلية.[1]

فالسؤال المطروح ما هي الأسئلة التي يناقشها المستثمر قبل شراء كل ورقة أو الاختيار بين هذه الأوراق؟

1- الأسئلة المتعلقة بحالة الاقتصاد الوطني:

١- ما هي ظروف الاقتصاد الوطني و هل الحالة توصف بالرواج أو الركود ؟[2]

٢- ما هو حجم ميزانية الدولة و ما هو مقدار العجز السنوي في الموازنة؟

٣- ما هو حجم الاستثمار إلى الناتج و هل يزداد الاستثمار سنوياً و ما هو استثمار القطاع الخاص و حجم الاستثمار الحكومي و أين تتوجه استثمارات القطاع الخاص؟

٤- ما هو معدل سعر الفائدة ؟ هل هو مرتفع لمعالجة التضخم أم منخفض يشجع الاستثمار؟ و ما هي اتجاهاته المستقبلية؟

---

[1] فريد النجار: البورصات و الهندسة المالية، مرجع سابق ص١١٦-١٢٠

[2] منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية و أسواق رأس المال،مرجع سابق ص٢١٥

٥- ما هو حجم البطالة في الاقتصاد الوطني هل هو مرتفع أم منخفض أم هو في الحدود العادية ٥% ؟

٦- ما هو حجم الادخار من الدخل القومي؟ هل هو في الإطار العالمي بين ١٠-١٥% أم هو مرتفع ٢٠% أم هو منخفض ٥ % ؟

٧- ما هي اتجاهات الحكومة في تحسين الخدمات للمواطنين و تخفيض حجم الروتين و البيروقراطية و سن تشريعات جديدة تساهم في رفع المستوى المعاشي للعمال و ذوي الدخل المحدود؟

٨- ما هو حجم الضرائب و أين تركز الحكومة هل على الضرائب على الدخل و الثروة؟ أم على الضرائب غير المباشرة أم تتوجه نحو ضريبة القيمة المضافة التي تستخدمها أكثر دول العالم؟

٩- ما هو الموقف الحكومي من شركات الاستثمار هل تدعم الشركات المساهمة أم التضامنية، و هل تسمح بتأسيس صناديق استثمار الأموال؟ و ما هو التوجه المستقبلي؟

١٠- هل ترغب الحكومة بتشجيع الاستثمار الأجنبي و استقدام شركات أجنبية و بالتالي الاندماج في السوق العالمية ؟ أم ترغب باتباع أسلوب التنمية الذاتية المستقلة التي تحقق التطور التدريجي؟

١١- هل تسمح بتحويل الأرباح للخارج وما هو حجم الأموال القادمة وما هو حجم الأموال الخارجة وذلك حسب ميزان المدفوعات؟ و هنا يجب النظر للعجز في ميزان المدفوعات هل هو متوازن أم في حال عجز وما هو تأثير ذلك العجز على العملة الوطنية؟

١٢- هل الاقتصاد الوطني متنوع الفروع و الاختصاصات أم هو اقتصاد سياحي أو زراعي أم صناعي؟ فكلما تنوعت اختصاصات الاقتصاد الوطني كلما شجع على الاستقرار و زيادة الدخل الوطني.

٢- الأسئلة المتعلقة بالشركات صاحبة الأسهم:

١- هل الصناعة التي تعمل فيها الشركة تخضع لظروف و متغيرات محلية و دولية تؤثر عليها؟

فالعمل الصناعي الذي يعتمد على منتجات محلية زراعية أو ثروات باطنية متـــوفرة في درجة استقراره الذي يعتمد على الاستيراد.

٢- ما هي السلع التي تنتجها الشركة سلعة واحدة أو عدة سلع و ما هو حجم الطلب المحلي على هذه السلع؟ فكلما ازداد عدد السلع و ازداد حجم الطلب كلما تحسن وضع الشركة.

٣- ما هو حجم المبيعات و هل تتصف بالتقلبات أم أنها ثابتة، وهل تعمل الشركة في صناعة موسمية مثل صناعة البوظة أو صناعة المرطبات أم في صناعة الســيارات أم الفنادق.... و غيرها؟

لأن كل نوع من هذه الشركات لها مبررات نجاح و تطور تختلف عن الأخرى.

٤- هل عناصر الإنتاج التي تستخدمها الشركة متوفرة باستمرار، أم أن هناك نـــدرة نتيجة لتقلبات ظروف المناخ وتأثيرها على مدى وفرة أو ندرة الحصول بالنســـبة للمنتجات الزراعية أم أن هناك عناصر أخرى تؤدي لتقلبات الأسعار؟

٥- من هو رئيس مجلس الإدارة و المدير العام وبقية إدارة الشركة ؟ هل الإدارة ناجحة ومنسجمة مع بعضها بحيث تحقق النجاحات السنوية؟

٦- من هي الشركات المنافسة وما هي درجة المنافسة لهذه الشركة قوية- متوسطة أم ضعيفة وما هو وضع المنافسة بعد عدة سنوات؟

٧- إذا كانت الشركة محتكرة حاليا فهل ستبقى على هذا الوضع في السنوات القادمة أم هناك توجه لتأسيس شركات تنافس هذه الشركة؟

٨- ما هو حجم صادرات الشركة وهل هي مستقرة أم متزايدة، وهل ترتبط بأسواق مستقرة أم متقلبة؟

٩- هل ترتبط الشركة بشركات أجنبية، هل هي فرع لشركة أجنبية أم لها شراكة معها أم تفكر بالاندماج في شركة أجنبية مماثلة؟ وما هو مستقبل هذا الوضع لاحقا؟

١٠- ما هو وضع الأرباح في الشركة خلال الخمس سنوات الماضية؟

١١-ما هو حجم موجودات الشركة ومطاليبها كما هي في الميزانية السنوية وذلك خلال خمس سنوات سابقة؟

١٢-ما هو حجم الاحتياطيات التي شكلتها الشركة للظروف الطارئة؟

١٣-ما هو حجم المديونية- ديون الشركة تجاه المصارف- ديون الشركة من السندات- ديون أخرى؟ وما هو معدل الديون لرأس المال وحقوق الملكية؟

١٤- ما هو حجم ربح السهم السنوي الذي وزعته الشركة خلال الفترة السابقة ولتكن خمس سنوات، وهل هو في تزايد مستمر أم في تراجع؟

١٥- ما هي القيمة الاسمية وما هي القيمة الدفترية وما هي القيمة السوقية للسهم وكيف تطورت خلال خمس سنوات سابقة؟

١٦- من هم مالكي الأسهم وخاصة كبار المالكين الذين يمتلكون من ١ ـــ ٥% من قيمة الأسهم، وهل لهم مكانة اجتماعية أو اقتصادية في الاقتصاد الوطني؟ وهل يدعمون الشركة في حالة الانهيار أما أنها إذا تعرضت للإفلاس لا علاقة لهم بها؟ أم مجرد مضاربين فقط؟

ثانيا- الشراء والبدائل الممكنة:

بعد أن درس المستثمر جميع الأسئلة المتعلقة بالأوضاع العامة وأوضاع الشركات ينتقل إلى الشراء وتحرير أوامر الشراء للسمسار في البورصة، وهنا يمكن القول بأنه يجب على المستثمر إما التنويع أو التركيز على أسهم شركة واحدة أو مجموعة شركات تعمل في تخصص متكامل، كما ويمكن للمستثمر شراء أسهم شركات حديثة أو التركيز على شركات قديمة ولكل نوع من أنواع الاستثمار إيجابياته وسلبياته كما يلي:

١- اختيار شركات حديثة أو شركات قديمة:

إن لكل شركة مزايا وعيوباً ونقاط قوة وضعف، فقد يرغب المستثمر في اقتناص الفرص فيشتري أسهم شركات حديثة ويعلق الآمال على ارتفاع أسعار أسهمها في المستقبل وهذا الاختيار هو مغامرة محفوفة بالمخاطر لأن أي حدث للاقتصاد الوطني سواء كان داخليا أو خارجيا سوف يؤدي لزيادة أسعار الأسهم بل ربما تنخفض ويخسر هذا المغامر الذي استثمر بالشركات الحديثة، ومن جهة ثانية ربما ترتفع الأسعار ويجني أرباحا طائلة نتيجة ارتفاع أسعار الشركات الحديثة ولذلك ينصح أصحاب الخبرة والدراسات والاستشارات المالية و التنويع والاستثمار في شركات قديمة وحديثة بآن واحد لكي لا يتعرض المستثمر لهزات معينة تؤثر على وضعه المالي.

٢- اختيار شركة أو عدة شركات في قطاع متكامل:

يستطيع المستثمر توظيف أمواله في شركة تعمل في مجال مواد البناء أو شراء أسهم من جميع الشركات التي تعمل في مجال صناعة البناء والإنشاءات كقطاع متكامل يستطيع من خلال أسهمها التأثير في هذا المجال أو هذا القطاع ، فإذا كان المستثمر من كبار المستثمرين يمكن له أن يؤثر في توجهات الإنتاج والبيع والتوظيف في هذا القطاع فيدفعه إلى التطور.

فعلى سبيل المثال: يمكن للمستثمر شراء أسهم في شركة إسمنت وشركة إنتاج الدهانات والأصبغة و شركة إنتاج المنحورات الخشبية وشركة ديكورات وشركة مواد البناء فإذا توفر في هذا القطاع ١٠ أو ١٥ شركة يمكن للمستثمر الاستثمار في أسهمها وبالتالي يصبح من المستثمرين البارزين في قطاع البناء والتشييد.

٣- الانتشار:

ويعني أن يقوم المستثمر بشراء أسهم عدة شركات في قطاعات مختلفة في الصناعة والزراعة والخدمات والسياحة وغيرها بحيث يسعى هذا المستثمر إلى تحقيق أعلى درجات ممكنة من الأمان لكن الأرباح يمكن أن تكون منخفضة ، بينما يستطيع

المستثمر الذي اختار الاستثمار في قطاع الصناعات الهندسية أو صناعات البناء أن يؤثر في هذا القطاع وينتقل من مستثمر عادي إلى مستثمر قوي يؤثر على مجريات الإنتاج والاستثمار والتسويق والاستهلاك في هذا القطاع.

سابعاً- الشراء والبيع وتسديد العمولات:

بعد أن يكون المستثمر قد تعرف على وضع الاقتصاد الوطني والقطاع الاقتصادي والشركات العاملة به واختار المضاربة في أسهم شركات الأعمال الإنشائية والبناء وحدد بشكل دقيق الشركات التي سيشتري أسهمها وعدد الأسهم ثم ينتقل للخطوات التالية:

١- تحديد السمسار الذي سيعتمده لشراء الأسهم وعاده ما يكون الوسيط المصرف التجاري أو وسيطاً في البورصة وذلك حسب رغبة المستثمر وعند اختيار الوسيط يجب الأخذ بعين الاعتبار السمعة المالية وزبائن هذا الوسيط وقدرته على الشراء وعلاقته بالسماسرة من زملائه وسمعته لدى الزبائن والمستثمرين ومدى مصداقيته في التعامل ومدى النصائح التي قدمها للآخرين وهل حقق من تعامل معه أرباحاً كبيرة؟ وهل ازدادت ثروة من شكل له محفظة الأوراق المالية وغيرها من المعلومات حول السمسار؟

٢- ثم تأتي خطوة فتح حساب لدى السمسار عن طريق مصرف تجاري ويخول هذا السمسار بتحريك الحساب لتسديد قيمة الأوراق التي سيقوم بشرائها.

٣- يحدد الأوامر التي سيحررها للسمسار، أمر محدد بالسعر والزمن، أمر مفتوح وغيرها من الأوامر المعروفة.

٤- الشراء: يقوم السمسار بشراء الأسهم المحددة في أمر الشراء وتسجيلها في المقصورة وسجلات الشركة صاحبة الأسهم ثم يحرر قيمة الأسهم بشيكات مسحوبة على أحد المصارف التجارية التي يتعامل معها المستثمر، ثم يسدد العمولات المقررة وهي محددة في سوق عمان المالي كما يلي:

١ــ عمولة الوسيط 0.0074

٢ــ عمولة السوق ٠.٠٠١٤

٣ــ رسم الطابع (من القيمة الاسمية) ٠.٠٠١٥[1]

مثال:

اشترى أحد السمسارة للمستثمر سليم الأسهم التالية:

١ــ ١٠٠٠ سهم من أسهم شركة فنادق الشام بسعر السهم ١٣٥٠ ليرة

٢ــ ١٠٠٠ سهم من أسهم شركة سيرياتل للاتصالات بسعر ١٢٥٠ ليرة

٣ــ ١٠٠٠ سهم من أسهم شركة النماء للصناعة بسعر ١٤٥٠ ليرة

احسب القيمة والعمولات التي سيدفعها في السوق ؟

ثم احسب الأرباح التي سيحصل عليها فيما لو باع أسهم شركة فنادق الشام بسعر ١٣٦٠ ليرة للسهم الواحد؟

الحل:

القيمة = عدد الأسهم × السعر

١- ١٠٠٠ × ١٣٥٠ = ١٣٥٠٠٠٠ ليرة

٢- ١٠٠٠ × ١٢٥٠ = ١٢٥٠٠٠٠ ليرة

٣- ١٠٠٠ × ١٤٥٠ = ١٤٥٠٠٠٠ ليرة

مجموع القيمة ١٣٥٠٠٠٠ + ١٢٥٠٠٠٠ + ١٤٥٠٠٠٠ = ٤٠٥٠٠٠٠ ليرة

عمولة السمسار= القيمة × العمولة ٠.٠٠٧٤

= ٤٠٥٠٠٠٠ × ٠.٠٠٧٤ = ٢٩٩٧٠ ليرة

عمولة السوق = القيمة × عمولة السوق ٠.٠٠١٤

= ٤٠٥٠٠٠٠ × ٠.٠٠١٤ = ٥٦٧٠ ليرة

---

[1] عبد النافع الزرري- غازي فرح: الأسواق المالية، دار وائل، جامعة فيلادلفيا عمان ٢٠٠١ ص١٤٨

ضريبة المالية = القيمة × الرسم ٠.٠٠١٥

= ٤٠٥٠٠٠٠ × ٠.٠٠١٥ = ٦٠٧٥ ليرة

مجموعة العمولات و الضرائب = ٢٩٩٧٠ + ٥٦٧٠ + ٦٠٧٥ = ٤١٧١٥ ليرة

مجموع القيمة و العمولات = ٤٠٥٠٠٠٠ + ٤١٧١٥ = ٤٠٩١٧١٥ ليرة

نسبة العمولات و الضرائب إلى القيمة ٤١٧١٥ ÷ ٤٠٥٠٠٠٠ = ٠.٠١٠٣

تكاليف أسهم شركة فنادق الشام:

١٠٠٠× ١٣٥٠ = ١٣٥٠٠٠٠ ليرة

عمولة السمسار= ١٣٥٠٠٠٠× ٠.٠٠٠٧٤ = ٩٩٩٠ ليرة

عمولة السوق = ١٣٥٠٠٠٠ × ٠.٠٠١٤ = ٢٠٢٥ ليرة

الطابع = ١٣٥٠٠٠٠ × ٠.٠٠١٥ = ١٨٩٠ ليرة

مجموع العمولات و الضرائب = ٩٩٩٠ + ٢٠٢٥ +١٨٩٠= ١٣٩٠٥ ليرة

القيمة و العمولات = ١٣٥٠٠٠٠+ ١٣٩٠٥ = ١٣٦٣٩٠٥ ليرة

المبيعات إذا كان سعر السهم ١٣٦٠ ليرة

١٣٦٠ × ١٠٠٠ = ١٣٦٠٠٠٠ ليرة

الخسارة = ١٣٦٠٠٠٠ - ١٣٦٣٩٠٥ = ٣٩٠٥ ليرة

لذلك لا يفضل البيع بهذا السعر و إذا باع فتكون الخسارة ٣٩٠٥ ليرة

ما هي الأرباح إذا باع أسهم شركة فنادق الشام بسعر السهم ١٣٧٠ ليرة

١٣٧٠ × ١٠٠٠ = ١٣٧٠٠٠٠ ليرة

الربح = ١٣٧٠٠٠٠ - ١٣٦٣٩٠٥ = ٦٠٩٥ ليرة

يجب على المستثمر عند البيع بسعر أعلى أن يأخذ مقدار العمولات و الضرائب أي تكاليف الشراء لكي يتعرف على حجم الأرباح أو الخسائر الصافية و أن الارتفاعات الهامشية البسيطة قد لا تغري بالبيع نظراً لوجود تكاليف، إلا إن الفروقات الهامشية البسيطة بعد التكاليف هي التي تدفع المضارب للبيع.

ففي المثال السابق يستطيع المضارب عندما يتجاوز السعر ١٣٦٣٩٠٥ ÷ ١٠٠٠ = ١٣٦٣ ليرة للسهم أن يبيع لأنه يكون قد حقق ربحا، ونظرا لأن الأسعار تحسب بهذه الطريقة فإن أي مضارب يحصل على ربح مقداره ليرة واحدة في السهم يستطيع أن يبيع وعادة ما تحقق مثل هذه النسب أرباحا صافية عالية للمضارب.

Damascus University

مثال تطبيقي:

يملك كل من أحمد وسعيد مبلغا من المال قدره (١١٣٥٠٠٠٠) ليرة ونظرا لانخفاض الأرباح في قطاع الاستيراد والتصدير فقد توجه كل منهما إلى سوق الأوراق المالية للمضاربة والحصول على أرباح أفضل تساعدهما إلى مضاعفة رأسمال كل منهما.

وأمام العرض الهائل من الأسهم فقد اختار كل منهما محفظة من الأسهم أملا في زيادة الأرباح وزيادة أسعار الأسهم، وقد تكونت محفظة أحمد من الأسهم التالية:

اسم الشركة	سعر السهم	نسبة الأرباح الموزعة	الكمية المشتراة بالأسهم	القيمة بالليرات
١- شركة الزيوت الأهلية- حماه	١٢٥٠	%٨.٥	١٠٠٠	١٢٥٠٠٠٠
٢- سيريتل للاتصالات	٧٥٠	%٥	٥٠٠	٣٧٥٠٠٠
٣- النماء للصناعة المغفلة	١٥٥٠	%١٠	١٠٠٠	١٥٥٠٠٠٠
٤- شركة فنادق الشام	١٨٥٠	%٢٠	١٠٠٠	١٨٥٠٠٠٠
٥- النسر للنقل والسياحة	١٣٥٠	%٧.٥	٥٠٠	٦٧٥٠٠٠
٦- شركة عصير الجبل الطبيعي	١٢٠٠	%٧	٥٠٠	٦٠٠٠٠٠
٧- الغزل الأبيض السوري	٩٥٠	%١٠	١٠٠٠	٩٥٠٠٠٠
٨- كونسروة الربيع	١٠٠٠	%١٥	١٠٠٠	١٠٠٠٠٠٠
٩- غدق للصناعات الزراعية	١٣٥٠	%١٢.٥	١٠٠٠	١٣٥٠٠٠٠
١٠- شركة القمحة الذهبية للمعكرونة	١٧٥٠	%١٠	١٠٠٠	١٧٥٠٠٠٠
الإجمالي			٨٥٠٠ سهم	١١٣٥٠٠٠٠ ليرة

أما محفظة سعيد فقد ركزت على زيادة الأسعار أي اشترى كميات كبيرة من الشركات منخفضة الأسعار بهدف زيادة رأس المال وقد تكونت من الشركات التالية:

اسم الشركة	سعر السهم	نسبة الأرباح الموزعة	الكمية المشتراة بالأسهم	القيمة بالليرات
١- سيريتل للاتصالات	٧٥٠	%٥	٢٥٠٠	١٨٧٥٠٠٠
٢- شركة عصير الجبل الطبيعي	١٢٠٠	%٧	٥٠٠	٦٠٠٠٠٠
٣- شركة النقل السياحي	١٣٠٠	%١٥	٥٠٠	٦٥٠٠٠٠
٤- شركة فنادق الشام	١٨٥٠	%٢٠	٥٠٠	٩٢٥٠٠٠
٥- شركة نقليات القدموس	١٢٠٠	%١٥	١٠٠٠	١٢٠٠٠٠٠
٦- الوادي الأخضر للخدمات	١٦٠٠	%١٥	٥٠٠	٨٠٠٠٠٠
٧- الرافدين للإنتاج النباتي	٨٠٠	%١٠	٢٠٠٠	١٦٠٠٠٠٠
٨- شركة حلب للاسمنت الأسود	١٦٥٠	%١٢	٥٠٠	٨٢٥٠٠٠
٩- الساحل للسياحة والاستجمام	٩٥٠	%١٠	٢٠٠٠	١٩٠٠٠٠٠
١٠- الشركة السورية الأردنية للاسمنت الأبيض	١٩٥٠	%١٠	٥٠٠	٩٧٥٠٠٠
الإجمالي			١٠٥٠٠ سهم	١١٣٥٠٠٠٠ ليرة

فإذا علمت أن أسعار كل من سيريتل للاتصالات والرافدين للإنتاج النباتي والساحل للسياحة والاستحمام قد تضاعفت حتى نهاية العام. قارن بين أرباح كل من أحمد وسعيد في ٢٠٠٥/١٢/٣١.

الحل:

أرباح محفظة أحمد: قيمة السهم × نسبة التوزيع = [ ] × عدد الأسهم

١- شركة الزيوت الأهلية- حماه	×١٢٥٠	×%٨.٥	=١٠٠٠	١٠٦٢٥٠ ليرة
٢- سيريتل للاتصالات	×٧٥٠	×%٥	=٥٠٠	١٨٧٥٠ ليرة
٣- النماء للصناعة المغفلة	×١٥٥٠	×%١٠	=١٠٠٠	١٥٥٠٠٠ ليرة
٤- شركة فنادق الشام	×١٨٥٠	×%٢٠	=١٠٠٠	٣٧٠٠٠٠ ليرة
٥- النسر للنقل والسياحة	×١٣٥٠	×%٧.٥	=٥٠٠	٥٠٦٢٥ ليرة
٦- شركة عصير الجبل الطبيعي	×١٢٠٠	×%٧	=٥٠٠	٨٤٠٠٠ ليرة
٧- الغزل الأبيض السوري	×٩٥٠	×%١٠	=١٠٠٠	٩٥٠٠٠ ليرة
٨- كونسروة الربيع	×١٠٠٠	×%١٥	=١٠٠٠	١٥٠٠٠٠ ليرة
٩- غدق للصناعات الزراعية	×١٣٥٠	×%١٢.٥	=١٠٠٠	١٦٨٧٥٠ ليرة
١٠- شركة الفسحة الذهبية للمعكرونة	×١٧٥٠	×%١٠	=١٠٠٠	١٧٥٠٠٠ ليرة

إجمالي أرباح الأسهم في ٢٠٠٥/١٢/٣١=

١٠٦٢٥٠+١٨٧٥٠+١٥٥٠٠٠+٣٧٠٠٠٠+٥٠٦٢٥+٨٤٠٠٠+٩٥٠٠٠+

١٥٠٠٠٠+١٦٨٧٥٠+١٧٥٠٠٠ =١٣٧٣٣٧٥ ليرة

أرباح الشركات التي تضاعفت أسهمها:

سيريتل للاتصالات: ٧٥٠×٢= ١٥٠٠ ليرة

٥٠٠سهم× ٧٥٠=٣٧٥٠٠٠ ليرة

والأرباح الصافية لمحفظة أحمد: ١٣٧٣٣٧٥ + ٣٧٥٠٠٠ = ١٧٤٨٣٧٥ ليرة

أرباح محفظة سعيد:

١- سيريتل للاتصالات	×٧٥٠	×%٥	٢٥٠٠	٩٣٧٥٠ ليرة
		=		
٢- شركة عصير الجبل الطبيعي	×١٢٠٠	×%٧	=٥٠٠	٤٢٠٠ ليرة
٣- شركة النقل السياحي	×١٣٠٠	×%١٥	=٥٠٠	٩٧٥٠٠ ليرة
٤- شركة فنادق الشام	×١٨٥٠	×%٢٠	=٥٠٠	١٨٥٠٠٠ ليرة
٥- شركة نقليات القدموس	×١٢٠٠	×%١٥	١٠٠٠	١٨٠٠٠٠ ليرة
		=		
٦- الوادي الأخضر للخدمات	×١٦٠٠	×%١٥	=٥٠٠	١٢٠٠٠٠ ليرة
٧- الرافدين للإنتاج النباتي	×٨٠٠	×%١٠	٢٠٠٠	١٦٠٠٠٠ ليرة
		=		
٨- شركة حلب للاسمنت الأسود	×١٦٥٠	×%١٢	=٥٠٠	٩٩٠٠٠ ليرة
٩- الساحل للسياحة والاستجمام	×٩٥٠	×%١٠	٢٠٠٠	١٩٠٠٠٠ ليرة
		=		
١٠- الشركة السورية الأردنية للاسمنت الأبيض	×١٩٥٠	×%١٠	=٥٠٠	٩٧٥٠٠ ليرة

إجمالي أرباح الأسهم:

٩٣٧٥٠+٤٢٠٠٠+٩٧٥٠٠+١٨٥٠٠٠+١٨٠٠٠٠+١٢٠٠٠٠+١٦٠٠٠٠+

٩٩٠٠٠+١٩٠٠٠٠+٩٧٥٠٠ = ١٢٦٤٧٥٠ ليرة

أرباح زيادة أسعار الأسهم:

١- الرافدين للإنتاج النباتي: سعر السهم ٨٠٠ تضاعف إلى ١٦٠٠

الربح الرأسمالي ١٦٠٠ - ٨٠٠ = ٨٠٠ ليرة

٨٠٠ × ٢٠٠٠ = ١٦٠٠٠٠٠ ليرة

٢- شركة سيريتل للاتصالات: سعر السهم ٧٥٠ تضاعف ١٥٠٠

الربح الرأسمالي ١٥٠٠ - ٧٥٠ = ٧٥٠ ليرة

٧٥٠ × ٢٥٠٠ = ١٦٠٠٠٠٠ ليرة

٣- شركة الساحل للسياحة والاستحمام: سعر السهم ٩٥٠ تضاعف إلى ١٩٠٠

الربح الرأسمالي ١٩٠٠ — ٩٥٠ = ٩٥٠ ليرة

٩٥٠ × ٢٠٠٠ = ١٩٠٠٠٠٠ ليرة

الربح الرأسمالي في الأسهم =

١٦٠٠٠٠٠+١٨٧٥٠٠٠+١٩٠٠٠٠٠= ٥٣٧٥٠٠٠

إجمالي ربح محفظة سعيد: ربح الأسهم + الربح الرأسمالي في الأسهم

١٢٦٤٧٥٠+٥٣٧٥٠٠٠= ٦٦٣٩٧٥٠ ليرة

المفاضلة بين المحفظتين:

أرباح محفظة أحمد = ١٧٤٨٣٧٥ ليرة

أرباح محفظة سعيد = ٦٦٣٩٧٥٠ ليرة

أي ٦٦٣٩٧٥٠-١٧٤٨٣٧٥ = ٤٨٩٧٣٧٥ ليرة

النتيجة:

درس سعيد الشركات التي سوف تزداد أسهمها ونجح في التنبؤات حيث ازدادت أسعار الشركات الثلاث التي اشترى أسهمها وهي (سيريتل-الرافدين-الساحل) وحقق ربحا رأسماليا قيمته ٥٣٧٥٠٠٠ ليرة سورية وحصل بالمقابل على أرباح التوزيع بمبالغ مقبولة بحدود ١٢٦٤٧٥٠ ليرة، في حين ركز أحمد على مفاضلة مستقرة في الأسهم أي شكل محفظة أسهم ذات أرباح وزيادة رأسمالية مستقرة فحصل على أرباح بمقدار ١٣٧٣٣٧٥ ليرة سورية، وزيادات في الأرباح الرأسمالية بمقدار ٣٧٥٠٠٠ ليرة.

إن مضاربة أحمد كانت هادئة كلاسيكية ركزت على عائدات الأسهم أكثر من تركيزها على الزيادة الرأسمالية في الأسعار.

مسائل غير محلولة

المسألة الأولى:

اشترى المستثمر حسان الأسهم التالية:

١. ٢٠٠٠ سهم من شركة الاتصالات السريعة بسعر السهم ١٤٥٠ ليرة.
٢. ١٥٠٠ سهم من شركة بردى الزراعية بسعر السهم ١٨٥٠ ليرة.
٣. ٢٠٠٠ سهم من شركة غزالة الذهبية بسعر السهم ١٨٥٠ ليرة.
٤. ١٨٠٠ سهم من شركة البر للصناعات الهندسية بسعر السهم ١٧٥٠ ليرة.
٥. ١٥٠٠ سهم من شركة فنادق برج آلاء بسعر السهم ١٣٥٠ ليرة.

فإذا علمت أن عمولة السوق ٠.٠٠١٥ و عمولة السمسار ٠.٠٠٧٥ ورسم الطابع (من القيمة الاسمية) ٠.٠٠١٠ وأن القيمة السوقية لجميع الأسهم كانت ٥٠٠ ليرة لكل سهم أحسب ما يلي:

١. قيمة الأسهم التي اشتراها حسان.
٢. قيمة العمولات و رسم الطابع ((التكلفة)).
٣. تكلفة الأسهم (القيمة + التكلفة).
٤. هل يبيع حسان الأسهم إذا ازدادت قيمة الأسهم بمقدار ١٠% حسب معدلات التضخم وما هي الأرباح الناجمة عن البيع؟

المسألة الثانية:

اشترى المستثمر محمد نجيب الأسهم التالية:

١. ٢٠٠٠ سهم من شركة دمّا للصناعات الورقية بسعر السهم ١٥٥٠ ليرة وبمعدل توزيع الأرباح ٢٥%.
٢. ٢٥٠٠ سهم من شركة التاجر للتصدير الغذائي بسعر السهم ١٨٥٠ ليرة وبمعدل توزيع الأرباح ١٥%.
٣. ١٥٠٠ سهم من شركة القمحة الذهبية لإنتاج المعكرونة بسعر السهم ١٦٠٠ ليرة وبمعدل توزيع الأرباح ١٧.٥%.

٤. ١٧٠٠ سهم من شركة الزيوت الأهلية بسعر السهم ١٥٠٠ ليرة وبمعدل توزيع ٢٠%.

٥. ١٢٠٠ سهم من شركة الذهب الأبيض بسعر السهم ١٨٠٠ ليرة و بمعدل توزيع ١٥%.

كما واشترى بالمقابل المستثمر جمعة الطحان الأسهم التالية:

١. ٢٠٠٠ سهم من شركة الأدهم للنقل البحري بسعر السهم ١٤٥٠ ليرة وبمعدل ٢٢.٥%.

٢. ٢٥٠٠ سهم من شركة الفرات للشحن و التصدير بسعر السهم ١٧٥٠ ليرة وبمعدل توزيع ١٧.٥%.

٣. ١٥٠٠ سهم من شركة طيبة للمعجنات و المكرونة بسعر السهم ١٦٠٠ ليرة وبمعدل توزيع ٢٠%.

٤. ١٧٠٠ سهم من شركة زيوت حلب بسعر السهم ١٧٠٠ ليرة وبمعدل توزيع ١٥%.

إذا علمت أن أسعار الأسهم لكل شركة من شركة الفرات للشحن و التصدير وطيبة للمعجنات و المكرونة ازدادت بمعدل ١٥% و أسعار الأسهم لشركة دما للصناعات الورقية وشركة القمحة الذهبية ازدادت بمعدل ٢٠%.

١. احسب الأرباح السنوية (نتيجة التوزيع) لكل من محمد نجيب وجمعة الطحان.

٢. احسب الأرباح الرأسمالية للمحفظتين.

٣. هل تنصح بالبيع إذا علمت أن إجمالي عمولة السوق بشكل مقطوع ٣% من قيمة الشراء.

وقل رب زدني علما
جامعة دمشق
Damascus University

لفصل السابع

المحافظ الاستثمارية

مقدمة:

إن القيود والتنظيمات المالية المفروضة على الاستثمار والتمويل وعلى المضاربة في الأسواق المالية جعلت رأس المال المضارب ينضبط ويعمل على تكوين المحافظ الاستثمارية التي تساهم في تحسين وتطوير ظروف الاستثمار في الاقتصاد الوطني، لكن الضغط السياسي قد دفع الحكومات في الولايات المتحدة الأمريكية لتخفيف القيود وبالتالي الانفلات ففي بداية الثمانينات من القرن الماضي تشكلت سلطة جديدة سميت (سلطة رجالات المال) وبدأت هذه السلطة تتوسع إلى أن أحدثت عدة أزمات في أوربا وأمريكا منها أزمة سعر الصرف في عام ١٩٨٥ وانهيار البورصة في نيويورك عام ١٩٨٧.[١]

كما وشكلت هذه القوة المالية السياسية على مستوى العالم قوة ضغط باتجاه توحيد الأسواق المالية والسماح بالمضاربة للجميع وفي أسواق الجميع دون قيود وبالتالي ساهمت في إنشاء منظمة التجارة العالمية والتحرير المالي العالمي.

إن الاستثمار المالي في مجال الأسواق المالية بدأ بهوامش ربح بسيطة شكلت دخولاً بسيطة لأصحابها وانتهى إلى الأرباح الخيالية التي لا ترتبط بميزان أو قانون وبالتالي كان لا بد من وضع القيود والضوابط لهذا الاستثمار وما زالت أوربا والولايات المتحدة

---

١ جاك آدا : عولمة الاقتصاد، ترجمة مطانيوس حبيب ، دار طلاس للنشر دمشق ١٩٩٨ ص ٢٥٠ -٢٥٢

ودول شرق آسيا تسعى لإيجاد ذلك الضابط لهذه الاستثمارات، ولن تصل إلى حل طالما أصبحت قوة رأس المال المالي المضارب هي الحاكمة والمسيطرة ليس في دولة من الدول، بل في جميع الدول المتقدمة، ويلاحظ بامتداد ذلك الأثر إلى الدول النامية التي امتلكت الأسواق المالية أو التي تحاول إقامة مثل هذه الأسواق.

بالطبع يشكل الاستثمار في الأسواق المالية مهنة حديثة العهد تمتاز بالرقي والحضارة والتنظيم وجني الأرباح لكنها تحتاج للضوابط والأسس التي تجعلها مهمة وهامة في الاقتصاد بحيث تساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي، بدلاً من إحداث الفجوات والانهيار وقد ظهر نمط استثماري جديد في هذا المجال سمي المحفظة المالية بحيث يستطيع المستثمر تكوين محفظة مؤلفة من عدة أصول مالية تحقق له الاستقرار والأرباح بدلاً من جني الأرباح السريعة وانتظار الانهيار السريع.

فالسؤال المطروح ما هي المحفظة الاستثمارية وما هي الأسس والضوابط التي تساهم في نجاحها وضمان استمرارها؟

أولا: مفهوم المحفظة الاستثمارية: Portfolio

إن سعي الأفراد المستمر لزيادة دخولهم وحجم ثرواتهم يدفعهم للبحث عن مصادر هذا الربح والاستثمار ولذلك قام الأفراد المضاربون في الأسواق المالية بتكوين محفظة مالية من عدة أصول تحقق لهم الربحية والسيولة بآن واحد وتطورت المحافظ لتأخذ المصارف، بها وتعمل على تكوينها وتطويرها للزبائن كما وقام المتخصصون بإدارة هذه المحافظ لأصحابها وتقويتها وتطويرها فغدت الشكل الجديد في عالم البورصات والمال فما هو مفهوم المحفظة؟

" محفظة الأوراق المالية هي عبارة عن مجموعة اختيارات من الأوراق المالية تشكل مزيجاً متجانساً من هذه الأوراق، تم اختيارها بعناية ودقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف.. "[1]

[1] محسن أحمد الخضيري : كيف تتعلم البورصة في ٢٤ ساعة ، مرجع سابق ص ٦٥

وبالتالي يتضمن هذا المفهوم الاختيار الأفضل للأوراق المالية بهدف الوصول إلى الأرباح المتوقعة و لم يظهر ما يوضح المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المحفظة.

أما التعريف الثاني فإنه: يعتبر المحفظة المالية التي تتكون من جميع الأصول المالية كالأسهم والسندات وشهادات الإيداع وشهادات المديونية وقرض اليورو دولار الخ ...."[1]

حيث يركز هذا التعريف على الأصول التي ينبغي التعامل بها في المحفظة، ولا يحدد أهداف الاستثمار ومخاطره وآلية تكوين المحفظة.

أما المفكر الأردني محمد صالح حابر فإنه يرى في المحفظة الاستثمارية: "تعبير يطلق على مجموعة ما يملكه الفرد من أصول — موجودات ، شريطة أن يكون الهدف من هذا الامتلاك تنمية القيمة السوقية لها وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال ... "[2]

حيث يؤكد هذا التعريف على مجموعة ما يمكن أن تشكله المحفظة من أصول مالية وأصول حقيقية مثل الموجودات الثابتة.

استناداً لما تقدم يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية " بأنها حيازة الفرد أو المستثمر على مجموعة من الأصول المالية التي تضمن عائداً مستقراً وتحقق تنمية المبالغ المستثمرة وبأقل المخاطر المحتملة "

يجمع هذا التعريف بين مزايا التعاريف السابقة ويتضمن الخصائص التالية:

١- على المستثمر في سوق الأوراق المالية أن يقوم بشراء الأصول المالية المتعددة ولا يجوز التركيز على نوع محدد من الأوراق المالية مما يعرض صاحبها للخطر.

٢- يجب أن توفر هذه الأصول لصاحبها عائداً يتصف بالاستقرار أي أرباح الأسهم أو الفوائد على السندات حيث تشكل في مجموعها العائد المستقر.

---

[1] حسني علي خربوش ، عبد المعطي رضا أرشيد ، محفوظ أبو حودة : إدارة المحافظ الاستثمارية، جامعة العلوم التطبيقية ، عمان ١٩٩٥ ص ١٨

[2] محمد صالح حابر : الاستثمار بالأوراق المالية ، مرجع سابق ، ص ١٨

٣- يجب على المستثمر شراء أصول مالية يمكن أن تزداد قيمتها بشكل مستمر وهنا يجب التركيز على الأوراق المالية التي تصدرها شركات ذات مكانة متميزة أملا في ارتفاع أسعارها.

٤- انخفاض حجم المخاطر على أصول المحفظة فكلما تنوعت المحفظة كلما انخفضت المخاطر المحتملة.

ثانياً: أهداف المحافظ الاستثمارية:

يسعى المستثمر عند تكوين المحفظة للحصول على العائدات المحتملة وذلك بأقل المخاطر، لأن المضاربة في الأسواق المالية مليئة بالمخاطر فكما يربح المستثمر عند المضاربة يمكن أن يتعرض للخسارة التي تدفعه للإفلاس.

لقد أكدت أكثر الدراسات بأن تكوين المحفظة ينطلق من المخاطرة بحيث يأخذ المستثمر بعين الاعتبار عند الاختيار عناصر المخاطرة والمتمثلة إما باحتمالات انخفاض الأسعار أو انخفاض حجم العائدات أو الاثنين معاً وبالتالي يسعى للتنويع بين الأوراق المالية والتجارية والسندات.

تسعى إدارة الاستثمار أو إدارة المحفظة لتحقيق الأهداف التالية:

١- الحفاظ على رأس المال الأصلي: يسعى كل مستثمر عند البدء بالاستثمار لاختيار الأوراق المالية التي تحقق العائد، لكن هذا الهدف يتضمن هدفاً ضمنياً وهو عدم التعرض للخسارة في أسعار الأصول وبالتالي المحافظة على رأس المال الأصلي.

فإذا أخذنا أي مستثمر مالي فإننا نجده يحدد في البداية المبالغ التي سيضارب بها وهذه تشكل رأس المال الأصلي ونتيجة المضاربة والاستثمار لعدة سنوات يجب إعادة حساب النتائج هل ازداد رأس المال أم انخفض فإذا حافظ المستثمر على رأسماله يكون قد حقق أولى أهداف المضاربة.

٢- تأمين مصدر دخل مستمر: إذا خصص المستثمر مجموع ما يملك من أموال للمضاربة في الأسواق المالية فمن أين سيسدد نفقاته اليومية وتكاليف المعيشة؟

لذلك يتوجب على هذا الاستثمار توفير مصدر دخل مناسب ينجم عن أرباح الأسهم أو العائدات السنوية للأسهم أو أسعار الفائدة التي سيحصل عليها من جراء شراء السندات والأوراق التجارية، وينبغي أن يكون هذا الدخل مستمرا بالتدفق لكي يوفر لصاحبه الاستمرار والديمومة.

٣- يجب على المستثمر تنويع الأصول المشتراة لتشكيل المحفظة: يعتبر تنويع المحفظة المالية من أهم الأسس التي تحقق الاستقرار حيث تخفض من حجم المخاطر المحتملة فكلما ازداد تنوع الأصول في المحفظة المالية كلما ازدادت درجة الأمان وحقق المستثمر الدخل المستقر، فالعلاقة قوية بين تنويع المحفظة وانخفاض حجم المخاطر، لكن ذلك يمكن ألا يدر دخلاً مرتفعاً لأن التنويع سوف يفرض على المستثمر بعض الأوراق المالية التي لا يتوقع لها الزيادة في الأسعار أو زيادة عائداتها السنوية.

٤- تحقيق أعلى درجات الأمان: ترتبط المضاربة في الأسواق المالية بعنصر المخاطرة فكلما ازدادت الأرباح المحتملة كلما ازدادت درجة المخاطرة ، كما وهو معروف في المصارف فكلما ازدادت معدلات الفائدة كلما ازدادت درجة تعرض القروض للخطر لذلك يسعى كل مستثمر لتنويع المحفظة وشراء بعض الأصول التي تحقق درجة معينة من الأمان بحيث إذا تعرض عدد من الأوراق للخطر يمكن للأوراق الأخرى أن تحافظ على قيمتها وبالتالي تخفف حجم الخسائر المحتملة.

٥- تخفيض حجم التكاليف والجهد والوقت اللازم لإدارة المحفظة : تحتاج كل محفظة لمدير أو موظف مختص لكي يقوم بإجراء الدراسة اللازمة يومياً أو أسبوعيا لكي يزيد من عدد الأوراق التي ترتفع أسعارها ويخفض من الأوراق المستقرة وهذا الأمر يتطلب بعض التكاليف فكلما ازداد حجم المحفظة كلما ازداد عدد من سيعمل بها وتحتاج لجهد أكبر ووقت أكبر فالمحفظة الصغيرة ذات (مليون ليرة سورية) قد تحتاج المستثمر نفسه وموظفاً آخر يساعده فقط في حين تحتاج المحفظة

ذات عشرة ملايين ليرة إلى خمسة موظفين يساعدون المستثمر في إدارة شؤون المحفظة وتنميتها وتطويرها.

لقد أكدت الدراسات المالية و التجارية أهمية المحافظ الاستثمارية في زيادة حجم الاستثمار في الأسواق المالية وتنويع الأنشطة وتفاعلها بحيث تساهم في تنشيط السوق، فالمحفظة تحقق لصاحبها كما ذكرنا دخلاً مستقراً وزيادة في رأس المال إذا ارتفعت أسعار بعض الأوراق المالية وتحقق لسوق المالية التفاعل وتنشيط السوق وتحقق للآخرين كالسماسرة و العاملين في المجال المالي فرص العمل، لأن كل محفظة مالية تحتاج لعدد من الموظفين لإدارتها وحساب عائداتها ومتابعة تحصيل الأرباح والفوائد و السندات.

كما وأن المصارف وشركات التامين والاستثمار التي تعمل في مجال السوق المالي تقوم بإدارة المحافظ و تكوينها وتحصيل عائداتها،لذلك تحتاج لموظفين لإدارة هذه المحافظ و تنميتها و تطويرها، لذلك طورت المصارف بعض الدراسات التي تدعم فكرة المحافظ الاستثمارية عبر المصارف التجارية بهدف الأمان و الربحية معاً الأمر الذي شجع تكوين المحافظ عبر المصارف التجارية.

ثالثا: أنواع المحافظ الاستثمارية:

عرفت الأنشطة الاستثمارية في الأسواق المالية ثلاثة أنواع من المحافظ الاستثمارية هي:

١- محفظة الدخل: Income Portfolio

هي مجموعة من الأسهم والسندات التي تضمن للمستثمر دخلا مرتفعا وبأقل المخاطر وتركز محفظة الدخل على الأسهم التي ترتفع عائداتها وفي هذا الإطار قدمت مراكز الدراسات والبحوث دراسات عن كل نوع من الأسهم وعلى المستثمر أن يختار إذا كان هدفه الدخل أي يشتري الأسهم التي ترتفع عائداتها وعادة ما تكون الأسهم الممتازة ذات دخل مستقر ومرتفع وهي ذاتها قليلة المخاطر.

كما وترتفع عائدات السندات نظرا" لأنها مقابل سعر فائدة وبالتالي يحقق الاستثمار في الأوراق التجارية عائدات بمقدار سعر الفائدة، فإذا كان سعر الفائدة ٨% هذا يعني أن عائدات المحفظة هي ٨ %.

مثال:

يملك سامر ٤.٥ مليون ليرة سورية وظفها في أسهم مستقرة كما يلي:

اسم الشركة:	عدد الأسهم	سعر السهم	بمعدل التوزيع
١- شركة الوادي الأخضر	١٠٠٠	١٠٠٠	%١٥
٢- شركة الدوحة للسياحة	١٠٠٠	١٥٠٠	%١٢
٣- شركة طيران الخليج	١٠٠٠	١٥٠٠	%٢٠

احسب معدل نمو الدخل؟

الحل:

القانون= سعر السهم × معدل التوزيع × عدد الأسهم

١- شركة الوادي الأخضر ١٠٠٠× ×%١٥ -١٠٠٠ ١٥٠٠٠٠ ليرة

٢- شركة الدوحة للسياحة ١٥٠٠× ×%١٢ -١٠٠٠ ١٨٠٠٠٠ ليرة

٣- شركة طيران الخليج ١٥٠٠× ×%٢٠ -١٠٠٠ ٣٠٠٠٠٠ ليرة

إجمالي الأرباح= ١٥٠٠٠٠+ ١٨٠٠٠٠+ ٣٠٠٠٠٠ = ٦٣٠٠٠٠ ليرة

معدل العائد = الأرباح / قيمة المحفظة = ٦٣٠٠٠٠ / ٤٥٠٠٠٠٠ = %١٤

وهو معدل مرتفع يتناسب مع طموحات سامر في تحقيق الدخل المرتفع.

٢- محفظة النمو: Growth Portfolio

هي مجموعة من الأسهم والسندات التي تحقق زيادة كبيرة وسريعة في رأس المال المستثمر بغض النظر عن العائدات المتوقعة ، ويجب على المستثمر المهتم بالنمو وزيادة رأس المال أن يركز على أسهم الشركات الجديدة، حيث تكون عرضة للمخاطر ولا

تمتلك عائداً محددا، بل هي متقاربة، لكن زيادة الأسعار نتيجة نجاح الشركة سوف يضاعف من المحفظة ويزيد حجم رأس المال المستثمر. ويختلف زمن تشكيل محفظة النمو من فترة لأخرى حيث يصعب تكوينها في حالات الارتفاع وإنما يجب أن يغامر المضارب في حالات الهبوط في تشكيل هذه المحفظة أملاً في تحسن الأسعار وزيادة رأس المال وغالباً ما يقدم المقامرون على هذه المحفظة في حين يبعد عنها أصحاب المعاشات التقاعدية وذوو الدخل المحدود لأنهم يبحثون عن عائدات مستقرة لتحسين دخلهم.

مثال:

يملك حمدي ٩٠٠٠٠٠٠ ليرة يريد توظيفها في محفظة النمو ولا يرغب على الدخل بقدر رغبته في زيادة رأسماله، لذلك قام بتوظيفها في شركات حديثة بهدف مضاعفة رأس المال حيث وظفها في الشركات التالية:

اسم الشركة:	عدد الأسهم	سعر السهم
١- شركة السلام للمعارض	٣٠٠٠	١٠٠٠
٢- شركة النبيل للصناعة	٣٠٠٠	١٠٠٠
٣- شركة الأدهم للمحركات	٣٠٠٠	١٠٠٠

وبفضل نمو البورصة ازدادت الأسعار لهذه الشركات بمعدلات متتالية ٥٠% ، ٢٥% ، ١٠% احسب معدل نمو المحفظة.

الحل:

القانون= سعر السهم × معدل النمو × عدد الأسهم

١- شركة السلام للمعارض ١٠٠٠× ٥٠%× ٣٠٠٠= ١٥٠٠٠٠٠ ليرة

٢- شركة النبيل للصناعة ١٠٠٠× ٢٥%× ٣٠٠٠= ٧٥٠٠٠٠ ليرة

٣-شركةالأدهم للمحركات ١٠٠٠× ١٠%× ٣٠٠٠= ٣٠٠٠٠٠ ليرة

إجمالي الزيادة= ١٥٠٠٠٠٠ + ٧٥٠٠٠٠ + ٣٠٠٠٠٠ = ٢٥٥٠٠٠٠

معدل نمو المحفظة= الزيادة = ٢٥٥٠٠٠٠ = ٢٨.٣%

قيمة المحفظة ٩٠٠٠٠٠٠

وهي أكبر من معدل نمو محفظة الدخل.

٣- المحفظة المختلطة:

وهي تلك التي تجمع بين الأوراق المالية التي تدر دخلا مستقرا والأسهم التي يتوقع لها الزيادة في الأسعار، وعادة ما يلجأ أصحاب الدخل المستقر لتشكيل هذه المحفظة فيحصلون على عائدات تدعم دخولهم، والقسم الآخر يوظف في زيادة رأس المال مما يحقق المصلحتين معا (العائد والزيادة).

رابعا: العوامل المؤثرة على تكوين المحفظة:

عندما يقرر المستثمر المضاربة في الأسواق المالية يضع نصب عينيه الخطر المحتمل نتيجة هذه المضاربة نظراً لعدم المعرفة المسبقة بأحوال السوق وتقلباتها، فقد يدخل المستثمر وتكون حالة السوق قد بدأت بالهبوط الأمر الذي يجعله ينتقل من خسارة إلى أخرى وبالمقابل قد يكون في حالة معاكسة حالة ارتفاع وصعود مما يدفع المضارب بالانتقال من ربح إلى آخر وهكذا ...

وبالتالي عند دراسة العائد والمخاطر من المحافظ الاستثمارية لابد من الأخذ بعين الاعتبار العوامل التالية:

١- مجموعة العوامل الاقتصادية الداخلية:

ويندرج تحت هذه العوامل حالة الاقتصاد الوطني من (رواج أو كساد) ومعدل النمو الاقتصادي، ومدى نجاح التنمية الاقتصادية ومقدار عجز الموازنة والعجز في ميزان المدفوعات وحالات ومستوى سعر الصرف للعملة الوطنية وحجم الإنفاق الحكومي واتجاهات الإنفاق (استثماري ــ جاري) وغيرها من العوامل التي تحدثنا عنها عند تقدير قيمة الأسهم لأن جميع هذه العوامل تؤثر على مستوى الأسعار في البورصة و

على مستويات الأرباح و بالتالي على المضارب الجديد أو حق القديم عند تكوين محفظة جديدة أن يدرس الوضع الاقتصادي ويصل إلى نتيجة مفادها بأن هذه العوامل تشجع على تكوين المحفظة المتنوعة أو محفظة أسهم جديدة ...أو غيرها.

٢- مخاطر التضخم و تدني قيمة النقود:

يؤدي التضخم في الاقتصاد الوطني إلى زيادة الأسعار حسب معدلات التضخم الأمر الذي يدفع الأفراد إلى التخلي عن السيولة والاحتفاظ بالأصول الثابتة و بما أن العمل الصناعي لا يحصل على مزايا في حالات التضخم نجد الأفراد يعزفون عنه و يحولون مدخراتهم إلى العقارات والأبنية والذهب والمجوهرات والعملات الأجنبية لأن الصناعة تدر دخلا ثابتا في حين ترتفع أرباح المضاربة بالعقارات وتزداد بشكل تصاعدي لذالك يجب على المستثمر أو المضارب عند تكوين محفظة في حالات التضخم دراسة الشركات التي تأثرت أو التي ستتأثر و مدى تأثير ذلك عليها وعلى أرباحها وعلى مستقبلها وشراء الأسهم التي يمكن أن ترتفع أسعارها و بالمقابل فإن السندات مرتبطة بسعر الفائدة فقط ولذلك لا يفضل شراء السندات في حالات التضخم لأنها محدودة العائدات أي يجب على المضارب الحذر والترقب من ارتفاع الأسعار وشراء ما هو قابل للارتفاع...

٣- المخاطر و الظروف الدولية:

تؤثر الظروف الدولية على البورصات بشكل عام وتؤثر على علاقة الاقتصاد الوطني بالاقتصاديات الأجنبية، فإذا ازداد العجز التجاري تعرضت العملة الوطنية لمخاطر الهبوط كما وتتأثر أسعار المواد الأولية وتؤثر على الصناعة المحلية التي تؤثر بدورها على الشركات.

إضافة إلى ذلك فإن الظروف السياسية الدولية مثل حالات الحروب والاضطرابات سوف تؤثر على الأسعار لذلك يتوجب على المضارب أخذ هذه العوامل بعين الاعتبار

عند تكوين المحفظة والاحتفاظ بالسيولة أكثر من تكوين المحفظة ويفضل في حالات الشراء تنويع المحفظة لكي لا تكون المخاطر كبير في حالة الهبوط..

٤- مخاطر الصناعة الوطنية والمشروع الصناعي:

عند دراسة القطاع الصناعي أو الشركة يجب النظر للعوامل التالية:

١- حالة القطاع الصناعي ومدى تأثره بالأزمات مثل قطاع البناء أو قطاع السياحة حيث تتأثر بالعوامل السياسية أكثر من غيرها من القطاعات.

٢- حالة الشركة وهل تنتج سلعا" يحتاجها الاقتصاد الوطني طيلة أيام السنة أم أنها موسمية أم ستوجه للتصدير.

٣- إدارة الشركة وقدرتها على مواجهة الظروف الطارئة.

٤- مصادر التمويل وهل هي مستقرة وتشكل نسبة ضئيلة من الموجودات أم أنها تصل إلى ٧٠ــ ٨٠ من الموجودات.

إنّ دراسة هذه العوامل الخاصة بالشركة تدفع المستثمر لكي يختار الشركات المستقرة التي تتأثر بالظروف الصناعية الداخلية أو الخارجية ولديها مصادر تمويل ثابتة وتشكل ديونها موجوداتها نسباً متدنية.

٥- حالة الأوراق المالية:

تعتبر حالة السوق المالية من أهم العوامل التي يدرسها المضارب فالاستثمار في حالات الصعود يختلف عن الاستثمار في حالات الهبوط والمستثمر الذي يعاكس التيار على أمل أن تعاكس الظروف يكون أكثر عرضة للمخاطر والإفلاس، لذلك يجب الحذر والترقب بحيث يتجه المستثمر للتنويع في حالات الصعود واختيار الأسهم الأكثر استقرارا خوفا" من الهبوط المفاجئ، وفي حالات الهبوط يجب الاعتماد على السندات ذات القيمة المضمونة مثل الأسهم الممتازة والسندات الحكومية وغيرها.

خامساً": سياسات تكوين المحفظة:

تختلف سياسات تكوين المحفظة من شخص لآخر ومن فترة زمنية لأخرى وحسب حالة السوق والاقتصاد فقد يفضل بعض المستثمرين جني الأرباح السريعة وقد يفضل البعض الآخر الحصول على العائد المستقر واستناداً لذلك على كل مستثمر انتهاج السياسات التي يراها مناسبة له من السياسات التالية:

١- سياسة المخاطرة أو الهجومية:[١] Aggressive Policy

وتعني تكوين محفظة تعتمد على جني الأرباح نتيجة ارتفاع أسعار الأوراق المالية، وبالتالي لا يختار المضارب السهم الذي يدر دخلاً ثابتاً بل الأسهم ذات الأسعار المتدنية على أمل صعودها بسرعة وخاصة الشركات الناشئة حديثاً وبشكل محدد الأسهم العادية لهذه الشركات لأن هذه الأسهم ترتفع بسرعة إذا حققت الشركات أرباحاً جديدة أو إذا تقدمت الشركة خطوات إلى الأمام.

٢- سياسة التحفظ أو الدفاعية: Defensive Policy

وتعني تكوين محفظة ذات دخل ثابت وهذا الأمر يتطلب تنويع المحفظة بالأسهم والسندات وشراء الأسهم ذات العائد والمستقرة خلال فترة من الزمن، ولا يجوز المغامرة بالأسهم الجديدة، وعادة ما يطلق على هذه المحفظة (محفظة الدخل) لأنها تتضمن دخلاً ثابتاً وعنصر الأمان في شراء عدة أنواع من الأسهم أو السندات وهنا يفضل الاعتماد بشكل رئيسي على الأسهم الممتازة ذات العائد المستقر.

٣- سياسة المحفظة المتوازنة: Balanced Policy

وهي تقوم على مبدأين أساسيين:

أ- شراء الأسهم الممتازة ذات العائد المستقر بهدف تأمين الدخل المستقر.

---

[١] حسين علي خربوش وزملاؤه: إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق ص ٢٢

ب- شراء الأسهم العادية للشركات الحديثة بهدف الحصول على الأرباح عندما ترتفع أسعارها بنتيجة تطور هذه الشركات.

وعادة ما نجد في السوق نسبة كبيرة من التوازن حيث يتجاوز عدد المحافظ المتوازنة ٦٠% من إجمالي المحافظ في السوق.

لقد أكدت الدراسات التي قامت بها بورصة نيويورك وبورصة لندن بأن المحافظ المتوازنة تضمن لأصحابها خسائر قليلة في حالات الانهيار في حين تحقق المحافظ الهجومية خسائر كبيرة بل إنّ المحافظ الهجومية تكون سبباً في إحداث الأزمة، لذلك تركز الدراسات على ضرورة تبني سياسة دفاعية أو المضاربة بالأسهم المستقرة ذات الدخل أكثر من تبني سياسة المحافظ الهجومية لأنها تحقق للسوق الاستقرار وتحقق لأصحابها التوازن و خسائر قليلة في حال الانهيار.

سادساً: نظرية ماركوتز: Harry Markwitz

استخدم هاري ماركوتز نظرية جديدة في تشكيل المحفظة المالية تقوم على الجمع بين مبدأي العائد والمخاطر معاً بحيث تؤدي في النهاية لضمان عائد محدد لصاحبها وتجنبه المخاطر التي يتعرض لها الآخرون وتؤدي للإفلاس.

وقد قامت النظرية على الفرضيتين التاليتين:

أ- إذا تساوى العائد المتوقع من البدائل الاستثمارية المتاحة، فإنّ أفضلهما هو البديل الذي يتعرض عائده لأقل قدر من المخاطر.[1]

ب- إذا تساوى حجم المخاطر للبدائل الاستثمارية المتاحة، فان أفضلها هو البديل الذي يتوقع أن يتولد عنه أقصى عائد.

---

[1] منير إبراهيم هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، دار المعارف، الإسكندرية ١٩٩٩ص٢٧٤

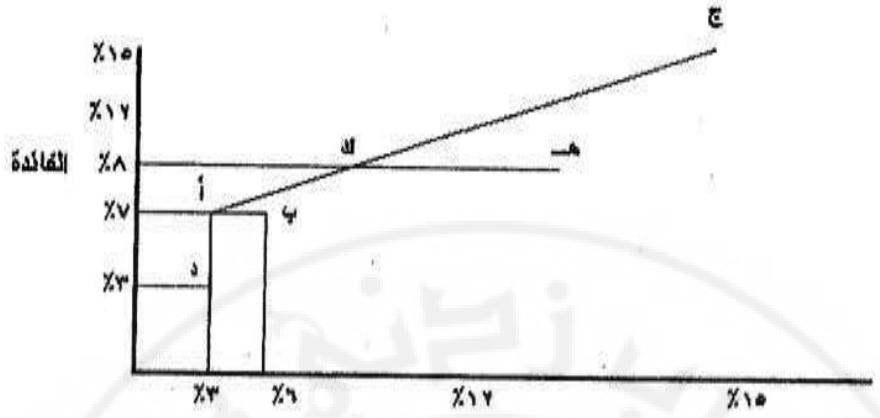
مثال:

حصل مستثمر في سوق الأوراق المالية على الخيارات التالية :

الورقة المالية	العائد المتوقع	المخاطر الكلية
أ	٧	٣
ب	٧	٤
ج	١٥	١٥
د	٣	٣
هـ	٨	١٢

يلاحظ من خلال الخيارات بأن الاستثمار (أ) يتقدم على الخيار (د) في العائد والمخاطر كما ويتقدم على الاستثمار (ب) نظراً لأن مخاطر (ب) مرتفعة أكثر من مخاطر (أ) لذلك يمكن استبعاد الخيارين (ب-د) وإجراء المفاضلة بين (أ-ج-هـ) ويلاحظ بأن العوائد والمخاطر تختلف تماماً بين هذه الخيارات الثلاثة.

وللإيضاح نمثل ذلك بالشكل البياني التالي :



المخاطر

يلاحظ من خلال الشكل البياني بأن الاستثمارين (أ)و(ج) يمكن أن يحققا الهدف لأن ك تقع على مسافة ٠.١٢.٥ من (أ) ومسافة ٠.٨٧.٥ من(ج) وبذلك يكون الاستثمار موزع الى العوائد التالية:

جـــ = ٠.٨٧.٥ ×٧٪ = ٦.١٢٥٪

أ = ٠.١٢.٥ ×١٥٪ = ١.٨٧٥٪

المجموع =٦.١٢٥+١.٨٧٥ = ٨٪ وهو العائد المتوقع من الجمع بين هذين الاستثمارين.

إنّ الخط الواصل بين (أج) يعكس العائد والمخاطر لكل النسب الممكنة من الموارد الموجهة الى الاستثمارين المشار اليهما.

القرار:

سوف يمزج المستثمر بين الخيار(أ) والخيار (ج) كما هو محدد عند النقطة ك بمعدل ١٢.٥٪ من (أ) وبحدود ٨٧.٥٪ من (ج) بحيث يحقق عائد مقداره ٨٪ وهو ما يحققه الخيار (هـــ) لكن انخفاض حجم المخاطر عند النقطة ك ليصل الى ٦٪ تقريباً هو أقل من المخاطر للخيار(هـــ) البالغ ١٢٪ لذلك يفضل المستثمر الخيار الواقع على الخط (أ ج) عند النقطة ك التي تحقق عائد مقداره ٨٪ ومخاطر ٦٪ ان هذا التنويع

٨٧.٥% من الخيار ج و١٢.٥% من الخيار أ يحقق الاستثمار الكفء أو المحفظة الكفء Efficient portfolios.

ويعني الاستثمار الكفء: تحقيق أقصى عائد متوقع بأقل المخاطر فالمستثمر يبحث عن الأرباح في البداية ثم يحاول تجنب المخاطر ثانية لذلك يلاحظ بأن الاستثمار الكفء قد تحقق عند الخط (أ ج) وكل نقطة من هذا الخط تعكس الاستثمار الكفء .

لقد أكدت التجارب في الأسواق المالية بأن التحفظ في الاختيار والمقارنة والدراسة يمكن أن تضمن للمستثمر الديمومة والبقاء والاستمرار، فالمستثمر الذي يبحث عن العائد المرتفع يمكن ألا تجذبه عواطفه لاختيار محفظة ذات مخاطر مرتفعة مما يؤدي عند الهزات للإفلاس، كذلك فإن الاستقرار وتفضيل عائد مستقر تدفع المستثمر لاختيار أسهم ممتازة مما يجعله في أعلى درجات الأمان ولكن بعائدات قليلة ومستقرة فالتنويع والمخاطرة هما التوجه في سوق المال، أي تنويع المحفظة مع التركيز على وجود المخاطر يمكن أن يؤدي لعائدات مجزية في النهاية .

سابعاً: قياس عوائد المحفظة:

إن قياس عوائد المحفظة يؤكد توجهات المستثمر ويحقق أهدافه، فإذا كان المستثمر يطمح للوصول إلى عائد مستقر أي (محفظة دخل) فإن معرفة العائد الشهري توضح له تحقيق الهدف، وبالمقابل إذا انخفض الدخل وارتفعت الأسعار يتحقق هدف محفظة النمو ولكل نوع من المحافظ أهدافه وتوجهاته ولمعرفة طريقة قياس الدخل نستخدم القانون التالي :

$$\text{العائد الشهري} = \frac{س١ - س + ت}{س}$$

حيث س = سعر المحفظة السوقي في بداية الشهر.

س١ = سعر المحفظة السوقي في نهاية الشهر.

ت = التوزيعات النقدية المستلمة.

مثال:

استثمر رأفت مبلغاً قدره ٣ملايين ليرة سورية في تكوين محفظة الدخل واشترى مجموعة من الأسهم والسندات التي تدر دخلاً مرتفعاً، وقد تسلم خلال الشهر توزيعات نقدية مقدارها ١٠٠ ألف ليرة سورية فإذا علمت أن قيمة المحفظة في نهاية الشهر بلغت /٣٥٠٠٠٠٠/ليرة، أحسب العائد الشهري لهذه المحفظة ؟

العائد الشهري = $\frac{٣٥٠٠٠٠٠ - ٣٠٠٠٠٠٠ + ١٠٠٠٠٠٠}{٣٠٠٠٠٠٠} - \frac{٦٠٠٠٠٠}{٣٠٠٠٠٠٠} = ٢٠\%$

فإذا كان المستثمر يسعى لزيادة دخله فإن هذه المبالغ تحقق له الهدفين معاً زيادة المحفظة وزيادة العائدات[١]

ونظراً لأن المستثمر لا يوظف هذا المبلغ ويتوقف بل يدخل إضافات شهرية لذلك يمكن تعديل القانون في حال استثمر المضارب مبالغ إضافية خلال الشهر ليصبح:

العائد = $\frac{س١ - (س + م)}{س + (و \times م)}$

حيث س = سعر المحفظة في بداية الشهر .

س١= سعر المحفظة في نهاية الشهر.

م = المبالغ الاضافية التي استلمت خلال الشهر.

و= الجزء النسبي من الشهر الذي استخدمت فيه الأموال الاضافية .

مثال رقم (١):

يملك المستثمر نديم مبلغا قدره ٣٥ مليون ليرة سورية في ٢٠٠٥/١/١ ورغب في تكوين محفظة تدر له دخلاً ثابتاً ومستقراً فاشترى الأصول المالية:

---

[١] محمد صالح حابر: الاستثمار بالأوراق المالية، مرجع سابق ص٢٦٢

أ- الأسهم العادية	عدد الأسهم	سعر السهم	العائد السنوي
١- شركة بردى للبيرة	١٠٠٠	١٢٥٠	%١٠
٢- شركة الأنوار للدهانات	٢٠٠٠	١٣٠٠	%١٢
٣- شركة الباز للصناعات الغذائية	٣٠٠٠	١٥٠٠	%١٢.٥
ب- الأسهم الممتازة			
١- شركة سيريتل للاتصالات	٢٠٠٠	٢٠٠٠	%١٧.٥
٢- شرقة براق للاتصلات والالكترونيات	٢٠٠٠	١٩٠٠	%٢٠
٣- شركة دما للأدوية	١٥٠٠	١٧٥٠	%١٦
ج- السندات	عدد السندات	الفائدة	قيمة السند
١- شركة الشام للدهانات	٢٠٠٠	%٩	١٥٠٠
٢- شركة النماء للصناعة	١٥٠٠	%٧.٥	١٠٠٠
٣- شركة الساحل للسياحة والاستحمام	١٠٠٠	%٧	٩٠٠

احسب العائدات السنوية لهذه المحفظة إذا علمت أن باقي المبالغ قد تم توظيفها في المصرف التجاري السوري بسعر فائدة ٩%.

الحل:

أ- عائدات الأسهم العادية:	عدد الأسهم×	سعر السهم×	العائد السنوي	
١- شركة بردى للبيرة	×١٠٠٠	×١٢٥٠	=%١٠	١٢٥٠٠٠ ليرة
٢- شركة الأنوار للدهانات	×٢٠٠٠	×١٣٠٠	=%١٢	٣١٢٠٠٠ ليرة
٣- شركة البار للصناعات الغذائية	×٣٠٠٠	×١٥٠٠	=%١٢.٥	٥٦٢٥٠٠ ليرة
الاجمالي الموظف:	١٢٥٠٠٠٠ +	+٢٦٠٠٠٠٠	=٤٥٠٠٠٠٠	٨٣٥٠٠٠٠
الأرباح المحققة:	+١٢٥٠٠٠	+٣١٢٠٠٠	=٥٦٢٥٠٠	٩٩٩٠٠٠
ب- الأسهم الممتازة				
١- شركة سيريل للاتصالات	×٢٠٠٠	×٢٠٠٠	=%١٧.٥	٧٠٠٠٠٠ ليرة
٢- شركة براق للاتصالات والالكترونيات	×٢٠٠٠	×١٩٠٠	=%٢٠	٧٦٠٠٠٠ ليرة
٣- شركة دنيا للأدوية	×١٥٠٠	×١٧٥٠	=%١٦	٤٢٠٠٠٠ ليرة
إجمالي المبالغ المستثمر بالأسهم الممتازة:	٤٠٠٠٠٠٠ +	+٣٨٠٠٠٠٠	=٢٦٢٥٠٠	١٠٤٢٥٠٠٠ ليرة
العوائد المحققة:	+٧٠٠٠٠٠	+٧٦٠٠٠٠	=٤٢٠٠٠٠	١٨٨٠٠٠٠ ليرة
ج- عوائد السندات:	عدد السندات×	الفائدة×	قيمة السند	
١- شركة الشام للدهانات	×٢٠٠٠	×%٩	=١٥٠٠	٢٧٠٠٠٠ ليرة
٢- شركة النماء للصناعة	×١٥٠٠	×%٧.٥	=١٠٠٠	١١٢٥٠٠ ليرة
٣- شركة الساحل للسياحة والاستجمام	×١٠٠٠	×%٧	=٩٠٠	٦٣٠٠٠ ليرة
إجمالي الاستثمار بالسندات:	١٥٠٠٠٠٠ +	+٣٠٠٠٠٠٠	=٩٠٠٠٠٠	٤٥٠٠٠٠٠ ليرة
العوائد المحققة:	+٢٧٠٠٠٠	+١١٢٥٠٠	٦٣٠٠٠	٤٤٥٥٠٠ ليرة

إجمالي المبالغ المستثمرة في المحفظة =

الأسهم العادية ٨٣٥٠٠٠٠ + الأسهم الممتازة ١٠٤٢٥٠٠ + السندات ٤٥٠٠٠٠٠= ٢٣٢٧٥٠٠٠ ليرة

المبالغ المستثمرة في المصرف التجاري السوري= المبلغ الأصلي- إجمالي الموظف في الأصول المالية

٣٥٠٠٠٠٠٠ - ٢٣٢٧٥٠٠٠ = ١١٧٢٥٠٠٠ ليرة

الفوائد المتحققة= ١١٧٢٠٠٠٠ × ٩% = ١٠٥٤٨٠٠ ليرة

إجمالي عائدات المحفظة =عائدات الأسهم العادية +عائدات الأسهم الممتازة + عائدات السندات

= ٩٩٩٠٠٠ + ١٨٨٠٠٠٠ + ٤٤٥٥٠٠ = ٣٣٢٤٥٠٠ ليرة

إجمالي العائدات للمحفظة = عائدات الأصول المالية + الأموال المستثمرة في المصرف

= ٣٣٢٤٥٠٠ + ١٠٥٤٨٠٠ = ٤٣٧٩٣٠٠ ليرة

معدل العائد على المحفظة المالية = العائدات / المبالغ المستثمرة = ٣٣٢٤٥٠٠ / ٢٣٢٧٥٠٠٠ = ١٤.٣%

العائد على اجمالي المحفظة = العائدات / اجمالي المبالغ المستثمرة = ٤٣٧٩٣٠٠ / ٣٥٠٠٠٠٠٠ = ١٢.٥%

يلاحظ من خلال العائدات المتحققة بأن المستثمر (نديم) قد حقق عائدا جيدا عند الاستثمار في الأصول المالية لأن معدل العائد قد بلغ ١٤.٣% في حين حصل على عائد ٩% عندما وظف في المصرف، أي أن هذه المحفظة هي محفظة دخل لأنها حققت عائدات تزيد عن الاستثمار المصرفي أما لو أن العائدات قد انخفضت عن معدل الفائدة لكانت المحفظة قد وصفت بالمحمومية أو محفظة نمو.

مثال رقم (٢):

يملك عمر الفاروق مبلغا من المال مقداره ٤٢١٥٠٠٠٠ ليرة سورية وكان يعمل في حقل تجارة الألبسة ونظرا لزيادة حدة المنافسة في هذا القطاع فقد قرر الانتقال إلى

حقل قطاع المال وخاصة المضاربة في الأسواق المالية وبعد الدراسة والاطلاع على العمل والتعرف على أنواع الشركات والظروف المحيطة في السوق المالية والاقتصاد السوري فقد قرر تكوين (محفظة نمو) أي قرر الاستثمار في الشركات الحديثة والشركات المتعثرة وقد قام بشراء الأسهم في ٢٠٠٦/١/١ حسب الجدول التالي:

اسم الشركة	تصنيف الشركة	سعر السهم بالليرة	معدل التوزيع السنوي	عدد الأسهم	القيمة
١- شركة النماء للصناعة	حديثة	٥٥٠	%٥	٥٠٠٠	٢٧٥٠٠٠٠
٢- سيريتل للاتصالات	حديثة	٦٥٠	%٧	١٠٠٠٠	٦٥٠٠٠٠٠
٣- شركة القمحة الذهبية للمعكرونة	قديمة/مستقرة	١٨٥٠	%١٥	٢٠٠٠	٣٧٠٠٠٠٠
٤- شركة الطارق للمنسوجات	قديمة/مستقرة	١٩٥٠	%١٦	٢٠٠٠	٣٩٠٠٠٠٠
٥- شركة عصير الجبل الطبيعي	قديمة/غير مستقرة	١٠٠٠	%٩	٥٠٠٠	٥٠٠٠٠٠٠
٦- شركة الخدمات الهندسية للإعمار	قديمة/متعثرة	٧٠٠	-	٨٠٠٠	٥٦٠٠٠٠٠
٧- شركة البراق للاتصالات	قديمة/مستقرة	١٢٥٠	%١٢	٢٠٠٠	٢٥٠٠٠٠٠
٨- شركة الوليد للغزل والنسيج	قديمة/مستقرة	١٨٠٠	%١٣	١٥٠٠	٢٧٠٠٠٠٠
٩- شركة نسيج حلب	قديمة/مستقرة	١٧٥٠	%١٠	٢٠٠٠	٣٥٠٠٠٠٠
١٠- شركة الحسن للمواد الغذائية	قديمة/غير مستقرة	٧٥٠	-	٨٠٠٠	٦٠٠٠٠٠٠
الإجمالي					٤٢١٥٠٠٠٠

فإذا علمت أن الدولة قد فتحت الاستثمار في البورصة على القطاعات الأجنبية ودخلت رساميل أجنبية أدت لزيادة الطلب فارتفعت الأسعار بشكل عام، وارتفعت أسهم الشركات الحديثة بمعدل ٥٠% وتحسنت أسهم الشركات القديمة غير المستقرة بمعدل ٢٥% وازدادت أسهم الشركات القديمة المستقرة بمعدل ١٠% وبقيت الشركات القديمة المتعثرة على حالها.

احسب الأرباح التي سيحصل عليها المستثمر نتيجة توزيعات الأرباح في نهاية العام ثم احسب مقدار الزيادة في المحفظة ومعدل التكوين ومعدل العائد في نهاية العام.

الحل:

لحساب قيمة الأرباح في نهاية العام نستخدم القانون التالي:

قيمة الأرباح= قيمة السهم × نسبة التوزيع× عدد الأسهم

١- شركة النماء للصناعة	×٥٥٠	×%٥٥	=٥٠٠٠	١٣٧٥٠٠
٢- سيريتل للاتصالات	×٦٥٠	×%٧	=١٠٠٠٠	٤٥٥٠٠٠
٣- شركة القمحة الذهبية للمعكرونة	×١٨٥٠	×%١٥	=٢٠٠٠	٥٥٥٠٠٠
٤- شركة الطارق للمنسوجات	×١٩٥٠	×%١٦	=٢٠٠٠	٦٢٤٠٠٠
٥- شركة عصير الجبل الطبيعي	×١٠٠٠	×%٩	=٥٠٠٠	٤٥٠٠٠٠
٦- شركة الخدمات الهندسية للإعمار	ـــــ			
٧- شركة البراق للاتصالات	×١٢٥٠	×%١٢	=٢٠٠٠	٣٠٠٠٠٠
٨- شركة الوليد للغزل والنسيج	×١٨٠٠	×%١٣	=١٥٠٠	٣٥١٠٠٠
٩- شركة نسيج حلب	×١٧٥٠	×%١٠	=٢٠٠٠	٣٥٠٠٠٠
١٠- شركة الحسن للمواد الغذائية	ـــــ			

إجمالي الأرباح =١٣٧٥٠٠٠+ ٤٥٥٠٠٠ + ٥٥٥٠٠٠+ ٦٢٤٠٠٠+ ٤٥٠٠٠٠+ ٣٠٠٠٠٠٠+٣٥١٠٠٠+ ٣٥٠٠٠٠- ٣٢٢٥٠٠ ليرة

٢- الزيادات في قيمة الأسهم= قيمة السهم × معدل الزيادة × عدد الأسهم

١- شركة النماء للصناعة	×٥٥٠	×%٥٠	=٥٠٠٠	١٣٧٥٠٠٠
٢- سيريتل للاتصالات	×٦٥٠	×%٥٠	=١٠٠٠٠	٣٢٥٠٠٠٠
٣- شركة القمحة الذهبية للمعكرونة	×١٨٥٠	×%١٠	=٢٠٠٠	٣٧٠٠٠٠
٤- شركة الطارق للمنسوجات	×١٩٥٠	×%١٠	=٢٠٠٠	٣٩٠٠٠٠
٥- شركة عصير الجبل الطبيعي	×١٠٠٠	×%٢٥	=٥٠٠٠	١٢٥٠٠٠٠
٦- شركة البراق للاتصالات	×١٢٥٠	×%١٠	=٢٠٠٠	٢٥٠٠٠٠
٧- شركة الوليد للغزل والنسيج	×١٨٠٠	×%١٠	=١٥٠٠	٢٧٠٠٠٠
٨- شركة نسيج حلب	×١٧٥٠	×%١٠	=٢٠٠٠	٣٥٠٠٠٠
٩- شركة الحسن للمواد الغذائية	×٧٥٠	×%٢٥	=٨٠٠٠	١٥٠٠٠٠٠
١٠- شركة الخدمات	متعثرة بقيت على حالها			

إجمالي قيمة الزيادات في الأسعار= ١٣٧٥٠٠٠+ ٣٢٥٠٠٠٠+ ٣٧٠٠٠٠+
٣٩٠٠٠٠+ ١٢٥٠٠٠٠+ ٢٥٠٠٠٠+ ٢٧٠٠٠٠+ ٣٥٠٠٠٠+ ١٥٠٠٠٠٠ =
٩٠٠٥٠٠٠ ليرة

معدل النمو في المحفظة= الزيادة في الأسعار / إجمالي قيمة الأسهم = ٩٠٠٥٠٠٠ / ٤٢١٥٠٠٠٠ = ٢١.٣%

تعتبر هذه النسبة جيدة مقارنة مع محفظة الدخل التي تتراوح أرباحها بين ١٠% - ١٥%

إجمالي إيرادات المحفظة =

معدل العائد على المحفظة = قيمة التوزيع / قيمة المحفظة = ٣٢٢٢٥٠٠ / ٤٢١٥٠٠٠٠ = ٧.٦ %

إن معدل العائد على المحفظة البالغ ٧.٦% لا يمكن مقارنته مع معدل نمو المحفظة البالغ ٢١.٣%

النتيجة: لقد غامر عمر الفاروق في هذه المحفظة وحقق نجاحات كبيرة انسجمت مع الظروف المحيطة وبالتالي حقق معدل نمو في المحفظة ٢١.٣% في حين لو كانت المقارنة مع نفس المحفظة على أنها محفظة دخل يمكن القول: بأن محفظة دخل بمعدل ٧.٦% هو أقل بحدود ثلاث مرات من معدل نمو محفظة النمو.

الفصل الثامن

كفاءة الأسواق المالية

مقدمة:

لقد ساهمت الأسواق المالية في تنمية المدخرات واستثمارها وتوجيهها للقطاعات الإنتاجية كما وساهمت في إعادة توزيع المواد المتاحة بين الفروع والقطاعات الاقتصادية أو ما سمي التخصيص الكفء للموارد المتاحة بحيث يستطيع الاقتصاد الوطني من خلال هذا التخصيص تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية المنشودة ولكي تستمر السوق المالية في أداء دورها المتميز في تنشيط الادخار والاستثمار لا بد من أن تعمل هذه السوق بكفاءة عالية بحيث تصل المعلومات العامة أو الخاصة عن الشركات إلى السوق في الوقت المحدد وأن تتم عملية ترجمة هذه المعلومات على شكل ارتفاع أو انخفاض في الأسعار.

استناداً لهذه المعلومات فالسوق التي لا تستجيب للمعلومات الجديدة الواردة إما أن تكون سوقاً راكدة وإما أن تكون وصلت إلى حالات غير طبيعية فالحالة العامة تقتضي أن تؤثر كل معلومة تصل إلى السوق على الأسعار.

إن مغالاة المضاربين في السوق بتفسير المعلومات قد تؤدي إلى نتائج غير إيجابية فعندما ترتفع الأسعار دون المبرر الاقتصادي هذا يعني أن المضاربين يتجهون جميعا نحو الصعود وسوف تحصل أزمات لاحقة وبالمقابل إذا اتجه المضاربون نحو الهبوط بغض النظر عن

المعلومات معنى ذلك بأن الاقتصاد الوطني بدأ يعاني من الركود وبدأت بوادر هـــروب المستثمرين إلى دول أخرى.

أولا- مفهوم كفاءة السوق: Efficient Market

تناول الكتاب والممولون في سوق الأوراق المالية الكفاءة بعدة أشكال لكنهم أجمعـــوا على مفهوم واحد وهو: "استجابة الأسعار في السوق وعلى وجه السرعة لكل معلومة ترد إلى المتعاملين فيه بحيث تدفعهم للشراء أو البيع"[1].

أما توماس ماير فإنه يرى في الكفاءة: "أن أثمان الأصول المالية تأخذ في الحسبان كـــل المعلومات المتوافرة"[2]. أما بلكوي فقد عرف السوق: "بأنها السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية مساوية تماما لقيمتها الحقيقية وتتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانية للسيطرة عليها"[3]

تركز جميع التعاريف على المعلومات وحركة الأسعار وسلوك المضاربين بحيث أن ورود معلومات عن منشأة أو بعض المنشآت سواء بشكل مباشر أو عبر وسائل الإعـــلان أو عبر تحليلات بيوت الخبرة والاستشارات بأن هذه الشركة سوف تقوم بافتتاح فـــرع لها في مدينة حلب حيث يؤدي ذلك إلى زيادة حجم المبيعات الأمـــر الـــذي يـــدفع المضاربين لاتخاذ قرار الشراء من أسهم هذه الشركة مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار.

كما ويمكن القول: بأن السوق الكفء هي تلك السوق التي تكون فيها القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما القيمة الحقيقية أي تتساوى القيمة السوقية للسهم مع القيمة الحقيقية.

كما ويفهم من كفاءة السوق بأن كل مستثمر يكون مقتنعا بأن تقديراته ســـليمة أي ليس مغالياً فيها أو أقل مما ينبغي وأن هذا المستثمر أو ذاك لا يستطيع تحقيق ربح غـــير

---

[1] منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق، ص٤٨٩

[2] توماس ماير وآخرون : النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة أحمد عبد الخالق، مرجع سابق، ص٨١

[3] علي خربوش وآخرون : الأسواق المالية، مرجع سابق، ص ١٢٢

عادي يفوق ربح زملائه فالعائد المتاح للجميع يكفي بالتمام لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة إن كل معلومة جديدة ترد إلى السوق سوف تؤثر من جديد على القيمة السوقية للسهم فإما أن ترفع السعر أو تخفضه.

ثانيا- خصائص السوق الكفوءة:

لاحظنا بأن السوق الكفء تعني إمكانية استجابة السعر للمعلومات الواردة إلى السوق أو قيام جميع المتعاملين بالتحرك اتجاه هذه المعلومات وانطلاقا من ذلك فإن أهم خصائص السوق الكفء هي:

١- المنافسة الكاملة في السوق أو ما يطلق عليها عدالة السوق فعندما يزداد عدد المتعاملين، ينعدم الاحتكار وتصبح قوة المضاربين مؤثرة على السعر بنفس مستوى المعلومات الواردة أي لا يستطيع مضارب أو عدة مضاربين التحكم في السعر لذلك يطلق على سوق البورصة بأنها سوق المنافسة الكاملة بحيث يوجد فيها عدد كبير من البائعين وعدد كبير من المشترين والسعر يتحدد بمعزل عن رغبات الأفراد.

٢- كفاءة التشغيل: أي يجب أن تتوفر كافة الآليات التي تمكن من إصلاح أي خلل في التسعير أي العلاقة بين المعلومة والسعر تأخذ دورها بحرية في السوق بحيث تؤدي لصعود الأسعار أو هبوطها كما ويجب أن تكون تكاليف الشراء من (عمولات وضرائب) غير مؤثرة على عمليات الشراء فكلما انخفضت تكاليف الشراء كلما ساعد ذلك على تحقيق الكفاءة، إضافة لذلك يؤدي وجود التخصيص إلى ضبط حركة السوق لأن هؤلاء يحددون سعر كل ورقة يعملون بها.

٣- كفاءة السعر: أي يجب أن يبنى سعر الورقة على أساس معلوماتي وليس على أساس الإشاعة أو الدعاية غير الدقيقة فإذا حدث عكس ذلك فإن السوق غير كفوءة.

٤ – الأمن والأمان وإمكانية الحماية ضد المخاطر وعلى إدارة السوق حماية المستثمر من الصفقات غير الأخلاقية أو الوهمية التي يروج لها البعض دون وجه حق وتؤثر على المتعاملين الآخرين.

٥ – العقلانية وإمكانية التعامل مع السوق بحدود الربح وبناء الربح على معلومات واردة إلى السوق تسمح بارتفاع الأسعار كما ويجب توفر البدائل عند وجود عدة خيارات أمام المستثمر لكي يتصف بالعقلانية فعند انخفاض حجم الخيارات تنخفض درجة العقلانية وينقلب السوق إلى احتكار.

ثالثا: الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

أ – الكفاءة الكاملة:

وتعني عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم بحيث يؤدي ذلك إلى تغير فوري في الأسعار صعودا أو هبوطا.[1]

ولكي تتحقق الكفاءة الكاملة يجب توفر الشروط التالية:

١ – توفر المعلومات للجميع وبدون تكلفة أي لا يدفع المستثمر مبلغا معينا للمحللين لكي يقدموا مقابل ذلك النصيحة لذلك يجب أن تتماثل جميع التوقعات لدى المتعاملين.

٢ – عدم وجود قيود على التعامل (تكاليف المعاملات + ضرائب) مما يؤدي إلى السماح بالبيع والشراء بحرية كاملة.

٣ – وجود عدد كبير من المستثمرين بحيث لا تؤثر تصرفات البعض على السوق.

٤ – أن يتمتع المستثمرون بالرشد والعقلانية بحيث إنهم يسعون جميعا للحصول على المنفعة من وراء الاستثمار.

---

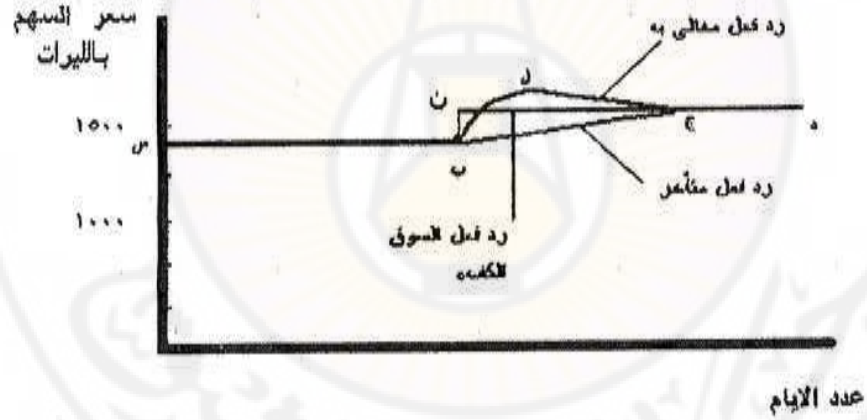
[1] منير إبراهيم هندي :الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق ص٤٩٤

ب- الكفاءة الاقتصادية

وتعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وانعكاسها على أسعار الأسهم وهذا يعني أن الأسعار قد تكون أعلى أو أدنى من القيمة الحقيقية لبعض الوقت غير أن تكلفة المعلومات و الضرائب المفروضة تؤثر على قرارات الشراء والبيع لكن تباين قرارات المستثمرين بين من يشتري أو يبيع هي التي تؤدي إلى التوازن.

مثال:

بلغ سعر سهم شركة فنادق الشام ١٣٠٠ليرة سورية بتاريخ ١-١٠-٢٠٠٤وبتاريخ ١-١٢- ٢٠٠٤ وصلت معلومات بأن الشركة سوف تقوم باستثمارات في الأردن ببناء فندق جديد، ما هي ردود فعل المتعاملين وما هو السعر الجديد في ظل كفاءة السوق الكاملة؟



الشكل البياني رقم (١)

يلاحظ خلال الشكل البياني رقم (١) بأن كفاءة السوق سوف ترفع السعر بحدود ٣٠٠ ليرة سورية للسهم فيصبح ١٥٠٠ وبالمقابل سوف يظهر الاحتمالان التاليان:

الاحتمال الأول: تقدم بيوت الخبرة والسمسرة معلومات عن هذا الحدث بزيادة حجم الاستثمارات في الأردن فيقوم المضاربون برفع السعر بشكل ضعيف إلا أن تحليل المعلومة خلال يومين أو ثلاثة سوف يدفع إلى رفع السعر أكثر من ذلك فيظهر

أصحاب هذا الاحتمال بالخط- ب ج – الخط المنقط(المنحني) ليستقر السعر بعدها عند حد كفاءة السوق.

الاحتمال الثاني: المبالغة في المعلومة التي حصل عليها المضاربون فيرفعون السعر كثيرا ليصل إلى ١٨٠٠ليرة سورية لكنهم سرعان ما يستمعون من جديد للتحليل المالي عن وضع الشركة وبالتالي يتراجع السعر إلى الحد الطبيعي ١٥٠٠ليرة وهذا ما يعبر عنه بالمنحنى (ب ل ج)الخط المنقط (المنحنى).....

وفي كلا الاحتمالين سوف يعود السعر إلى ١٥٠٠ عند النقطة – ج- حيث تصل المعلومات واضحة ومحللة ولا تحتاج للتأويل.....

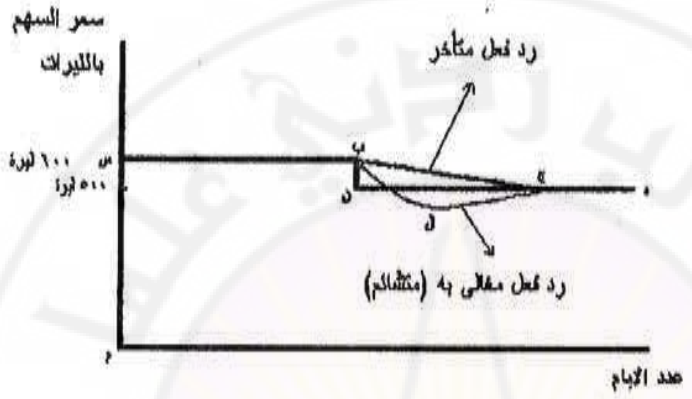
مثال آخر:

وردت معلومات عن ارتفاع أسعار المواد الأولية للمشتقات النفطية وأن شركة النماء للصناعة المساهمة لا تستطيع رفع أسعارها بعد أن توازنت عند سعر جديد وبالتالي سوف تنخفض الأرباح المتوقعة في الشركة إلى أن تقوم بإجراءات جديدة ودراسة السوق والسعر وقد بلغ سعر سهم شركة النماء ٦٠٠ ليرة سورية فما هي ردود الفعل المتشابهة التي ستظهر في السوق؟

يلاحظ من خلال الشكل (٢) بأن المعلومات المتشائمة عن وضع الشركة سوف تخفض السعر إلى ٥٠٠ليرة للسهم وذلك في ظل كفاءة كاملة للسوق لكن المضاربين سوف يسلكون احتمالين:

الاحتمال الأول:

سوف يرد جزء من المضاربين بتخفيض بسيط نظرا لعدم التأكد من المعلومات وبالتالي سوف يسلكون اتجاه الخط (ب ج) أي تكون الاستجابة بطيئة للتغير في السعر وذلك بعد التأكد من ذلك يصل السعر خلال يومين أو ثلاثة إلى السعر التوازني في (س د).



الشكل البياني رقم (٢)

الاحتمال الثاني: سوف يسلك أنصاره سلوك المتشائم ويتخذ قراره بانخفاض السعر بشكل كبير إلى ٤٠٠ليرة للسهم وبذلك يسلكون المنحني (ب ل ج)إلى أن يصل السعر بعد يومين أو ثلاثة أيام إلى السعر التوازني ..

رابعا :متطلبات كفاءة سوق رأس المال:

إن كفاءة سوق رأس المال تعني توجيه الموارد الاقتصادية المتاحة إلى كافة فروع الاقتصاد الوطني بحيث تحقق التخصيص الكفء للموارد المحلية المتاحة فيتوزع المضاربون على عدة شركات ويساهم هذا التوزيع في وصول الأموال للشركات المحتاجة مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج ولكي يتحقق التخصص الكفء للموارد المحلية المتاحة في سوق رأس المال ينبغي توفر سمتين أساسيتين هما:

١-كفاءة التسعير

٢-كفاءة التشغيل

١-كفاءة التسعير: Price Efficiency

يطلق على كفاءة التسعير الكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى السوق بسرعة ودون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة وبدون تكلفة أي أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على المعلومات وبذلك تصبح السوق عادلة أمام الجميع.

وتتوقف تصرفات المضاربين على ردود أفعالهم فالبعض يبادر ويشتري فيحصل على الأرباح المتوقعة والبعض الآخر قد يتأخر في الشراء بسبب الكسل أو عدم وجود الخبرة مما يعرضه للخسارة كذلك قد تستطيع مجموعة من المضاربين تحقيق أرباح غير عادية نتيجة حصولهم على معلومات قبل غيرهم .

فالسؤال المطروح:

لماذا لا يستطيع هؤلاء الحصول على معلومات متميزة بشكل دائم؟

لأن وصول المعلومات فيما بعد سوف يلغي وسيلة الكسب غير النظامية كذلك لا يمكن إخفاء المعلومات بشكل دائم و إلا تصبح السوق احتكارية.....

٢-كفاءة التشغيل: Operational Efficiency

يطلق على كفاءة التشغيل الكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة سوق المال على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مبالغ فيه....

إن كفاء ة التسعير كما يبدو تعتمد على كفاءة التشغيل فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يدفعها المستثمرون لإتمام الصفقات 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 وبالطبع إذا كانت تكلفة المعلومات مرتفعة سوف يكون العائد المتوقع ضئيلا.

خامسا- مستويات كفاءة السوق المالي:

يقسم الباحثون الكفاءة إلى ثلاثة مستويات رئيسية استنادا لحالة السوق والأوضاع الاقتصادية العامة وأحيانا الظروف الدولية وحجم المضاربات في الأسواق الأخرى، فالكفاءة كما ذكرنا هي استجابة الأسعار للمعلومات الواردة وبالتالي قد لا تستطيع السوق أن تعكس المعلومات على شكل ارتفاعات في الأسعار وعندها يكون الوضع الاقتصادي أو الاجتماعي أو السياسي في حالة يؤثر على وضعية السوق لذلك اندفع الباحثون لدراسة هذه الوضعية وقام "هاري روبرت Harry Robert ويوجن فاما Eugene Fama" بدراسة الكفاءة وتوصلا إلى أن كفاءة السوق تقسم إلى ثلاثة مستويات حيث يتحدد هذا المفهوم بطبيعة العلاقة بين الأسعار المتداولة والمعلومات المتاحة وهذه المستويات هي:

١-المستوى الضعيف: Weak Form

ويقصد بالكفاءة الضعيفة بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على أسعار الأسهم وعلى حجم المعاملات وأن التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل من خلال دراسة هذه المتغيرات هي مسألة عديمة الجدوى ولذلك أطلق البعض على هذه الحركة نظرية الحركة العشوائية Random Walk Theory.

أي يستحيل على المتعاملين التنبؤ بسعر السهم استنادا للمعلومات المتاحة وحجم الصفقات في الماضي أي بعبارة أخرى إن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط وبالتالي فإن المستثمرين غير قادرين في هذه السوق على تحقيق أرباح غير عادية وهذا يعود بالطبع لمجموعة عوامل أهمها:

١-عدم وضوح توجهات السوق المالية ووجود ما يسمى الانفصال بين حالة السوق وحالة الاقتصاد الوطني.

٢-تخبط في السياسات المالية والنقدية الحكومية ووجود تعارض بينهما مثال على ذلك رفع أسعار الفائدة لمعالجة التضخم وانخفاض في حجم الضرائب أو العكس.....

٣-عدم وضوح الرؤية الاقتصادية للدولة هل تسعى الحكومة لزيادة معدلات النمو الاقتصادي أم معالجة حالة البطالة ونقص الاستثمار أم لتخفيض عجز الموازنة أم لزيادة حجم الاستهلاك للمواطنين وغيرها من السياسات الاقتصادية غير الواضحة والمتكاملة.....

٤-وجود حالة الركود التضخمي الناجم عن التعارض بين السياسات المالية والنقدية بحيث لو أن هذا التعارض قد زال يمكن أن ننهي هذه الحالة أي أنه في الحالات الطبيعية لا يوجد ركود تضخمي...

إن هذه العوامل تخفض كفاءة السوق وتجعلها سوق لا علاقة للمعلومات الجديدة بتغيرات الأسعار وقد حدث ذلك تاريخيا.....

٢-المستوى القوي: Strong Form

ويعني بأن المعلومات العامة المتاحة للجمهور والمعلومات التاريخية والمعلومات الخاصة التي يمكن أن يحصل عليها البعض يعكسها سعر السهم أو أسعار الأسهم وبالتالي لا يستطيع أي مضارب تحقيق أرباح غير عادية.....

فقد أكدت التجارب بأنه لو أتيحت لفئة من إدارة المنشأة المصدرة للسهم وكبار الموظفين هذه المعلومات وكذلك لكبار الاقتصاديين في السوق هذه المعلومات فإنهم غير قادرين على تحقيق الأرباح غير العادية.....

وتأكيدا لذلك قامت بعض المؤسسات وبعض الخبرات بإجراء اختبارات ميدانية لهذا الوضع وتبين بأن المؤسسات الخاصة والخبراء كانوا غير قادرين على التنبؤ وتحقيق الأرباح غير العادية.....

أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد تأكد في عام ١٩٨٤بأن بعض كبار الموظفين في الشركات المساهمة يحصلون على معلومات وبناء عليها يستثمرون في بعض الأسهم الأمر الذي ساعدهم على جني أرباح غير عادية وقد صدر بحق هؤلاء حكم قضائي برد الأرباح غير العادية، وتغريم هؤلاء بغرامة تصل إلى ثلاثة أضعاف الأرباح التي حصلوا عليها وتكون بذلك لجنة الأوراق المالية قد أحكمت السيطرة على المعلومات الدقيقة وغير الخاصة التي يحصل عليها البعض، وذلك بهدف تحقيق الاستقرار في السوق.....

إن نظرية المستوى القوي تعكس عوامل اقتصادية وسياسية أهمها:

١-التطور والتقدم الاقتصادي الذي وصلت إليه البلاد.

٢-التنسيق والتكامل بين أدوات السياستين المالية والنقدية بحيث تتحهان معا لمعالجة أي مشكلة تعترض الاقتصاد الوطني....

٣-قدرة سوق المال واللجان المشرفة على قمع أي مخالفات والمعرفة التامة بحالة السوق حتى الأمور الصغيرة.....

٤- قدرة الأجهزة القضائية وسرعة اتخاذ الأحكام تحد من توسيع دائرة المعلومات الخاصة والحصول عليها قبل الآخرين، والعقوبة في حال حدوث ذلك مما يمنع هذه التجاوزات التي تدفع البعض للحصول على الأرباح غير العادية.

إن المستوى القوي يؤكد بأن حالة السوق قد وصلت إلى أعلى درجات التطور وهذا يعكس التطور الاقتصادي والاجتماعي الذي وصلت إليه البلاد.

٣- المستوى المتوسط (شبه القوي): Semi Strong Form

ويعني بأن الأسعار تستجيب بشكل تدريجي للمعلومات الواردة إلى السوق وتكون بنفس الوقت قد عكست المعلومات التاريخية وأن القيمة السوقية للأسهم تكون أقرب إلى الحقيقية.

مثال:

وردت معلومات عن قيام شركة فنادق الشام بزيادة حجم توزيعات الأرباح للسهم الواحد من ٢٠٠ ليرة إلى ٣٠٠ ليرة وقد كانت المعلومات التاريخية قد دفعت بالأسعار لكي تستجيب لكل تغير وأن سعر السهم السوقي قريب من السعر الحقيقي وهو ١٨٥٠ ليرة سورية، ماذا سيحصل ؟

سوف يقوم بعض المضاربين برفع السعر والشراء مباشرة عند سعر ٢٠٠٠ ليرة للسهم لكن السعر الحقيقي سيكون ١٩٥٠ليرة للسهم لذلك سرعان ما يعود هولاء المغالين بتخفيض السعر إلى ١٩٥٠ وذلك خلال يومين أو ثلاثة أيام وهذا ما يؤكد متوسط قوة السوق في عكس المعلومات الواردة على أسعار الأسهم وذلك كما في الشكل رقم (١) (الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية).

إن هذه السوق لا تتمتع بالكفاءة الكاملة بل المتوسطة وهناك تضارب في تحليل المعلومات وبالتالي يمكن للبعض تحقيق الأرباح غير العادية ، فمن باع الأسهم بسعر ٢٠٠٠ ليرة للسهم حقق أرباحاً غير عادية ومن اشترى حقق خسارة غير عادية ومن تريث حتى ظهور الوضع الحقيقي لم يحقق ما كان يصبو إليه من الأرباح.....

إن السوق متوسطة القوة عادة ما تكون في الدول التي ما زالت أقل في مستوى النمو والتطور من الدول المتقدمة أو في الدول النامية التي تجاوزت عثرات التخلف.....

إن سوق متوسط القوة تعطي فرصة لاستجابة الأسعار للمعلومات الواردة و خلال هذه الفترة قد يحقق البعض الأرباح غير العادية حتى تستقر الأسعار و قد أكدت الدراسة التي قام بها المحلل المالي ستيكل عام ١٩٩١ في بورصة نيويورك،أكدت بأن أسعار السهم لا تستجيب بسرعة للمعلومات المتاحة في الأسواق متوسطة القوة و أن المستثمرين يحققون أرباحاً غير عادية حتى تعود الأسعار لوضعها الطبيعي.

(د. السوق متوسطة الكفاءة تقع بين السوق ذي الكفاءة الضعيفة و السوق القوية و بالتالي تعكس الوضع الاقتصادي و حالة السوق في الاقتصاد الوطني.

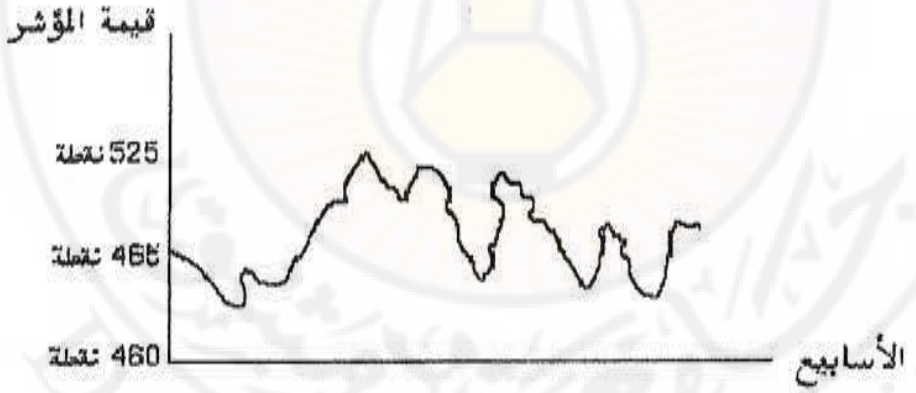
سادسا- كفاءة السوق و الحركة العشوائية للأسعار:

لقد أوضحت الدراسات التي قام بها العديد من الباحثين بأن حركة الأسعار هي حركة عشوائية.

١) لقد وضح لويس باشيلية الفرنسي عام ١٩٠٠ من خلال دراسته لحركة الأسعار بأن العلاقة مفقودة و لا يوجد ترابط بين حركة الأسعار المتتالية و بالتالي لا يحقق أحد الأرباح على حساب الآخرين (لعبة عادلة).

٢) وضح كارل بيرسون عام ١٩٠٥ بأن حركة الأسعار تشبه الشخص المخمور الذي إذا تركته في مكان محدد تعود إليه بعد فترة لتجده في نفس الحيز الذي تركته فيه فهو يصعد و يهبط ضمن نفس المكان.

و قد صاغ استناداً للزمن شكل بياني لبورصة نيويورك حسب مؤشر داو جونز.



٣) قام كل من روبرتس وأسبوران بدراسة حركة الأسعار خلال ٥٢ أسبوعاً في بورصة نيويورك خلال الأعوام ١٩٣٤- ١٩٣٧ ثم في عام ١٩٥٣ وتبين بأن الشكل المصطنع الذي توقعه كل منهما يشبه إلى حد كبير الحركة الفعلية لحركة بورصة نيويورك وتوصلا إلى نتيجة مفادها بأن حركة الأسهم عشوائية.

٤) كما وأجريت دراسة على أسهم المواد الغذائية العامة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (١٩٨٣- ١٩٨٥) وتبين بأن حركة الأسهم هي عشوائية.

النتيجة:

بما أن المعلومات الواردة إلى السوق تكون خلال فترة غير متوقعة (عشوائية) وتصرفات الأفراد تجاه هذه المعلومات تأتي بعد ورود المعلومات وبالتالي لا يستطيع أي مستثمر أو مضارب التوقع بمعزل عن المعلومات لذلك سوف يتصرف برد فعل و بالتالي تكون التصرفات تابعة لحركة قدوم المعلومات العشوائية أي يتصرف المضاربون استناداً لمصالحهم في تحقيق الأرباح و استجابةً للمعلومات الواردة ، لذلك تكون الحركة عشوائية في الصعود و الهبوط.

مثال:

إذا وردت معلومات عن شركة فنادق الشام تفيد بتوزيع أرباح إضافية، وأن هذه المعلومة سوف ترد يوم ٢٠٠٥/٥/١٥ ونحن اليوم ٢٠٠٥/٥/١ ، وأن سعر السهم هو ٢٠٠٠ ل.س.

فما هو تصرف المتعاملين ؟ و هل سيكون مخططاً والجميع يتصرفون نفس التصرف؟

الحل:

المجموعة الأولى: سوف تنتظر إلى تاريخ ٥/١٥ حتى ترد المعلومة، وترد برفع السعر من ٢٠٠٠ إلى ٢٢٠٠ ل.س.

المجموعة الثانية: سوف تبدأ برفع السعر منذ ٥/١ بشكل تدريجي و تشتري بأسعار ٢٠٥٠ ثم ٢١٠٠ ثم ٢١٥٠ إلى ٢٢٠٠ ل.س.

المجموعة الثالثة: سوف ترفع السعر منذ اللحظة الأولى إلى ٢٢٠٠ ل.س بهدف تحقيق الأرباح المتوقعة، أي سيرتفع السعر إلى ٢٢٠٠ ل.س فوراً.

إن تصرف المجموعة الأولى و الثانية هو تصرف حقيقي لأنهما ينتظرا لوضوح النبأ أما المجموعة الثالثة التي رفعت السعر فكان تصرفها عشوائياً ، فهل ينتظر الجميع حتى قدوم

المعلومة في ٥/١٥/ لكي يرتفع السعر ، بالطبع لا يمكن حدوث ذلك في مجتمع البورصات لذلك ترتفع الأسعار استناداً لقدوم المعلومة مما يؤكد الحركة العشوائية للأسعار وارتباط الكفاءة بهذه الحركة وبالتالي لا يمكن تحقيق الكفاءة الكاملة بل الكفاءة الاقتصادية هي التي ستتحقق لأن الفرضية المنطقية بأن الجميع يسعى لتنظيم أرباحه وبالتالي يستجيب لكل معلومة مهما كان شأنها برفع الأسعار، لذلك يصعب الانتظار وبذلك يصعب تحقيق الكفاءة الكاملة.

أمثلة وتمارين:

تمرين(١):

إذا توفرت لديك المعلومات التالية:

بلغ سعر سهم شركة النماء للصناعة ٦٥٠ ليرة بتاريخ ٢٠٠٦/١/١ وأن القيمة الاسمية هي ٤٥٠ ليرة سورية، وكانت الأرباح الموزعة بحدود ١٠% أي ٦٥ ليرة لكل سهم.

تغيرت خطة الشركة بسبب تغيرات مجلس الإدارة وعلى رأسهم رئيس مجلس الإدارة حيث وضعت الإدارة الجديدة خطة توسع في إنشاء خطوط إنتاج وتعبئة وتغيير اسم المنتج وأساليب الدعاية والإعلان وأن الإجراءات الجديدة سوف ترفع مستويات الأرباح من ١٠% إلى ٢٠%.

ادرس توقعات المضاربين وهل تكون متجانسة في زيادة الشراء وهل سترفع الأسعار دفعة واحدة؟

في حال كان معدل التضخم ١٠% هل ترتفع الأسعار بنفس المستوى أم يضاف ١٠% إضافية على ارتفاع مستويات الأسعار؟

إذا كان المستوى في البورصة ضعيفا هل ترتفع الأسعار بنسبة زيادة الأرباح؟

تمرين(٢):

توفرت لدى بيت الخبرة الفنية للدراسات في بورصة دمشق المعلومات التالية:

بلغ سعر سهم شركة الأدهم للنقل ١٥٠٠ ليرة سورية بتاريخ ٢٠٠٥/١٢/٣١ وكانت القيمة الاسمية ٥٠٠ ليرة سورية وكانت نسبة توزيع الأرباح ١٥% سنويا أي ١٥٠ ليرة للسهم وأن الشركة حددت أسطول النقل عن طريق قرض مصرفي بقيمة ١٥٠ مليون ليرة سورية وأن موجودات الشركة تصل إلى ١٦٥٠ مليون ليرة سورية.

بلغ سعر سهم شركة القدموس للنقل ١٢٠٠ ليرة سورية بتاريخ ٢٠٠٥/١٢/٣١ وكانت قيمة السهم الاسمية ٥٠٠ ليرة سورية وكانت نسبة توزيع الأرباح ١٥% سنويا أي ١٨٠ ليرة وأن الشركة لا تنوي تجديد أسطولها التجاري للنقل بل تقوم بتحديد وتحديث الباصات.

قارن بين وضع الشركتين.

هل سيرتفع سعر سهم شركة الأدهم أكثر ام شركة القدموس؟

تمرين (٣):

وصلت معلومات عن شركة غدق للمواد الغذائية بأنها ستؤسس فرعين لها داخل سورية الأول في دير الزور و الثاني في حلب وذلك في إطار التوسع، كما واتفقت مع الأردن لفتح فرع لها في إربد للإنتاج و التسويق، حيث وصل سعر السهم قبل المعلومات إلى ١٧٥٠ ليرة و أن الأرباح السابقة كانت ٢٥% من قيمة السهم وتتوقع المكاتب الاستشارية أن تصل الأرباح الجديدة إلى نسبة ٤٠% من قيمة السهم فإذا علمت أن كل ١% زيادة في الأرباح ترفع قيمة السهم ٢٠ ليرة.

١. ادرس توقعات المضاربين بدون وجود نسب الأرباح.

٢. ادرس توقعات المضاربين مع وجود النسب.

الفصل التاسع

مؤشرات قياس حالة السوق

مقدمة:

يستخدم المحللون في سوق الأوراق المالية عدة طرق للوصول إلى الوضع السليم لسوق المال، وعادة ما ينطلقون من دراسة الاقتصاد الوطني– المتغيرات الاقتصادية الكلية– كالادخار والاستهلاك والاستثمار والإنتاج ظروف العرض و الطلب و الاستيراد و التصدير و سعر الفائدة و عرض النقود و سعر الصرف، و ذلك بهدف التعرف على حقيقة الوضع الاقتصادي و توجهات الاقتصاد الوطني، ثم ينتقل المحلل لدراسة واقع القطاع الصناعي الذي تنتمي إليه الشركة، ثم دراسة واقع الشركة، وبعدها ينتقل المحلل لدراسة واقع السوق المالية، هل هي في حالة صعود أم هبوط، ما هو تأثير الوضع الاقتصادي على السوق وكيف تتجه أسعار الأسهم، وهل تؤثر حالة السوق على الاقتصاد، أي إذا كانت أسعار الأسهم ترتفع دون مبرر اقتصادي هذا يعني أن ذلك قد يشجع على الاستثمار و بالمقابل قد يفسر حالة التضخم التي يتعرض لها الاقتصاد.

إن دراسة حالة السوق من اتجاهات الصعود أو الهبوط تفسر للمضاربين الزمن الذي يمكن الدخول فيه وإجراء عمليات المضاربة، كما توضح للشركات وجود بوادر أزمة مالية أو اتجاه السوق نحو التفاؤل و بالتالي على أصحاب الشركات (مجلس الإدارة) و الإدارة العامة اتخاذ الإجراءات اللازمة تجاه كل موقف.

لقد دلت التجارب التاريخية بأن حركة المؤشر التي نجدها في صدر صفحات الصحف أو نشاهدها على شاشات التلفاز عن تذبذبات أسعار الأسهم في البورصات توضح توجهات البورصة و حالة الاقتصاد الوطني معاً.

- فقد هبط مؤشر نيكاي Nikkei مؤشر أسهم طوكيو من ٤٠٠٠٠ نقطة ليصل في عام ١٩٩٨ إلى ١٣٠٠٠ نقطة و ذلك على أثر أزمة دول جنوب شرق آسيا عام ١٩٩٧.[1]
- كذلك هبط مؤشر هانج سنج Hang Seng مؤشر بورصة هونغ كونغ من ١٦٠٠٠ نقطة في شهر أكتوبر عام ١٩٩٧ ليصل إلى ٨٠٠٠ نقطة.
- كما انخفض مؤشر داو جونز الصناعي في سوق نيويورك في يوم الاثنين الرمادي في ٢٧ أكتوبر (تشرين الأول) حولي ٥٥٤ نقطة أي ما يعادل ٥٥٤ مليار على أثر الأزمة الأسيوية، وانخفض يوم الاثنين الأسود من عام ١٩٨٧ بحدود ٥٠٨ نقطة أي حوالي ٢٢%من قيمته خلال يوم واحد، أي انخفض من ٢٢٤٧ نقطة في ١٦ تشرين الأول ليصل إلى ١٧٣٩ نقطة في ١٩ تشرين الأول يوم الأزمة ثم هبط إلى ١٧٠٨ نقطة في يوم ٢٠ تشرين الأول.

أولا- مفهوم المؤشر:

يقيس المؤشر التغيرات الطارئة على قيمة الأسهم خلال فترة زمنية معينة سنة أو شهر أو أسبوع ، وعادة ما تأخذ بعض المؤشرات مجموعة أسهم و تعتبرها عينة تمثل السوق ، كما و تأخذ إدارة البورصة الرقم القياسي للأسعار الذي يقيس حالة السوق الكاملة.

فالرقم القياسي للأسعار هو سلسلة من الأرقام تعبر عن التغيرات التي تلحق بظاهرة معينة خلال فترة زمنية أو فترات متلاحقة بالنسبة لما كانت عليه الظاهرة خلال فترة

---

[1] عبد الكريم حمامي: طرق الاستثمار في الأسواق المالية، فصلت للدراسة والترجمة والنشر، حلب ١٩٩٩ ص ١٣

معينة، أو هو بيان عددي يظهر نسبة التغير المئوية في ظاهرة من الظواهر بالقياس لما كانت عليه في فترة معينة.[1]

أما مؤشر البورصة: "فهو مؤشر إحصائي رياضي يقيس تغيرات أسعار الأسهم خلال فترة زمنية مقارنة بما كانت عليه خلال فترة معينة".

يقوم المؤشر على عينة من أسهم المنشآت التي تتداول في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما وعادة ما نأخذ مجموعة أسهم تمثل السوق بشكل جيد.

أما خصائص المؤشر فهي:

١- يأخذ المؤشر عينة من الأسهم التي تمثل البورصة بشكل دقيق وعادة ما يأخذ ٣٠ سهماً مثل مؤشر داو جونز أو ٥٠٠ سهم مثل مؤشر ستاندر أند بور و غيرها.

٢- يأخذ المؤشر إما أسعار الأسهم و يقسمها على العدد أو قيمة مجموعة الأسهم الداخلة و يقسمها على أسعارها في فترة سابقة، قيمة كلية للأسهم أو الشركات الداخلة في العينة.

٣- يعالج المؤشر العينة بطريقة إحصائية إما الوسط الحسابي أو الوسط الهندسي بحيث نصل إلى إمكانية المقارنة.

٤- يأخذ المؤشر الكلي قيمة البورصة كاملة ، كل ما يدخل من أسهم في فترة زمنية و يقارنها بالقيمة في فترة الأساس للتعرف على التغيرات الطارئة على السوق و هذا المؤشر يحدد الخسارة التي يمكن أن تلحق بالسوق في حالات الانهيار أو الأرباح في حالات الصعود.

ثانيا- أهداف المؤشرات:

تشكل المؤشرات الإحصائية في الأسواق المالية مقياس الحرارة أو المتر عند قياس الأطوال فكما يقيس مقياس الحرارة حرارة الجسم يستطيع المؤشر الإحصائي قياس حالة

---

[1] كمال شرف، هاشم أبو عراج، النقود والمصارف، جامعة دمشق ١٩٩٤- ص ٩٨

السوق و التعبير عنها، فإذا كانت مرتفعة معنى ذلك تتجه السوق نحو الصعود ولابد من الدراسة و معرفة أسباب الارتفاع، وفي حالات الهبوط يجب على المهتمين والدارسين وأصحاب العلاقة التعرف على الأسباب والمعالجة لكي لا يتعمق الانهيار فيتحول إلى أزمة عامة في الاقتصاد.

تودي المؤشرات إلى الأهداف التالية:

١- التعرف على مستوى أسعار الأوراق المالية في السوق بصفة عامة أو بالنسبة لصناعة معينة كما يساعد المستثمرين على تحديد حجم توقعاتهم و تحديد قرارات البيع و الشراء في الوقت المناسب.

٢- قياس كفاءة أسواق رأس المال ومن ثم قياس كفاءة و استقرار الحالة الاقتصادية و النشاط الاقتصادي للدولة نظراً لوجود علاقة مباشرة بين مؤشر السوق و بين معدل النمو الاقتصادي و معدل نمو الدخل القومي.

٣- مد المستثمرين بقاعدة عريضة من المعلومات الأساسية عن السوق التي تشكل الأساس لقرارات الاستثمار وتحريك محافظ الأوراق المالية الخاصة بهم و تحديد كفاءة مدير الاستثمار الذي يدير المحفظة.[١]

٤- تقييم أداء الأوراق المالية المختلفة صعوداً أو هبوطاً ويعبر المؤشر عن حالة السوق الفورية الحاصلة في البورصة وهل تستجيب الأسعار للمعلومات الواردة إلى السوق و بذلك تكمن كفاءة السوق؟

٥- توجه المضاربين و المستثمرين نحو الاستثمارات الأفضل لمدخراتهم و أموالهم استنادا للأسعار وحالات الهبوط أو الصعود، و يدفعهم لتحديد حجم المخاطر و دراسة إمكانية تلافيها بحيث تزداد درجات الأمان للاستثمارات.

---

[١] منى قاسم: صناديق الاستثمار، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، ١٩٩٥ ص ١٥٨

٦- إمكانية المقارنة مع أسواق أخرى و التنبؤ بالحالات السيئة قبل حدوثها و اتخاذ العديد من الإجراءات التي تخفض حجم الأزمة القادمة.

إن مؤشرات الأسهم في الأسواق المالية تؤكد اتجاهات الأسواق إلى الأعلى أم إلى الأدنى وعادة ما نشاهد في حالات الصعود وجود مؤشر السهم إلى الأعلى أي أن هذه الحالة إذا ما استمرت لفترة طويلة يعني ذلك زيادة في حجم المضاربات أكثر من الأحوال العادية وهو مؤشر ذو خطورة مستقبلية، وبالمقابل إذا حصل انخفاض تدريجي واستمر لفترة يعبر أيضاً أو يوحي باتجاهات الانهيار وفي جميع الحالات ينبغي على السلطات المالية و النقدية دراسة الظاهرة وإيجاد الحلول السريعة لكي لا يحصل الانهيار في السوق.

ثالثا- مؤشرات البورصة:

تستخدم بورصة (وول ستريت) في نيويورك في الولايات المتحدة الأمريكية ثلاثة مؤشرات وهي:

أ- مؤشر داو جونز الصناعي و يرمز له DJIA

ب- مؤشر ستاندر أند بور ٥٠٠ و يرمز له S&P500

ج- مؤشر سوق أسهم نيويورك و يرمز له NYSE

أولا- مؤشر داو جو نز الصناعي:

هو أقدم المؤشرات في العالم و أشهرها. لقد قام شارل هنري داو أحد مؤسسي شركة (داو جونز) التي تقوم بإصدار جريدة وول ستريت جورنال الشهيرة بتشكيل مؤشر (داو جونز الصناعي) والذي سمي باسمه وذلك في عام ١٨٨٤ و قد قام المؤشر في البداية على عينة من ٩ أسهم شركات صناعية ثم ارتفع إلى ١٢ سهما في عام ١٨٩٨ ثم إلى ٢٠ سهما في عام ١٩١٦ ثم إلى ٣٠ سهما في عام ١٩٢٨ ومنذ ذلك التاريخ استقر على ٣٠ سهما بمعدل سهم لكل شركة، يأخذ المؤشر أسهم ٣٠ شركة صناعية تتسم بالعراقة و ضخامة حجمها و زيادة عدد المساهمين وزيادة حجم الإنتاج

والشهرة المحلية والعالمية للشركة بحيث أن تحركات أسعار أسهمها تعكس حالة معينة و يمكن الحكم عليها بشيء معين.

مثال: لدينا خمس شركات تعمل في سوريا و قدرت أســـهمها في ١ \ ١ \ ٢٠٠٥ فكانت كما يلي:

١. شركة سيريتل	سعر السهم	٥١٥ ليرة
٢. شركة فنادق الشام	سعر السهم	١٥٥٠ ليرة
٣. شركة الزيوت الأهلية	سعر السهم	٧٥٠ ليرة
٤. شركة النماء للصناعة	سعر السهم	٥٦٠ ليرة
٥. شركة النقل الوطنية	سعر السهم	١٠٠٠ ليرة

$$\text{م} = \frac{\text{أسعار الأسهم}}{\text{عدد الأسهم}}$$

$$= \frac{٥١٥ + ١٥٥٠ + ٧٥٠ + ٥٦٠ + ١٠٠٠}{٥} = \frac{٤٣٧٥}{٥} = ٨٧٥ \text{ نقطة}$$

فإذا فرضنا أن سعر سهم شركة الزيوت الأهلية قد ارتفع إلى ٩٥٠ ليرة وأن سعر سهم شركة النقل قد انخفض إلى ٩٥٠ ليرة وأن سعر سهم شركة فنادق الشام قد ارتفع إلى ١٦٠٠ ليرة، فما هي قيمة المؤشر الجديدة؟

$$\text{م} = \frac{٩٥٠ + ٩٥٠ + ١٦٠٠ + ٥١٥ + ٦٥٠}{٥} = \frac{٤٥٧٥}{٥} = ٩١٥ \text{ نقطة}$$

مقدار الزيادة = ٩١٥ – ٨٧٥ = ٤٠ نقطة

إن زيادة الأسعار لبعض الأسهم خلال شهر أو شهرين منذ بداية السنة قد أدى لزيادة مقدارها ٤٠ نقطة

بالمقابل إذا فرضنا أن بعض الأسعار قد انخفضت بسبب بعض الإجراءات التي قامت بها الشركات و سجلت الأسعار التالية:

شركة النقل الوطنية ٧٥٠ ليرة

شركة النماء الصناعية ٥٠٠ ليرة

شركة فنادق الشام ١٢٠٠ ليرة

شركة الزيوت الأهلية ٥٠٠ ليرة

م= ٧٥٠ + ٥٠٠ + ١٢٠٠ + ٥٠٠ + ٥١٥ = ٣٤٦٥ = ٦٩٣ نقطة

٥ ٥

إن مقدار الانخفاض عن بداية السنة هو ٨٧٥ – ٦٩٣ = ١٨٢ نقطة

أما مقدار الانخفاض عن فترة الصعود هو ٩١٥ – ٦٩٣ = ٢٢٢ نقطة

إن تفسير هذا الهبوط يرجع إما لأوضاع الشركات نفسها بانخفاض أرباحها أو لحالة السوق أو لحالة الاقتصاد الوطني التي قد تعبر عن بداية الركود.

و السؤال المطروح حاليا: ماذا يحدث لو قامت شركة النقل الوطنية باشتقاق أسهمها فأعطت لكل مستثمر أربعة أسهم مقابل كل سهم؟

عندها تصبح قيمة السهم ١٠٠٠ = ٢٥٠ ليرة للسهم الجديد.

٤

و بالعودة لحالة المؤشر في بداية السنة و اشتقاق الأسهم نحصل على النتائج التالية:

م= ٥١٥ + ١٥٥٠ + ٧٥٠ + ٥٦٠ + ٢٥٠ = ٣٦٢٥ = ٧٢٥ نقطة

٥ ٥

لقد انخفض حجم المؤشر من ٨٧٥ نقطة إلى ٧٢٥ نقطة دون وجود أوضاع اقتصادية جديدة وذلك بسبب اشتقاق أحد الشركات لأسهمها.

مقدار الانخفاض ٨٧٥ – ٧٢٥ = ١٥٠ نقطة

ولتفادي هذا الهبوط الواسع الناجم عن انخفاض وزن السهم داخل المجموعة نتيجة الاشتقاق يمكن استخدام رقم المقسوم عليه حسب القانون التالي:

$$م = \frac{ق}{و} = \frac{ق١}{و١}$$

حيث تمثل :

ق: القيمة الكلية لأسعار الأسهم قبل الاشتقاق.

و : المقسوم عليه قبل الاشتقاق.

ق١ : القيمة الكلية بعد الاشتقاق.

و١ : المقسوم عليه بعد الاشتقاق.

و بتطبيق المعادلة على المثال

$$م = \frac{٤٣٧٥}{٥} = \frac{٣٦٢٥}{س}$$

$$س = \frac{٣٦٢٥ \times ٥}{٤٣٧٥} = ٤,١٤$$ المقسوم عليه Divisor

و بقسمة القيمة الكلية للأسهم بعد الاشتقاق على المقسوم عليه يكون:

$$\frac{٣٦٢٥}{٤,١٤} = ٨٧٥$$ وهي قيمة المؤشر قبل الاشتقاق

كما وقدم فرنش معادلة أخرى لحساب المقسوم عليه Divisor هي كما يلي

$$\text{قيمة المقسوم عليه} = \frac{ق + س\,(١ \div ش)}{د\,و}$$

حيث تمثل

ق : قيمة الأسهم التي لم يحدث لها الاشتقاق

س : سعر السهم الذي اشتق

ش : عدد الأسهم المشتقة

د و : قيمة المؤشر قبل الاشتقاق

و بتطبيق المعادلة على المثال السابق يتضح بأن قيمة المقسوم عليه هي:

$$\text{قيمة المقسوم عليه} = \frac{(٥١٥ + ١٥٥٠ + ٧٥٠ + ٥٦٠) + ١٠٠٠ (١ \div ٤)}{٨٧٥}$$

$$= \frac{٣٣٧٥ + ١٠٠٠ (١ \div ٤)}{٨٧٥}$$

$$= \frac{٣٣٧٥ + ١٠٠٠ (٠,٢٥)}{٨٧٥}$$

$$\text{قيمة المقسوم عليه} = \frac{٣٦٢٥}{٨٧٥} = ٤,١٤$$

و بقسمة مجموع أسعار الأسهم بعد الاشتقاق على المقسوم عليه نحصل على المؤشر السابق قبل الاشتقاق:

$$\frac{٣٦٢٥}{٤,١٤} = ٨٧٥$$ نقطة المؤشر قبل الاشتقاق.

و قد أصبح لهذا الرقم المقسوم عليه قيمة في الأسواق المالية حيث ينشر في الصحف إلى جانب المؤشر الجديد لكي لا يفاجئ المتعاملون بهبوط المؤشر ويقوم كل مستثمر بحساب المؤشر بنفسه فيصل إلى المؤشر السابق.

الانتقادات التي تعرض لها مؤشر داو جونز:

لقد وجهت لهذا المؤشر عدة انتقادات أهمها:

١- يأخذ المؤشر أسهم ٣٠ شركة صناعية فقط و هي من كبار الشركات المسجلة في بورصة نيويورك ، لكن عدد الشركات قد ازداد ليصل في عام ٢٠٠٤ إلى ١٧٠٠ شركة مساهمة وبالتالي لا يمثل إلا ٣٠% من الشركات المسجلة في

السوق من حيث العدد[1]، أما من حيث القيمة فإن قيمة مؤشر داو جونز الصناعي تمثل ٢٣% من القيمة الإجمالية للشركات المسجلة في البورصة في نيويورك.[2]

إن مؤشر داو جونز لا يمثل من عدد الشركات إلا ٣٠% ومن القيمة إلا ٢٣% لذلك فهو لا يمثل مجتمع البورصة بالكامل، لكن اختلافه عن المؤشرات الأخرى في حدود ضيقة جعل منه (المؤشر التاريخي) الذي لا يمكن الاستغناء عنه.

٢- لا يعطي مؤشر داو جونز وزنا معينا لأسهم الشركات الكبيرة حيث يدخل السهم بقيمته فقط فالشركة الكبيرة تمثل بقيمة سهمها و الشركة الصغيرة تمثل بقيمة سهمها و بالتالي لا يعد مؤشرا على قوة المنشأة و إيراداتها

٣- لا يجري تعديل المؤشر في حالة إصدار أسهم مقابل توزيعات إذا كانت الأسهم المصدرة تقل عن ١٠% من مجموع أسهم المنشأة على الرغم من أن تلك الإصدارات الصغيرة قد بلغت في أحد السنوات في بورصة نيويورك ما يعادل ١٩% من إجمالي التوزيعات المعلنة. لذلك يجب على المؤشر حصر التوزيعات لكي لا تؤثر على المؤشر.

٤- كما و تتأثر المحفظة بالمؤشر و لا توجد طريقة معينة لحساب اثر المؤشر على المحفظة إلا إذا قام المستثمر ببيع الأسهم التي تم اشتقاقها و هذا لا يحصل في الواقع العملي.

لذلك جرت عدة محاولات لتلافي الثغرات و الانتقادات التي تعرض لها مؤشر داو جونز مثل استخدام الوسط الهندسي بدل الوسط الحسابي واستخدام الوزن على أساس القيمة السوقية لأسهم المنشأة و استخدام الأوزان المتساوية باستخدام المتوسط الهندسي.

---

[1] عبد الكريم حمالي: طرق الاستثمار في أسواق المال: مرجع سابق ص ٢٢

[2] منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق ص ٢٦٥

رغم هذه الانتقادات تبين من خلال دراسة جرت في الولايات المتحدة من عام (١٩٨٢- ١٩٨٤) بين مؤشر داو جونز و بقية المؤشرات بأن معامل الارتباط هو ٠.٩٤ وهو معدل مرتفع يعبر عن صحة و مصداقية هذا المؤشر.

ثانيا- مؤشر ستاندرد أند بور ٥٠٠:

تعود تسمية هذا المؤشر إلى الشركة الأمريكية ستاندرد أند بور Standard And Poorالتي قامت في عام ١٩٢٣ بنشر مؤشر يضم ٢٣٣ سهما للشركات المسجلة في بوصة نيويورك ثم قسمت هذه الشركات إلى ٢٦ زمرة ثانوية و شكلت لكل زمرة مؤشرا خاصا بها لكنه تبين أن هذا المؤشر له بعض الصعوبات لذلك عدلت المؤشر في عام ١٩٥٧ ليشمل ٥٠٠ شركة موزعة كما يلي:

١- ٤٢٥ شركة صناعية

٢- ١٥ شركة نقل

٣- ٦٠ شركة مرافق[١]

وفي تموز ١٩٦٧ عدل المؤشر و المركب ليشمل الشركات التالية:

١- ٤٠٠ شركة صناعية

٢- ٢٠ شركة نقل

٣- ٤٠ شركة مرافق

٤- ٤٠ شركة مالية (بنوك و شركات تأمين)

اختارت الشركة (ستا ندرد أند بور) الفترة بين عامي ١٩٤١- ١٩٤٣ و سمتها فترة الأساس Base Period و استخدمت القيمة السوقية لكل شركة Market Value و التي تحسب بضرب عدد أسهم الشركة المطروحة في السوق بسعر السهم إذاً يقوم مؤشر ستاندرد اند بور ٥٠٠ على أساس القيمة السوقية للشركات

---

[١] عبد الكريم حمامي: طرق الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق ص ٢٤

عدد الأسهم × السعر السوقي = القيمة السوقية للشركة

أي أن المؤشر يأخذ قيمة الأسهم ويضربها بالسعر فيصل إلى القيمة السوقية للشركة فيعكس هذه الطريقة إمكانيات الشركة كاملة، وإذا عدنا إلى البدايات التاريخية للمؤسسة عام ١٩٤٣ فإننا نجد أن المؤشر كان ١٠ آنذاك ثم تطور مع ارتفاع أسعار الأسهم ليصل إلى ٨٠٠ نقطة في عام ١٩٨٤ ثم ارتفع ليصل إلى ١٢٦٥ نقطة في عام ٢٠٠٥ وبالمقابل وصل مؤشر داوجونز في عام ٢٠٠٥ إلى ١٠٩١٦ نقطة وبلغ مؤشر ناسداك لنفس العام ٢٢٥٩ نقطة.[1]

إن تمثيل مؤشر ستاندرد اند بور لعدد ٥٠٠ شركة يعني تمثيل السوق بشكل شبه كامل.

فإذا عدنا للمثال السابق تصبح قيمة المؤشر كما يلي:

مثال:

إذا توفرت لدينا المعلومات التالية عن خمس شركات سورية بتاريخ ٢٠٠٥/١/١.

الرقم	اسم الشركة	سعر السهم	عدد الأسهم	القيمة السوقية للشركة
بيانات مفترضة عن الشركات في ٢٠٠٥/١/١				
١-	شركة سيريتل	٥١٥	٣٠٠٠٠٠٠	١٥٤٥٠٠٠٠٠٠
٢-	شركة فنادق الشام	١٥٥٠	٢٤٠٠٠٠٠	٣٧٢٠٠٠٠٠٠
٣-	شركة الزيوت الأهلية	٧٥٠	١٨٠٠٠٠٠	١٣٥٠٠٠٠٠٠
٤-	شركة النماء للصناعة	٥٦٠	٣٠٠٠٠٠٠	١٦٨٠٠٠٠٠٠
٥-	شركة النقل الوطنية	١٠٠٠	٢٠٠٠٠٠٠	٢٠٠٠٠٠٠٠٠
	الإجمالي			
				١٠٢٩٥٠٠٠٠٠٠
أسعار الأسهم و قيمة الشركات في ٢٠٠٥/١٢/٣١				

[1] أسواق وبورصات: المجلة الاقتصادية العدد ٢٢٢، تاريخ ٢٧ تشرين الثاني ٢٠٠٥، دمشق ص٢٠

١-	شركة سيريتل	٦٠٠	٣٠٠٠٠٠٠	١٨٠٠٠٠٠٠٠٠
٢-	شركة فنادق الشام	١٦٠٠	٢٤٠٠٠٠٠٠	٣٨٤٠٠٠٠٠٠٠
٣-	شركة الزيوت الأهلية	٧٥٠	١٨٠٠٠٠٠	١٤٥٠٠٠٠٠٠٠
٤-	شركة النماء للصناعة	٤٥٠	٤٠٠٠٠٠٠(١)	١٨٠٠٠٠٠٠٠
٥-	شركة النقل الوطنية	١٠٠٠	٢١٠٠٠٠٠(٢)	٢١٠٠٠٠٠٠٠
	الإجمالي			١٠٨٩٠٠٠٠٠٠

١) الزيادة في عدد الأسهم و ترجع إلى اشتقاق أسهم منشأة شركة النماء للصناعة و ذلك بحصول المستثمر على ١.٣ من الأسهم السابقة.

٢) الزيادة تمثل أسهم مقابل توزيعات تقل نسبتها عن ١٠% من الأسهم المصدرة

القانون

$$م = \frac{ق}{ق\ ١} \times ١٠$$

حيث ق = س × ن

ق١ = س١ × ن

حيث ن= عدد الأسهم الذي يتكون منها رأس المال في كل شركة.

س= سعر الإقفال يوم قياس المؤشر.

س١= سعر الإقفال في فترة الأساس.

ق١=المؤشر يوم الأساس.

العدد ١٠= عدد جزافي أعطي للمؤشر كما و يدعي البعض بأن قيمة المؤشر كانت ١٠ عند البدء به.

وبتطبيق القانون على المثال ينتج:

$$م = \frac{ق}{ق١} \times ١٠$$

$$م = \frac{١٠٨٩٠٠٠٠٠٠}{١٠٢٨٩٠٠٠٠٠٠} \times ١٠ = ١٠.٥٧ \text{ نقطة}$$

إن مؤشر ستاندرد آند بور ٥٠٠ لا يتأثر بالاشتقاق أو توزيعات الأسهم لأن المؤشر يعدل ذاتيا لأنه في حال الاشتقاق يعدل السعر بعدد الأسهم و كذلك الأمر عند إصدار الأسهم مقابل توزيعات.

و يؤخذ على هذا المؤشر تحيزه للمنشآت الكبيرة لأنه يأخذ قيمة المنشاة.

فإذا فرضنا أنّ قيمة المنشاة الصغيرة شركة النماء قد ارتفعت من ٤٥٠ ليرة للسهم إلى ٦٠٠ ليرة فتصبح قيمة المؤشر.

م= ١١٤٩٠٠٠٠٠٠٠ / ١٠٢٩٥٠٠٠٠٠٠ ×١٠ =١١.١٦ نقطة

وإذا فرضنا أن القيمة السوقية لأسهم الشركات المسجلة في البورصة (٥٠٠ سهم) قد ارتفعت من ١٠٢٩٥ مليون ليرة إلى ١٨٢٥٠٠ مليون ليرة في ٢٠٠٦/٦/١ فإن قيمة المؤشر تصبح كما يلي:

م= ق / ق١ ×١٠

م= ١٨٢٥٠٠٠٠٠٠٠ / ١٠٢٩٥٠٠٠٠٠٠ ×١٠ = ١٧٧.٢٧ نقطة

وبالمقارنة مع المؤشر في سنة ٢٠٠٥ البالغ ١٠.٥٧ فإن المؤشر قد ارتفع بحدود: ١٧٧.٢٧-١٠.٥٧=١٦٦.٧٠ نقطة

وهذا الارتفاع يعبر عن زيادة حجم التعامل وزيادة معدلات نمو الأرباح وزيادة معدلات نمو الدخل القومي أي يعكس تحسنا واضحا في الاقتصاد الوطني، أما إذا كانت هذه الزيادة ناجمة عن التضخم وزيادة المضاربات فقط فإنه ينذر بحالة الهبوط لاحقا وعلى إدارة البورصة بالتنسيق مع الحكومة إيجاد الحلول اللازمة قبل حدوث الأزمة.

فالشركة التي تغيرت بمبالغ كبيرة تؤثر على قيمة المؤشر أما المنشآت الصغيرة التي لا تتغير بنسبة ٥% قد لا تؤثر على المؤشر.

ثالثا- مؤشر نازداك:

ينسب مؤشر نازداك إلى سوق نازداك للأوراق المالية حيث تم تأسيس هذه السوق عام ١٩٧١ من خلال شبكة كمبيوترات مرتبطة ببعضها البعض و موصلة بجهاز كمبيوتر مركزي متطور يحتوي على آلاف الأسهم للشركات المسجلة ولا يوجد سوق للبيع وللعرض كما في سوق نيويورك للأوراق المالية وإنما يكون البيع و الشراء عبر شاشة عرض كمبيوتر في العالم (المضاربة عبر الانترنت والمراسلة).

يضم هذا السوق ٥٠٠٠ شركة متنوعة في العالم من حيث الحجم و يعمل في السوق حوالي ٤٥٠ شركة وساطة مالية و يتعامل مع السوق أكثر من ٥٠٠٠٠ مكتب فرعي للوساطة المالية و يبلغ عدد وسطاء السوق ٥٠٠٠٠٠ وسيط مالي وتنتمي الشركات المنضمة لسوق نازداك على عدة اختصاصات و خاصة في مجال الصناعة وبقية الشركات في الخدمات.[1]

يعرف مؤشر نازداك Nasdaq Composite Index بأنه مؤشر إحصائي يضم مجموع القيم السوقية للشركات الأمريكية و الأجنبية المدرجة في السوق.

م= مجموع أسهم الشركات المتخصصة × أسعار الأسهم

و يوجد لهذا المؤشر بعض المؤشرات الفرعية مثل : مؤشر نازداك للتكنولوجيا حيث يخص الشركات المتخصصة بالإنتاج التكنولوجي. مؤشر نازداك للبنوك ومؤشر نازداك المالي لعدد من الشركات المالية التي تصل إلى ١٠٠ شركة.

---

[1] محمد غياث شيحة الأسواق المالية: نشر عادل بحركش، دمشق ٢٠٠٢ ص١١٠-١١٢

رابعا–مؤشر فايننشل البريطاني: (FT)Financial Time Index

ظهر مؤشر فايننشل في سوق لندن ويقيس التغير في متوسطات قيمة أسهم ٣٠ شركة التي تمثل كبرى الشركات التي تقود النشاط الصناعي و التجاري الخدمي في سوق لندن، فهو إلى حد ما يشبه مؤشر داو جونز الصناعي الذي يأخذ متوسط حسابي للشركات الصناعية الكبرى (٣٠ شركة) وقد قام بمجموعة باحثين بتطوير هذا المؤشر عام ١٩٨٤ ليشمل أسهم ١٠٠ شركة كبرى تمثل سوق لندن المالي.[1]

بلغت رساميل الشركات البريطانية المسجلة في بوصة لندن حوالي ٨٩٠ مليار دولار[2] و يبلغ عدد الشركات حوالي ١٩١٥ شركة بريطانية و حولي ٥٤١ شركة أجنبية تعتبر بورصة لندن من أشهر البورصات بعد بورصة نيويورك (وول ستريت) ويعتبر مؤشر فايننشل من المؤشرات الهامة عالميا.

حيث يمكن مقارنة هذا المؤشر مع مؤشر داو جونز و التنبؤ بأحوال أسواق المال في العالم

م= قيمة الأسهم / عدد الأسهم

فإذا أخذنا المثال السابق يكون المؤشر:

م= ٥١٥ + ١٥٥٠ + ٧٥٠ + ٥٦٠ + ١٠٠٠ / ٥ = ٤٣٧٥ / ٥ = ٨٧٥ نقطة

و كل تغيير في أسعار الأسهم أو سهم شركة يؤثر على المؤشر صعودا أو هبوطا.

خامسا– مؤشر نيكاي الياباني:

يعتبر هذا المؤشر من المؤشرات الهامة في أسواق المال العالمية نظرا لضخامة سوق طوكيو حيث تؤثر حركة الصعود أو الهبوط في هذا السوق على المضاربات في الأسواق العالمية

---

[1] منى قاسم صناديق الاستثمار ، مرجع سابق ١٦٠-١٦١

[2] عبد الغفار حنفي: زكية قرياقص: البورصات، الجامعة، الإسكندرية ٢٠٠٤ ص٢٩٢-٢٩٣

الأخرى و نظرا لأن النهار يبدأ في اليابان و ينتقل بشكل تدريجي نحو الغرب لـذلك يطالع المتعاملون في سوق لندن و نيويورك ما حدث في سوق طوكيو كمؤشر علـى التعامل لأن الربط بين هذه الأسواق الثلاثة أدت لتطوير شبكات الاتصال ومنظومات الاتصال العالمية لما لها من أهمية على المضاربات.

تسمى بورصة طوكيو (كابوتوشو) وهي من أشهر البورصات الأسيوية فقد بلغ عدد الشركات المسجلة في البورصة ١٦٤١ شركة يابانية و حوالي ١٢٥ شركة أجنبية وقد بلغت رساميل الشركات اليابانية حوالي ٢٢٧٣ مليار دولار و تعتبر ثاني اكبر بورصة في العالم بعد بورصة (وول ستريت) يقيس مؤشر نيكاي أسهم ٢٢٥ شركة كبرى في سوق طوكيو تمثل حوالي ٧٠% من الشركات المسجلة في السوق من حيث القيمة.

يأخذ المؤشر مجموعة قيم الشـركات الداخلـة في المؤشـر فهـو يشـبه مؤشـر (ستاندرد أند بور ٥٠٠) أي

$$م = \frac{\text{مجموع أسعار الأسهم} \times \text{عدد الأسهم الحالية}}{\text{مجموع أسعار الأسهم} \times \text{عدد أسهم سنة الأساس}}$$

فإذا أخذنا قيمة الشركات الداخلة في المؤشر وهي ٢٣٥ وتبين بأن قيمة أسهمها تعادل ٥٠٠ مليار دولار في ٢٠٠٥/١/١ و ارتفعت قيمتها بعدها لتصـل إلى ٦٥٠ مليـار دولار في ٢٠٠٥/٣/٣١ فيكون المؤشر:

$$\text{م نيكاي} = \frac{\text{ق١}}{\text{ق}} = \frac{٦٥٠}{٥٠٠} = ١.٣ \text{ نقطة}$$

وهكذا فيما بعد يصل المؤشر إلى آلاف النقاط حيـث وصـل في عـام ١٩٩٧ إلى ٤٠٠٠٠ نقطة ثم انهار إلى ١٣٠٠٠ نقطة بسبب الأزمة.

سادساً- مؤشر داكس الألماني:

تعتبر بورصة فرانكفورت من البورصات الهامة في أوربا حيث تعتبر فرانكفورت مدينة المال و النقد في ألمانية. حيث بلغت قيمة الأسهم المسجلة في فرانكفورت حوالي ٧٩٣ مليار دولار سجل فيها حوالي ٦٦٥ شركة ألمانية و حوالي ٥٧٨ شركة أجنبية.

يأخذ مؤشر داكس أسهم ٣٠ شركة كبرى ويقيس التغيرات في أسعار هذه الأسهم فهو وسط حسابي لأسعار هذه الأسهم الداخلة في المؤشر ويشبه في طريقته داو جونز الصناعي.

سابعاً- مؤشر حجم التداول:

لكل سوق مؤشره الخاص وبعض المؤشرات الفرعية التي تقيمها سوق المال للتعبير عن حركة التعامل بالقطاعات التخصصية، فإلى جانب مؤشر داو جونز الصناعي لاحظنا وجود مؤشر داوجونز المالي والمصرفي والتكنولوجي وذلك بهدف قياس التطورات الجزئية ضمن القطاعات المسجلة في البورصة.

يعبر المؤشر العام في البورصة عن قيمة الأسهم للشركات الداخلة في المؤشر كما ويعبر المؤشر عن ارتفاع القيمة السوقية للشركات خاصة إذا كان المؤشر يقيس تغيرات قيمة جميع الشركات، لكن السؤال المطروح هل يعتبر حجم التداول من المؤشرات الهامة التي يسترشد بها المضارب؟ أم هي مجرد أرقام يتم تداولها في وسائل الإعلام دون مبرر؟ بالطبع يعتبر مؤشر حجم التداول (ما تم بيعه وشراؤه) خلال اليوم من المؤشرات الهامة التي تعبر عن حركة الأسواق وتطورها وتعبر عن حالة الرواج أو الركود في السوق.

م = عدد الأسهم المتداولة × قيمها

مثال:

إذا تم تداول ٤٠٠٠٠ سهم في سوق الشام الدولي وكانت قيم الأسعار تعادل حوالي ٥٠٠٠ ليرة سورية للسهم فما هو حجم التداول؟

م= ٤٠٠٠٠ × ٥٠٠٠=٢٠٠٠٠٠٠٠٠ ليرة

أي تم في هذه السوق تداول ما مقداره ٢٠٠ مليون ليرة فإذا ارتفع حجم التداول إلى ٣٠٠ مليون ليرة فماذا يعني ذلك؟

إن زيادة حجم التداول توضح حالة التفاؤل لدى المستثمرين وتدفعهم لزيادة الشراء[١] وفي حالات هبوط حجم التداول إلى ما دون نسبة معينة يعني حلول التشاؤم وبالتالي يخفض المتعاملون حجم المضاربة مما يودي لتعميق حالة الهبوط.

لقد أثبتت الدراسات بأن حجم التعامل يأخذ شكلا وسطي التعامل في بورصة نيويورك إلى ٥٠ مليار دولار يوميا، ويصل وسطي المضاربة في جميع أسواق العالم ١٥٠٠ مليار دولار أي ما يعادل ٥٥% من حجم الناتج العالمي.

إن وسطي التعامل اليومي يوحي بالآثار التالية:

١- ينبه المتعاملين إلى حالة الصعود أو الهبوط فإما ألا يزيدوا الشراء أو يتم تخفيضه لأنه يعبر عن حالة السوق.

٢- تستطيع الدولة من خلال حجم التعامل أن تدرس توجهات الأموال التي انخفضت عن حجم التعامل هل ذهبت للمصارف أم للمضاربات بالأصول الثابتة و بالتالي تستطيع إيجاد حلول مسبقة لازمات متوقعة.

٣- إن انخفاض حجم التداول في الأسواق العالمية يوضح بأن الأسواق مترابطة مع بعضها و بالتالي سوف ينخفض حجم التداول من سوق إلى أخرى معبرة عن حلول حالة ركود.

لذلك يعتبر مؤشر حجم التداول اليومي من المبالغ التي تتم المضاربة بها ومن المؤشرات التي تقيس حالة السوق وتوجهاتها.

---

[١] محمد صالح حابر: الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سابق ص٢٢٩

أسئلة وأمثلة عملية:

تمرين(١):

بلغت أسعار مجموعة الشركات في ٢٠٠٦/١/١ كما يلي:

اسم الشركة	قيمة السهم
١- شركة النماء للصناعة	٦٥٠ ليرة
٢ شركة الحفار للمنظفات	١٢٠٠ ليرة
٣- شركة غدق للمواد الغذائية	١٣٠٠ ليرة
٤- شركة سيريتل للاتصالات	١٢٥٠ ليرة
٥- شركة الأدهم للسياحة	١١١٥ ليرة
٦- شركة القدموس للنقل	٩٥٠ ليرة
٧- شركة الساحل للاصطياف	٧٥٠ ليرة
٨- شركة الزيوت الأهلية	٨٥٠ ليرة
٩- شركة فنادق الشام	١٥٥٠ ليرة
١٠- شركة غزل حماة المساهمة	١١٥٠ ليرة

١- احسب مؤشر داوجونز لهذه الشركات.

٢- إذا علمت أن أسهم شركة القدموس ارتفعت إلى ١٥٠٠ ليرة وشركة الساحل ارتفعت إلى ١٣٥٠ وشركة الزيوت الأهلية إلى ١٤٥٠ ليرة وأن باقي الشركات ارتفعت بمعدل ١٥%. احسب قيمة المؤشر.

٣- اذا علمت أن شركة سيريتل اشتقت أسهمها (٤/١) وشركة الحفار اشتقت (٤/١) احسب قيمة المؤشر والمقسوم عليه.

تمرين(٢):

بلغت أسهم مجموعة من الشركات في ٢٠٠٥/٧/١ كما يلي:

اسم الشركة	عدد الأسهم	سعر السهم	القيمة
١- شركة فنادق الشام	٢٤٠٠٠٠	١١٥٠	
٢- شركة الزيوت الأهلية	٢٤٠٠٠٠٠	٦٥٠	
٣- شركة سيريتل للاتصالات	١٥٠٠٠٠٠	٩٥٠	
٤- شركة الأدهم للاتصالات	٢٤٠٠٠٠٠	٥٠٠	
٥- شركة البراق للتكنولوجيا	٢٤٠٠٠٠٠٠	٢٥٠	
٦- شركة الحمد للمنظفات	٣٠٠٠٠٠٠	٧٥٠	
٧- شركة النماء للصناعة	٢٤٠٠٠٠٠	٤٧٥	
٨- شركة سيما للمواد الغذائية	٢٨٠٠٠٠٠	٧٧٥	
٩- شركة الإسمنت السورية الأردنية	٢٠٠٠٠٠٠	٦٥٠	
١٠- الوطن العربي للحديد	١٨٠٠٠٠٠	٩٥٠	
١١- شركة الدوحة للفنادق	١٨٠٠٠٠٠	٧٢٥	
١٢- شركة الرياض للإسمنت	٢٠٠٠٠٠٠	٥٠٠	
١٣- شركة غدق للأغذية	١٩٠٠٠٠٠	٨٢٥	
١٤- شركة عصير الجبل	٢٢٠٠٠٠٠	٥٠٠	
١٥ شركة الفوسفات	٣٠٠٠٠٠٠	٤٠٠	

احسب مؤشر ستنادرآند بور ٥٠٠ لهذه الشركات اذا علمت أن الأسعار في ٢٠٠٦/٧/١ قد أصبحت كما يلي:

أ- ازدادت أسعار الشركات الخمس الأولى بمعدل ٢٥%

ب- ازدادت أسعار الشركات الخمس الثانية بمعدل ٥٠%

ج- ازدادت أسعار الشركات الخمس الثالثة على التوالي بمعدل ٦٠%

تمرين(٣):

تراوح مؤشر حجم التداول اليومي في بورصة القاهرة خلال السنوات ١٩٩٩-٢٠٠٦ بين ١٥٠٠-٣٠٠٠ مليون جنيه، وأن معدل نمو الناتج تراوح بين ١-٣% وأن معدل التضخم بقي على ما هو عليه ٣%.

بماذا تفسر ارتفاع مؤشر حجم التداول اليومي؟

وإليك بعض المؤشرات التالية:

السنة	الناتج المحلي الإجمالي (مليون جنيه)	حجم التعامل اليومي (مليون جنيه)	النسبة
١٩٩٩	٩٨٠٠٠	١٥٠٠	
٢٠٠٠	١٠٠٠٠٠	١٦٠٠	
٢٠٠١	١٠٢٠٠٠	١٦٥٠	
٢٠٠٢	١٠٢٠٠٠	١٧٠٠	
٢٠٠٣	١٠٣٠٠٠	١٨٠٠	
٢٠٠٤	١٠٤٠٠٠	١٨٠٠	
٢٠٠٥	١٠٥٠٠٠	٢٥٠٠	
٢٠٠٦	١٠٥٠٠٠	٣٠٠٠	

بماذا تفسر ارتفاع حجم التعامل اليومي؟

أ- هل بدخول رساميل أجنبية؟

ب- هل بزيادة الأرباح وإخراج الأموال المدخرة؟

ج- هل تؤثر الأحداث الاقتصادية المتفائلة والخطط الطموحة، على التعامل؟

حالة عملية عن مؤشر داوجونز:

Damascus University

مؤشر داو جونز ومؤشرات السوق الأمريكية المهمة الأخرى

يحتل مؤشر داو جونز الصناعي Dow Jones Industrial Average (DJIA) مركزًا فريدًا مميزًا في عقول المستثمرين بالعالم أجمع، وقد حصل على تلك المكانة لأنه أبسط أداة قياس يستخدمها كافة المتعاملين لقياس الأداء العام لسوق الأوراق المالية الأمريكية، أكبر سوق مالي في العالم (1). فهم يعتبرونه البارومتر الذي يُقاس به النبض العام لسوق الأوراق المالية، بحيث يعكس أمام المستثمر العادي صورة واضحة عما يحدث في السوق.

عـام	مؤشر داو جونز
1906م	100 نقطة
1972م	1000 نقطة
1995م	5000 نقطة
1999م	10000 نقطة

المحطات الرئيسية لمؤشر داو جونز الصناعي

فمؤشر داو جونز هو أول متوسط تم حسابه لأسعار الأسهم المميزة "بلو تشيبس blue chips" (2) المتداولة ببورصة نيويورك للأوراق المالية، وكلها أسهم لشركات ذات شهرة عريضة تجوب الآفاق. وقد بدأ تشارلز داو - مؤسس شركة داو جونز مع شريكه إدوارد جونز - في حساب هذا المتوسط في 26 مايو (آيار) 1896م، وكان حينئذ يضم 12 شركة فقط (3). ولم تكن تلك أول محاولة له لقياس السوق، فقد ابتكر عام 1884م مقياسًا للسوق يتكون من أحد عشر سهمًا، معظمها لشركات نقل سكك حديدية، وكان يقوم بإصداره في نشرة العميل المسائية Customer's Afternoon Letter وهي التي تطورت لتصبح فيما بعد جريدة "وول ستريت جورنال" (4). وفي أول أكتوبر (تشرين أول) 1928م، أي قبل عام كامل من انهيار البورصة التاريخي توسع المتوسط / الرقم القياسي / المؤشر ليشمل 30 سهمًا (انظر البرواز بالصفحة التالية).

---

(1) بنهاية القرن العشرين، وصلت قيمة الأسهم المتداولة بالولايات المتحدة الأمريكية إلى 50% من إجمالي قيم الأسهم بالعالم أجمع، وكانت هذه النسبة قبل ذلك بعشر سنوات نحو 30% فقط. وخلال هذه الفترة، انخفضت حصة اليابان من 40% عام 1990م إلى 11% عام 2000م.

(2) هي أسهم الشركات ذات الجودة والمصداقية والقدرة على تحقيق نتائج جيدة بحيث تعد هي الأكثر نجاحًا في قطاع أعمالها، والتي تحظى بثقة المتعاملين العالية لاستقرار نتائجها.

(3) معظمها شركات نقل سكك حديدية. وكان من ضمنها شركة جنرال إليكتريك وهي الشركة الوحيدة التي احتفظت باسمها وما تزال موجودة إلى اليوم في المؤشر. أما باقي الشركات فإنها إما اندحرت، وإما استحوذت عليها شركات أخرى أكثر حيوية ونشاطًا.

(4) المصدر: عدد خاص لجريدة "وول ستريت جورنال" بتاريخ 28 مايو (آيار) 1996م بمناسبة الاحتفال بمرور مائة عام على مؤشر داو جونز الصناعي.

الشركات المكونة لمؤشر داو جونز الصناعي*

3M Co.	ثري إم
Alcoa Inc.	ألكوا
Altria Group Inc.	ألتريا جروب
American Express Co.	أمريكان إكسبريس
American International Group Inc.	أمريكان إنترناشيونال جروب
Boeing Co.	بوينج
Caterpillar Inc.	كاتر بلر
Citigroup Inc.	سيتي جروب
Coca-Cola Co.	كوكا كولا
DuPont	ديبون
Exxon Mobil Corp.	إكسون موبيل
General Electric Co.	جنرال إليكتريك
General Motors Corp.	جنرال موتورز
Hewlett-Packard Co.	هيولت باكارد
Home Depot Inc.	هوم ديبو
Honeywell International Inc.	هني ويل إنترناشيونال
Intel Corp.	إنتل
International Business Machines	آي. بي. إم
J.P. Morgan Chase & Co.	جي. بي. مورجان تشيز
Johnson & Johnson	جونسون آند جونسون
McDonald's Corp.	ماكدونالدز
Merck & Co., Inc.	مارك للأدوية
Microsoft Corp.	ميكروسوفت
Pfizer Inc.	فايزر
Procter & Gamble Co.	بروكتر آند جامبل
SBC Communications Inc.	إس بي سي للاتصالات
United Technologies Corp.	يونايتد تكنولوجي
Verizon Communications Inc.	فريزون للاتصالات
Wal-Mart Stores Inc.	وول مارت ستورز
Walt Disney Co.	والت ديزني

* طبقًا لآخر تعديل أجرى عليه في 8 أبريل (نيسان) 2004م . الجدير بالذكر أن التغيرات التي طرأت على الأسهم المكونة للمؤشر نادرة، ففي الخمس عشرة سنة الماضية، تم إسقاط وإضافة عدد 3 شركات فقط عام 1991م، 4 شركات عام 1997م، 4 شركات في 1999م، و3 آخرين في 2004م. وقد تمت إضافة كل من شركة إنتل وميكروسوفت للمؤشر عام 1999م وهي المرة الأولى التي يتم فيها إدخال شركات مدرجة بالنازداك، مما يبرز الأهمية المتزايدة التي تمثلها شركات التكنولوجيا في الاقتصاد الأمريكي؛ حيث تضاعفت نسبة أسهم هذا القطاع في رأسمال السوق الكلي من 10% عام 1990م إلى 20% بنهاية القرن الماضي.

والمتوسط / الرقم القياسي / المؤشر هو عبارة عن قيمة عددية يقاس بها التغير في الأسواق المالية. ويعبر عنه كنسبة مئوية للتغير في يوم معين مقارنة بقيمته في فترة الأساس أو نقطة البدء. ويقيس المؤشر تحركات أسعار أسهم مجموعة من أهم وأكبر الشركات، ارتفاعًا وانخفاضًا الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهه. وهو بالنسبة للمستثمر معيارًا لقياس مستوى سوق الأسهم ككل، وأيضًا لقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل. وتقوم فكرته على أساس نظري مفاده أن كل شركة تقع في حسابه تقود قطاعًا اقتصاديًا مهمًا، ويمكنها أن تعكس بأمانة ومصداقية كبيرة صورة دقيقة لوضع السوق بحيث يعوّل عليها في تمثيل هذا القطاع.

من العيوب التي تؤخذ على استخدام مؤشر داو جونز كمقياس للأداء هو أنه مرجح سعريًا price-weighted اي أنه مرجح بسعر أسهم الشركات الداخلة في حسابه. فالتغير في سعر سهم مرتفع القيمة تأثيره أكبر على المتوسط / المؤشر من تأثير نسبة التغير نفسها لسهم منخفض القيمة. بعبارة أخرى، فإن المؤشر يتأثر بنسبة أكبر إلى أعلى (أو أدنى) لو ارتفع (أو انخفض) سهم قيمته 30 دولارًا من ارتفاع (أو انخفاض) سهم قيمته 10 دولارات، مما يسبب مشكلة في الحكم على وضع السوق ككل، حيث ينحرف المتوسط / المؤشر عن الاتجاه العام للأسعار بالسوق. فالمؤشر قد يرتفع في بعض الحالات بالرغم من انخفاض الغالبية العظمى لأسهم الثلاثين شركة المكونة له، نتيجة لارتفاع أسعار عدد قليل جدًا من أسهم الشركات مرتفعة القيمة. أي أن المؤشر قد يُسجل ارتفاعًا على الرغم من الهبوط العام للسوق.

ولتلافي هذه المشكلة، يفضل العديد من أمناء الاستثمار استخدام مؤشرات تم حسابها بطريقة رأس المال السوقي المرجح market capitalization-weighted لحساب الأسهم الحرة التداول. وهي الطريقة الأكثر شيوعًا في حساب مؤشرات أسواق الأوراق المالية في العالم أجمع، مع بعض الاختلافات البسيطة أو مع إدخال بعض التعديلات الطفيفة عليها من سوق إلى آخر.

وبالرغم من أننا نجد اليوم العديد من مؤشرات السوق الأخرى التي يعيرها بعض المتخصصين أهمية أكبر من مؤشر داو جونز، إلا أن الأخير احتفظ بدوره وأهميته بالنسبة للعامة، فهو أقدم هذه المؤشرات وأكثرها شعبية، فقد أثبت نجاحًا على مدى سنوات طويلة إزاء اختبار الزمن.

أهم هذه المؤشرات في السوق الأمريكية هي:

مؤشر إس.آند.بي S&P 500

هو مقياس أوسع للسوق ككل لكونه يتألف من عدد كبير من الشركات بالمقارنة لعدد الشركات التي يتكون منها مؤشر داو جونز (500 مقابل 30). كما أنه يختلف عن الأخير في كونه مرجحًا بالقيمة السوقية للشركات، أي أن الشركات الكبيرة لها وزن أكبر (أي تؤثر بنسبة أكبر فيه) من الشركات الصغيرة. وفي أغلب الأوقات فإن مؤشر داو جونز للأسهم المميزة والمؤشر العريض للسوق إس.آند.بي 500 يتحركان معًا، ذلك أن معظم أسهم الشركات الكبيرة مرتفعة القيمة (5). في عام 1928م قامت مؤسسة ستاندرد آند بورز Standard & Poor's Corp بتصميم مؤشر إس.آند.بي S&P 90 الذي تطور ليصبح في عام 1957م إس.آند.بي S&P 500. ونجد اليوم أن قياس أداء ثلاثة أرباع الأموال المستثمرة في صناديق استثمار بأمريكا يتم باستخدام هذا المؤشر. وفي بداية الثمانينيات من القرن الماضي، استحدثت بورصة شيكاغو التجارية (سي.إم.إيه. CME) عقدًا مستقبليًا لمؤشر إس.آند.بي S&P 500 وخلال عقد واحد من الزمان تجاوزت القيمة اليومية المتداولة لهذا العقد قيمة تداول جميع الأسهم ببورصة نيويورك للأوراق المالية.

نازداك كومبوزيت NASDAQ COMPOSITE

مؤشر مرجح برأسمال السوق market capitalization لكل الأسهم المدرجة بهذا السوق (رأس المال السوقي هو سعر السهم في عدد الأسهم الحرة التداول). بدأ في 8 فبراير (شباط) 1971م بقيمة أساس 100 نقطة. وهو مؤشر غني بأسهم شركات التكنولوجيا والاتصالات؛ حيث تمثل هذه الشركات ثلاثة أرباع قيمته السوقية، بينما تمثل الربع فقط من قيمة مؤشر إس.آند.بي 500

نازداك NASDAQ 100

بدأ في 31 يناير (كانون ثان) 1985م كأساس بقيمة 250 نقطة، وهو لا يحتوي على أي أسهم لشركات مالية. في عام 1996م بدأ تداول عقده المستقبلي ببورصة شيكاغو التجارية (سي.إم.إيه. CME). ولكي يتم إدخال شركة به يجب أن يصل حجم تداولها إلى 100 000 سهم يوميًا على الأقل مدة تداولها ببورصة رئيسية عن سنة.

راسل RUSSELL 2000

قامت شركة فرانك راسل للاستشارات بولاية واشنطن بحسابه منذ عام 1984م. وهو يحتوي على عدد كبير من أسهم الشركات الأمريكية الصغيرة، ويعتبر أهم مؤشر للشركات ذات الرأسمال الصغير small cap.

---

(5) O'Higgins, Michael with Downes, John. *Beating the Dow*. N.Y. HarperPerennial, HarperCollinsPublishers, 1992.

مؤشرات أسواق الأوراق المالية الرئيسية الأخرى في العالم

أولاً: مؤشرات الأسواق الأوروبية

أسبانيا، آيبكس IBEX 35

المؤشر الرسمي للسوق الأسباني والذي تقوم بحسابه مؤسسة البورصة. يحتوي على 35 شركة هي الأكثر سيولة بالسوق. وقد تم وضعه بقيمة أساس 3000 نقطة في 29 ديسمبر (كانون أول) 1989م.

ألمانيا، داكس DAX

مؤشر ألماني يضم أسهم الـ 30 شركة الأكثر تميزًا المتداولة في بورصة فرانكفورت. قيمة الأساس لهذا المؤشر 1000 نقطة بتاريخ 31 ديسمبر (كانون أول) 1987م.

إيطاليا، ميب MIB 30

مؤشر مرجح برأس المال السوقي لأكبر 30 شركة إيطالية يتم تداولها ببورصة ميلانو للأوراق المالية. تم وضعه بأساس 000 10 نقطة في 31 ديسمبر (كانون أول) 1992م.

بريطانيا، إف. تي. 100 FT أو فوتسي Footsie 100

مؤشر جريدة فاينانشيال تايمز لأسهم أكبر 100 شركة مدرجة ببورصة لندن للأسواق المالية LSE . بدأ المؤشر في 3 يناير (كانون ثان) 1984م بقيمة أولية 1000 نقطة كأساس. وهو مؤشر مرجح برأس المال السوقي capitalization-weighted index.

سويسرا، إس. إم. آي. SMI

مؤشر مرجح برأس المال السوقي لأكبر 21 شركة وأكثرها سيولة يتم تداولها بنظام البورصة الإلكترونية السويسري للأوراق المالية. تم وضعه بأساس 1500 نقطة في 30 يونيو (حزيران) 1988م.

فرنسا، كاك CAC 40

مؤشر سوق الأوراق المالية الفرنسية يضم أهم 40 شركة ببورصة باريس. وهو

مرجح برأس المال السوقي، تم وضعه بأساس 1000 نقطة في 31 ديسمبر (كانون أول) 1987م.

ثانياً، مؤشرات أسواق آسيا والباسيفيكي

أستراليا، إيه.إس.إكس ASX 200

يتم حسابه بطريقة رأس المال السوقي المرجح وذلك لأكبر 200 شركة ببورصة الأوراق المالية الأسترالية.

اليابان، نيكاي Nikkei 225

أهم مؤشر للأسهم الآسيوية على الإطلاق. يتكون من أهم وأكبر 225 شركة يابانية مدرجة ببورصة طوكيو للأوراق المالية. يتم حسابه يوميًا من قبل جريدة "نايهن كايزاي شيمبون" منذ عام 1971م. وهو متوسط مرجح بسعر السهم بالين الياباني. ويتم تعديل مكوناته مرة واحدة سنويًا.

تايوان، تايكس

مؤشر مرجح برأسمال السوق. يضم كل الأسهم المدرجة بالبورصة لمدة شهر على الأقل. بدأ بقيمة أساس 100 نقطة عام 1966م.

سنغافورة، ستريت تايمز STI

مؤشر غير منثقل يضم أهم 30 شركة ببورصة سنغافورة.

كوريا الجنوبية، كوسبى Kospi

مؤشر مرجح برأسمال السوق (معدل بحصص المساهمين الرئيسيين). يضم جميع الأسهم العادية المدرجة بالبورصة، بدأ بقيمة أساس 100 نقطة عام 1980م.

هونج كونج، هانج سنج

مؤشر مرجح برأس المال السوقي لعدد 33 شركة تمثل نحو 70% من القيمة الرأسمالية الإجمالية لسوق الأوراق المالية في هونج كونج. مكونات المؤشر مقسمة على أربعة قطاعات هي: التجارة والصناعة، المالية، المرافق العامة والعقارات. بدأ المؤشر بقيمة أساس 100 نقطة في 31 يوليو (تموز) 1964م.

ثالثًا: مؤشرات مورجان ستانلي لرأس المال الدولية (إم. إس.سي.آي)
Morgan Stanley Capital International (MSCI) Indexes

تقوم شركة مورجان ستانلي بحساب مؤشرات للأسواق المالية العالمية، والتي صارت تسترشد بها أغلب المؤسسات الاستثمارية بالعالم في الثلاثين عامًا الأخيرة لقياس ومقارنة أداء أمناء الاستثمار مع أداء السوق ككل.

وتقوم مورجان ستانلي بتطبيق منهج واحد في بناء وتحديث مؤشرات لـ 23 سوقًا متقدمًا و26 ناشئًا، الأمر الذي جعل من عملية تجميع وتركيب هذه المؤشرات الخاصة ببلد ما أو صناعة معينة لبناء مقاييس استرشادية لمنطقة جغرافية أو قطاع أو صناعة محددة على المستوى العالمي أمرًا ممكنًا وذا معنى.

واليوم نحو 2000 مؤسسة على مستوى العالم أجمع - تقدر استثماراتها بأكثر من 3 تريليونات دولار - تسترشد بهذه المؤشرات international equity benchmarks في قياس أدائها بالمقارنة مع أداء السوق ككل.

مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة
MSCI Emerging Markets Index

مؤشر مرجح بطريقة رسملة السوق للأسهم حرة التداول، يقوم بقياس أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة على مستوى العالم. في ديسمبر (كانون أول) 2003م، ضم هذا المؤشر 26 دولة من الدول الصاعدة اقتصاديًا منها ثلاث عربية هي: مصر، الأردن والمغرب.

مؤشر مورجان ستانلي لجميع دول العالم
MSCI ACWI (All Country World Index) Index

مؤشر مرجح بطريقة رسملة السوق للأسهم حرة التداول، يقوم بقياس أداء أسواق الأوراق المالية لكل دول العالم المتقدم منها والنامي. في ديسمبر (كانون أول) 2003م، ضم هذا المؤشر 49 دولة منها ثلاث عربية هي: مصر، الأردن والمغرب.

مؤشر مورجان ستانلي (للأسواق الناشئة) أوروبا، الشرق الأوسط وإفريقيا
MSCI EM (Emerging Markets) Europe, Middle East andAfrica Index

مؤشر مرجح بطريقة رسملة السوق للأسهم حرة التداول، يقوم بقياس أداء أسواق الأوراق المالية الناشئة للدول الأوروبية، والشرق أوسطية والإفريقية. في ديسمبر (كانون أول) 2003م، ضم هذا المؤشر المعروف بـ EM EMEA 10 دول هي: جمهورية التشيك، المجر، بولندا، روسيا، تركيا، إسرائيل، الأردن، مصر، المغرب وجنوب إفريقيا.

الفصل العاشر

التعامل والانحرافات
وآليات ضبط التعامل في الأسواق المالية

مقدمة:

ليست البورصة النشاط الوحيد الذي يحتاج إلى التنظيم وتحديد الأسس العلمية اللازمة لضبطها، بل جميع الأنشطة الاقتصادية تحتاج للدقة والموضوعية والتنظيم وتحديد الضوابط اللازمة بشكل عام.

أما المؤسسات المالية وشركات التأمين والمصارف واستثمار الأموال فهي بأمس الحاجة لتحديد الضوابط التشريعية التي توضح آليات التعامل وحدود البيع والشراء ودور كل موسسة وصلاحياتها في إطار النظام المالي والنقدي، إضافة إلى ذلك تحتاج المؤسسات المالية لتشريعات اقتصادية فنية تنظم العلاقة فيما بينها أولاً، وفيما بينها والمؤسسات الاقتصادية الأخرى ثانياً، وفيما بين المؤسسات المالية والمواطنين ثالثاً بحيث توضح هذه التنظيمات الفنية كيفية التعامل والشروط اللازمة لها والعقوبات في حالات التجاوز.

فإلى جانب التعليمات العامة توجد تعليمات خاصة في كل موسسة، فالمصرف يحدد للزبائن شروط منح القرض وطريقة التسديد والضمانات وطريقة صرف القرض وفي حال تجاوز الزبون هذه الشروط والأسس سوف يتعرض لغرامات متعددة الأشكال،

أما سوق الأوراق المالية فهي بحاجة لتحديد طريقة البيع والشراء والتسجيل كما مر معنا في الفصول السابقة، وبشكل خاص لتحديد آليات البيع والشراء والتسجيل والمراقبة ودفع قيمة كل صفقة نقداً أو بالشيكات، بالقروض أم تمويل ذاتي، والإعلان عن الأسعار وحجم كل صفقة مسموح بشرائها، بحيث لا يستطيع زبون أو مضارب التأثير على حركة السوق والأسعار والمعلومات، لأن أي معلومة غير مؤكدة وكاذبة تؤثر على الأسعار وعلى الزبائن وتخلق في السوق فوضى قد تؤثر على الأسعار الأخرى، لذلك اهتمت الأسواق المالية وإداراتها بالتنظيم والتدقيق خوفاً من الوقوع في الأزمات التي تؤثر على وضع السوق ومستقبلها وعلى الاقتصاد الوطني، فقد أدت أزمة دول جنوب شرق آسيا عام ١٩٩٧ لانهيار البورصات وحدث الركود ليس في تلك الاقتصاديات بل في جميع دول العالم حيث انخفضت جميع الأسعار بما فيها السلع والخدمات ووصل سعر برميل النفط في عام ١٩٩٩ إلى /٩/دولار للبرميل تقريباً وتراجعت جميع مؤشرات الأسهم كما مر معنا سابقاً، فالأزمة قد لا تطال اقتصاد معين، بل يمتد أثرها إذا كانت الدولة قوية ومؤثرة إلى جميع اقتصاديات العالم.

وفي هذا الإطار لابد من طرح الأسئلة التالية:

ما هي الأسس اللازمة لضبط التعامل وكيف تحدث الانحرافات والتلاعب وما هي الأشكال اللازمة لمنع مثل هذه الانحرافات؟

وهل تستطيع الدولة عبر تشريعاتها وقوانينها إيقاف الانحرافات أم أن الانحرافات سوف تحدث بشكل تلقائي؟

إن هذه الأسئلة سوف نتناولها بشكل مفصل في هذا البحث.

أولاً: البيع والشراء والانحرافات:

إن استقرار التعامل في سوق المال يرجع إلى عمليات البيع والشراء النظامية فكلما انحرفت الإجراءات وانخفض حجم المراقبة كلما قام المتعاملون بتطوير الانحرافات بهدف زيادة حجم الأرباح، فالمضارب في أسواق المال يسعى للربح السريع بغض النظر

عن الأخلاق ونسب الربح والعاطفة وقوانين الحلال والحـــرام أو الأعـــراف الدينيـــة والشعبية، لذلك تسعى جميع الدول لوضع تشريعات قانونية تمنع أي شكل من أشكال الانحرافات.

إن الانحرافات التي قد تظهر في أسواق المال تأخذ الأشكال التالية:

١- البيع الصوري أو المظهري: Wash Sale

هو خلق تعامل مظهري نشط على سهم ما في الوقت الذي قد لا يوجد فيه تعامـــل فعلي يذكر على هذه الورقة، وذلك من خلال قيام شخص ما أو مستثمر ما ببيع ورقة مالية لابنه أو أحد أقاربه لعدة مرات بحيث يؤدي ذلك لوجود حركة تعامل على هذه الورقة المالية الراكدة مما يؤدي لارتفاع الأسعار.[١]

ويأخذ البيع الصوري عدة أشكال أهمها:

آ- رغبة المستثمر بشراء أسهم شركة ما بأقل من السعر الجاري: حيث يقوم المستثمر بشراء مجموعة أسهم وبيعها صورياً لأحد أقاربه أو أحد بيوت السمسرة بحجة التخلص منها نظراً لورود معلومات مؤكدة عن تراجع أوضاع هذه الشركة ومن خلال البيـــع لعدة مرات لهذه المجموعة من الأسهم وبأسعار أقل من السعر الجاري يصـــاب بعـــض المتعاملين حسني النية بالذعر ويسارعون للتخلص من الأسهم التي يمتلكونها بأسعار أقل، الأمر الذي يدفع هذا المضارب للشراء بكميات كبيرة وبأسعار متدنية.

ب- رغبة المستثمر ببيع أوراق مالية يمتلكها بأسعار أعلى من قيمتها الفعلية، حيـــث يقوم المستثمر بإجراء بيع صوري لجزء من الأسهم بسعر أعلى من السعر الفعلي لأحد أقاربه أو زملائه أو أحد بيوت السمسرة ويظهر للآخرين بأن الورقة ترتفع الأمر الذي

---

[١] منير هندي :الأوراق المالية وأسواق المال ، مرجع سابق ص ١٧٨

يدفعهم للشراء بأسعار مرتفعة فيتدخل هذا المستثمر ويبيع كل ما يملكه بالسعر المرتفع فيحقق أرباحاً غير نظامية.

ج- بيع الأوراق المالية بسعر أقل من سعرها الحقيقي بهدف التخلص من الضريبة ويكون ذلك عندما يقوم شخص أو مستثمر ما بشراء أوراق مالية بسعر مرتفع ويبيعها بسعر أقل فيسجل خسارة دفترية تخصم من إيراداته من أجل التهرب من دفع الضريبة.

إن هذه الأشكال من البيع والشراء المظهري تساهم في رفع أو تخفيض الأسعار وتحقيق أرباح غير نظامية لبعض المستثمرين مما يؤثر على حركة البورصة.

٢- الشراء بغرض الاحتكار: Corner The Market

ويقصد به قيام مستثمر ما بشراء جميع الكميات المعروضة من ورقة مالية ما، وذلك بغرض تحقيق نوع من الاحتكار، يساعده في المستقبل على بيع هذه الورقة بالسعر الذي يفرضه، وغالباً ما يتوجه هذا المستثمر للاحتكار في الأوراق المالية التي يبيعها أصحابها على المكشوف، لأنه يحتكر تداولها فترتفع أسعارها ويحقق ربحاً مضموناً.

وللحد من هذه الظاهرة صدرت تعليمات تلزم المستثمر برفع تقرير يومي عن حجم مشترياته من أسهم شركة ما بحيث لا يتجاوز ٥% من مجموع أسهم هذه الشركة، لأنه كلما ازدادت ممتلكات المستثمر من سهم معين كلما فرض السعر الذي يرغب به.

٣- استغلال ثقة العملاء:

ويقصد باستغلال ثقة العملاء قيام السمسار بإعطاء معلومات مضللة للعميل حول ارتفاع أو انخفاض أسهم شركة ما وبهدف اغتنام الفرصة يطلب منه السماح له بالبيع أو الشراء وحيث أن السمسار له علاقة مع الآخرين من المتلاعبين فإن هذا التفويض يساعد على الشراء المظهري أو البيع المظهري بقصد تحقيق أرباح غير نظامية، أي يمكن استخدام العميل كوسيط لرفع السعر الذي يرغب به السمسار فيقوم السمسار مع مجموعة ببيع ما يمتلكونه من أسهم بالسعر المرتفع ويحققون أرباحاً غير نظامية.

إن الحياة العملية وسرعة إصدار القرارات وسرعة إنجاز البيع والشراء تجبر في كثير من الأحيان العميل لإعطاء تفويض بالبيع والشراء للسمسار دون الرجوع إليه أو حتى طلب الأذن وإذا ما كانت الظروف تسمح بالتلاعب فإن السماسرة يقومون ببعض العمليات غير النظامية مما يحقق لهم ولمن يتعامل معهم الأرباح الكبيرة.

٤- اتفاقيات التلاعب: Pools

هي نوع من أنواع التلاعب حيث يقوم شخصان أو أكثر بالاتفاق مع بعض السماسرة وأحد العاملين في الشركة على ترويج معلومات وقيام الآخرين بالشراء أو البيع حسب الحالة بحيث يؤدي الأمر لجني الأرباح المرتفعة دون وجه حق عن طريق التدليس والغش وغيرها.

يوجد نوعان من اتفاقيات التلاعب هما:

أ- اتفاقية المتاجرة: Trading Pool

ويقصد باتفاقية المتاجرة قيام أعضاء التنظيم من السماسرة والمستثمرين وأحد العاملين في إدارة شركة ما بامتلاك أكبر قدر من الأسهم التي تصدرها هذه المنشأة بأسعار متدنية وذلك من خلال ترويج إشاعات وأفكار سيئة عن هذه الشركة ، كما ويمكن للسماسرة استغلال حسن النية لدى المتعاملين بدفعهم للتخلص من أسهم هذه الشركة بحجة احتمال انخفاض أسعارها ، حيث نجد بعد فترة انخفاض أسعار أسهم هذه الشركة إلى أدنى مستوى لها حيث يقوم هؤلاء بشراء معظم الأسهم المطروحة للبيع بالسعر الأدنى بهدوء.

بعد إتمام عمليات الشراء تبدأ العملية المعاكسة حيث ينشر موظف الشركة معلومات تفيد بتحسن الأوضاع واحتمال زيادة الأرباح ويقدم التنظيم رشوة لموظف الإعلام فينشر خبراً عن التوسع أو زيادة الأرباح في الشركة كما ويسارع لحث عملائهم على الشراء كون الشركة قد تحسنت وزالت الشكوك حولها فتبدأ الأسعار بالارتفاع ، وبنفس عملية الشراء يقوم هؤلاء بهدوء ببيع أسهمهم بسعر مرتفع حيث تستطيع (

مجموعة أعضاء التنظيم) جني الأرباح الطائلة على حساب المستثمرين حسني النية ، وإذا كانت عمليات البيع والشراء على المكشوف فإن الأرباح سوف تتضاعف دون أن يوظف هؤلاء أموالهم في هذا الاستثمار.

مثال عملي:

اتفق السماسرة: عزت – مهند – أبو العز مع المستثمرين أبو دارم وعز الدين وأضيف إلى التنظيم حسان الأحمد عضو مجلس الإدارة في شركة فيحاء الشام للسكن والاصطياف المساهمة وذلك لإجراء عمليات متاجرة بالتلاعب حيث وظف هؤلاء حوالي ٢٥ مليون ليرة لهذه العملية.

بلغ سعر سهم شركة فيحاء الشام في ٢٠٠٥/٥/١ في بورصة دمشق حوالي ١٧٥٠ ليرة للسهم.

وقد قام أعضاء التنظيم بالإشاعات التالية:

أ- أقنع السماسرة عزت – مهند العملاء بالتخلي عن أسهم هذه الشركة لوجود معلومات غير جيدة عن الشركة، فقام المستثمر يوسف ببيع ١٠٠٠٠ سهم بسعر ١٦٥٠ ليرة.

ب- قدم حسان عضو مجلس الإدارة معلومات غير دقيقة عن الشركة باحتمال تعرض استثمارها الجديد للخسارة وتسعى لتحسين الوضع مما دفع حسون لبيع ١٠٠٠٠ سهم بسعر ١٦٠٠ ليرة .

ج- قام كل من المستثمرين في التنظيم أبو دارم وأبو العز ببيع جزء من أسهمهم بسعر ١٥٠٠ ليرة.

وهكذا من خلال هذه الإجراءات دب الذعر في نفوس المتعاملين فانخفضت الأسعار إلى أدنى مستوى لها حيث وصلت في ٢٠٠٥/٧/١٥ إلى ١٢٥٠ ليرة للسهم الواحد.

ماذا فعل التنظيم:

شراء ٢٠٠٠٠ سهم بسعر السهم ١٢٥٠ ليرة

المشتريات ٢٠٠٠٠× ١٢٥٠ = ٢٥٠٠٠٠٠٠ ليرة

وبعد فترة شهر تقريباً في ٢٠٠٥/٨/١٥ قام التنظيم بإجراءات معاكسة تفيد بتحسن وضع الشركة عن طريق الإعلام والسماسرة والمستثمرين مما أدى لارتفاع الأسعار بسرعة لتصل إلى مستواها السابق.

المبيعات ٢٠٠٠٠× ١٧٥٠ = ٣٥٠٠٠٠٠٠ ليرة

الأرباح الصافية ٣٥٠٠٠٠٠٠ - ٢٥٠٠٠٠٠٠= ١٠٠٠٠٠٠٠ ليرة

العائد على التلاعب $\frac{١٠٠٠٠٠٠٠}{٢٥٠٠٠٠٠٠} = ٤٠\%$

العائد على الاستثمار في البورصة ٥%

مقدار الزيادة :٠.٤٠ — ٠.٠٥ = ٠.٣٥ نسبة التلاعب

لقد حقق التنظيم أرباحاً مقدارها ١٠ ملايين ليرة خلال شهرين تقريبا وكان ذلك على حساب خسارة المستثمرين النموذجيين الذين لا يعرفون ألاعيب البورصة وتعرجاتها.

ب- اتفاقية الاختيار: **Pool Option**

وتعني أن يتفق مجموعة مستثمرين مع بعض أعضاء مجلس الإدارة على إبرام اتفاق مع الشركة على شراء مجموعة أسهم كبيرة من أسهم الشركة مستقبلاً إذا رغب هذا التنظيم بذلك حسب السعر الجاري للسهم وقت إبرام الصفقة أي يحق للتنظيم تثبيت السعر لاحقاً بأسعار اليوم.

ومن خلال المعلومات المضللة ونشر الدعايات عن وضع الشركة وارتفاع أرباحها تبدأ الأسعار بالارتفاع فقد يتضاعف السعر من ١٢٠٠ ليرة مثلا إلى ٢٤٠٠ ليرة للسهم عندها يقوم أعضاء التنظيم بتثبيت حق الشراء ومن ثم بيع الأسهم بالسعر الجديد ٢٤٠٠ ليرة، فإذا فرضنا أن أعضاء التنظيم قد وقعوا اتفاقاً بشراء مليون سهم في ٢٠٠٥/٥/١ بسعر السهم ١٢٠٠ ليرة سورية وفي ٢٠٠٥/١١/١ ارتفعت الأسعار إلى

٢٤٠٠ ليرة للسهم يقوم أعضاء التنظيم بتثبيت البيع بسعر ١٢٠٠ وبيع الأسهم في السوق بمقدار ٢٤٠٠ ليرة للسهم.

الشراء ١٠٠٠٠٠٠سهم × ١٢٠٠ ليرة للسهم = ١٢٠٠٠٠٠٠٠٠ ليرة

البيع في السوق بالسعر الرائج ٢٤٠٠ ليرة

١٠٠٠٠٠٠×٢٤٠٠= ٢٤٠٠٠٠٠٠٠٠ ليرة

الأرباح: ٢٤٠٠٠٠٠٠٠٠- ١٢٠٠٠٠٠٠٠٠= ١٢٠٠٠٠٠٠٠٠ليرة

بعد فترة معينة تبدأ عمليات معاكسة عن وضع الشركة مما يدفع الأسعار للهبوط حيث تصل إلى وضعها الطبيعي ١٢٠٠ ليرة للسهم فيكون أعضاء التنظيم قد حققوا أرباحاً تصل إلى ١.٢ مليار ليرة على حساب المستثمرين النموذجيين وحسني النية.

بلغت الأرباح غير النظامية التي حصلت عليها إحدى المجموعات في سوق نيويورك في عام ١٩٢٩ الكساد الكبير عند إجراء الاختيار على شركة نفطية على شراء ١.١٣ مليون سهم بسعر ٣٠ دولار للسهم وعندما ارتفع السعر إلى ٤٠ دولار حققت مجموعة الاختيار أرباحاً وصلت إلى ١٢.٥ مليون دولار وهي أرباح غير نظامية مما دفع الحكومة الأمريكية إلى إعادة تنظيم البورصة لمنع حدوث الغش والتلاعب.

٥- الإفصاح المالي والمحاسبي:

لقد اهتمت لجنة المعايير المحاسبية الدولية بالمعايير المحاسبية الخاصة بالشركات الصناعية والتجارية ووضعت لها الأسس التي يتوجب على كل شركة تقديمها للهيئة العامة أو المالكين ليستطيع المالك أو الهيئة العامة الوقوف على حقيقة الوضع المالي في الشركة واتخاذ الحلول المناسبة في حال التعثر أو الخسارة في الوقت المناسب، فإذا قدم المحاسب والمحلل المالي المعلومات الخاطئة وغير الدقيقة أو تم عرضها بالصيغة التي لا تظهر الحقيقة فإن المالكين أو الهيئة العامة لا تستطيع التعرف على الوضع وتفاجأ بعد فترة معينة بإفلاس الشركة.

لذلك أكدت لجنة بازل منذ تأسيسها عام ١٩٧٠ على مايلي:

١- التأكد من أن القوائم المالية المنشورة تتطابق مع المعايير المحاسبية الدولية الصادرة.

٢- التأكد من أن مراجعي الحسابات يستخدمون هذه المعايير عند قيامهم في أعمال المراجعة.[١]

أما ما يخص المصارف والإفصاح المالي لها فقد صدر عام ١٩٨٧ بالدليل رقم ١٩ وموضوعه الافصاحات في القوائم المالية الخاصة بالبنوك.

فإذا كانت الشركة الصناعية مساهمة وتطرح أسهمها في سوق التداول أو كان المصرف شركة مساهمة ويطرح أسهمه في سوق المال، فهل يؤثر الإفصاح أو عدم الإفصاح والتضليل على حقيقة السعر السوقي سلباً أم إيجاباً؟

وهل يؤثر الإفصاح على ألاعيب الأسعار في البورصة؟

والبعض ربما يسأل: لماذا تعرضت شركة اينرون الأمريكية للإفلاس رغم تطبيق جميع المعايير المحاسبية الدولية عليها والتزامها بالإفصاح المالي وقواعد لجنة بازل أو القواعد الأمريكية الناظمة للإفصاح؟

لقد قدم المعيار المحاسبي الدولي رقم ٣٠ المعلومات الواجب الإفصاح عنها وحددها بشكل إجمالي وذكر بأنه يتم الإفصاح عن نوع واحد من القوائم المالية الموجهة لمستخدمي المعلومات من (المساهمين والمستثمرين) وهذه القوائم تنطبق على المصارف والموسسات المالية المشابهة وتشمل هذه القوائم:

١- الميزانية.

٢- حسابات الأرباح والخسائر.

٣- الالتزامات الطارئة والأحداث اللاحقة لتاريخ الميزانية.

٤- استحقاق الأصول والخصوم.

٥- مخاطر تركيز الأصول والخصوم.

---

[١] عصام فهد العربيد: دراسات معاصرة في محاسبة البنوك التجارية والبورصات ،.دار الرضا للنشر والتوزيع دمشق ٢٠٠١ ص ٢٣٠

٦- تقدير الخسائر على القروض والسلفيات الممنوحة (في المصارف).

إن هذا المعيار لم يقدم معلومات تفصيلية.

أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد حددت القوائم المالية الأساسية التي تتضمن المعلومات المطلوب الإفصاح عنها بما يلي:

١- القوائم الموجهة للسلطات الحكومية وهي:

١- التقارير الربعية.

٢- التقارير عند الطلب.

٣- القوائم المالية السنوية.

أما النوع الثاني من القوائم الموجهة لمستخدمي المعلومات (مساهمين - مستثمرين) فهي:

١- قائمة المركز المالي.

٢- قائمة الدخل.

٣- قائمة التدفقات النقدية.

٤- قائمة التعهدات المحتملة والالتزامات الطارئة.

٥- قائمة تقييم الأدوات المالية بالقيمة الحقيقية.

فالسؤال المطروح كيف يحصل عدم الإفصاح؟

إن تلاعب المحللين أو المحاسبين في بعض الشركات يتركز على مايلي:

١- تحميل بعض العقود المنفذة حالياً على سنة سابقة مما يودي لإظهار أرباح أكبر مما هي عليه.

٢- إجراء عمليات المقاصة بين الأصول والخصوم.

٣- عدم إظهار الأرصدة الفرعية لفروع الشركة أو فروع المصرف مما يودي لإمكانية التلاعب.

٤- إعادة تقييم الأصول (الموجودات والآلات) واعتبارها أرباحاً.

٥- الاستفادة من صفقات مشبوهة وتسجيلها باسم آخر مستعار لكي لا تظهر حقيقة هذه الصفقة وحجم أرباحها وغير ذلك.

إن عدم إظهار الوضع المالي على حقيقته يؤدي إما لارتفاع الأسعار في البورصة أو لتخفيض الأسعار، لذلك إذا اشترى المستثمر الأسهم وتبين بعد فترة أن المعلومات كانت غير صحيحة فإما أن يهبط سعر السهم و تقوم إدارة الشركة بالإعلان عن أخطائها وبالتالي تخفيض الأسعار بشكل إداري وأما الحالة النادرة وهي أخطاء ايجابية تودي لرفع قيمة الأسهم.

لقد أكد المعهد الأمريكي للمحاسبين القانونيين **AICPA** دعمه للقوائم المالية متعددة الأغراض، وتم الاتفاق على نموذج عام للعرض والإفصاح يلبي احتياجات جميع الفئات المستخدمة ، لأن هذه المعلومات تؤثر بشكل مباشر على الأسعار في سوق المال.[1]

٦- تأخر انجاز المعلومات المحاسبية:

تشكل القوائم المالية وخاصة الأرباح في الشركة المؤشر الأساسي لتحديد أسعار الأسهم في البورصة ، وبالتالي يقوم المستثمر أو المضارب بشراء الأسهم التي ترتفع توزيعات الأرباح لها بينما يؤدي انخفاض الأرباح إلى انخفاض أسعار الأسهم.

فالسؤال المطروح: كيف يستغل المتعاملون أو بعض المستثمرين المعلومات المحاسبية ليحققوا أرباحا غير عادية على حساب باقي المستثمرين من ذوي النية الحسنة؟

إن التطور المحاسبي وخاصة تقانة المحاسبة وأجهزة الكمبيوتر وأنظمة المعلومات والربط بين الإدارة العامة للشركة وفروعها قد أدى لسرعة إظهار النتائج النهائية لكل شركة وتقديمها لسوق المال تعبيراً عن نشاط الشركة وحسن التزامها بتعليمات السوق وقواعده ، لكن بعض المستثمرين يقوم بالاتفاق مع المدير المالي أو مدير الحسابات في

---

[1] عبد الستار الظاهر، دور المعلومات المحاسبية في توجيه الاستثمارات المالية، رسالة ماجستير، مرجع سابق ص ٨٩

الشركة على تأخير إصدار النتائج النهائية للسنة الماضية من خلال افتعال العقبات التالية:

١- وجود خطأ في بعض العقود الهامة واستشارة القانونيين حول طبيعة المشكلة وإيجاد الحلول العلمية لها.

٢- وجود خطأ في بعض المرفقات أو التوريدات يستدعي التفاوض وحل النزاع سلمياً أو من خلال القضاء.

٣- افتعال أزمة معينة في شبكة المعلومات أو ضرب ديسك معين بحيث يستدعي إصلاحه واسترجاع المعلومات عدة أيام.

٤- التنسيق بين مدير فرع للشركة والمدير المحاسبي على تأخير المعلومات أو غير ذلك.

إن هذه الأسباب تكون وجيهة من الناحية القانونية ولكن ما هي آثارها على المستثمرين وعلى من سيقوم باستثمارها؟

إن معرفة متوسط الربح السنوي للشركة يدفع بمجموعة متلاعبين للاتفاق وتأخير المعلومات مما يؤدي لخلق حالة تشويش عن الوضع المالي وسرعة تخلي البعض عن الأسهم بأسعار أقل.

مثال:

اتفقت بمجموعة متلاعبين من سماسرة – مستثمرين مع المدير المالي ومدير الحسابات ومدير أحد فروع الشركة الهامة على تأخير إصدار النتائج النهائية لشركة الفرات للاسمنت مدة (١٥-٣٠يوما) علما وأن الشركة كانت تصدر نتائجها خلال /١٥/ يوماً على نهاية السنة السابقة وعلمت المجموعة أن أرباح الشركة لهذا العام تجاوزت أرباح العام الماضي بمعدل ٢٥% وأن ربح السهم سوف يصل إلى ٣٥٠ ليرة وأن سعر السهم السوقي هو ١٨٥٠ليرة.

فإذا علمنا أن عدد الأسهم هو ٢.٥ مليون سهم وأن الأرباح هي ٨٧٥ مليون ليرة ما هو السعر المتوقع في السوق؟

الحل:

إن تأخير الشركة في إصدار المعلومات المحاسبية (الأرباح) سوف يترك المجال للدعايات والمعلومات المشوشة وسوف يدفع مجموعة المتلاعبين لنشر أخبار كاذبة عن احتمال خسارة وما يؤكد الموقف التأخير، لذلك يضطر المستثمر الصغير أو حسن النية من المضاربين الكبار إلى التخلي عن السهم عند سعر ١٧٥٠ ليرة خوفا من الهبوط المحتمل والذي يكون أكبر من ذلك.

فإذا توقعنا بيع ١٥٠٠٠٠ سهم بسعر ١٧٥٠ ليرة وان المجموعة تملك ٤٥٠ ألف سهم فما هي الأرباح غير العادية لهذه المجموعة.

شراء الأسهم ١٥٠٠٠٠ × ١٧٥٠ = ٢٦٢٥٠٠٠٠٠ ليرة

الأسعار السائدة قبل تأخر المعلومات

١٥٠٠٠٠ × ١٨٥٠ = ٢٧٧٥٠٠٠٠٠ ليرة

الأرباح ٢٧٧٥٠٠٠٠٠ - ٢٦٢٥٠٠٠٠٠ = ١٥٠٠٠٠٠٠ ليرة

فإذا ظهرت المعلومات وأن ربح السهم هو ٣٥٠ ليرة أي بزيادة ٢٥% فإن ذلك سيؤدي لارتفاع سعر السهم ٢٠٠ ليرة فوراً وبالتالي فإن حجم التلاعب سيؤدي لربح قدره :

١٥٠٠٠٠ × ٢٠٠ ليرة = ٣٠٠٠٠٠٠٠ ليرة

أرباح أسهم المتلاعبين

٤٥٠٠٠٠ × ١٠٠ = ٤٥٠٠٠٠٠٠ ليرة

إجمالي أرباح المتلاعبين ٣٠٠٠٠٠٠٠ × ٤٥٠٠٠٠٠٠ = ٧٥ مليون ليرة

توزع بين المجموعة حسب الاتفاق.

إن هذا التلاعب لا يظهر للآخرين لكنه أظهر نتائج غير ايجابية لبعض المتعاملين حسني النية الذين تخلوا عن أسهمهم بخسارة ١٠٠ ليرة خوفاً من وجود خسارة بدل الربح في الشركة بينما حقق المتلاعبون أرباحا بمقدار ٧٥ مليون ليرة.

لذلك تسعى القواعد والتعليمات لضبط جميع أنواع التلاعب والمحاسبة بحيث توفر جو المنافسة الكاملة وإتاحة المعلومات للجميع دون الامتياز.

ثالثاً- التشريعات والقيود:

إن محاولة بعض المتعاملين إبرام صفقات غير نظامية أدت وتؤدي لتشويه سمعة السوق المالية وتعريضها للأزمات ، لذلك سعت أكثر الحكومات لوضع القيود والتشريعات التي تمنع الانحرافات والتي تعتبر بمثابة الإجراءات الوقائية، كما وحددت قوانين إحداث الأسواق المالية العقوبات التي تفرض بحق المخالفين ولكل حالة بغض النظر عن المتعاملين أو تجمعاتهم بهدف الاغراف ، كما وظهرت تشريعات تعاقب، بل وتمنع الموظفين في الشركات من التعامل مع السوق أو تسريب معلومات من شأنها أن تؤثر على التعامل وللتعرف على هذه الإجراءات لابد من تصنيفها في عدة مجموعات وشرحها بشكل مفصل وهي:

١- قانون السوق :

تصدر كل دولة ترغب بإقامة سوق الأوراق المالية (قانوناً) ينظم السوق وطبيعة عملها والإجراءات القانونية للتعامل والمعلومات الواجب توفرها لإدراج الشركات والمعلومات اللازم تقديمها عن كل شركة لإدارة السوق، والانحرافات والعقوبات للشركات والسماسرة والمتعاملين وذلك بهدف تهيئة الظروف المناسبة لإحلال جو المنافسة الكاملة وتحقيق العدالة في التعامل.

وعلى سبيل المثال حدد القانون المالي في بورصة نيويورك والذي سمي قانون الحقيقة للأوراق المالية الذي صدر في عام ١٩٣٣ على أثر الكساد الكبير الذي حل عام ١٩٢٩ الإجراءات التي تلتزم بها الشركات تجاه إدارة سوق المال وأهمها :

١- نوع النشاط أو الأنشطة التي تمارسها المنشأة وهيكلها التنظيمي والنظام المالي الذي تعمل به بشكل مفصل.[١]

٢- أسماء أعضاء مجلس الإدارة والمدراء المركزيين وعناوينهم وأجورهم الشهرية.

٣- المكافآت الشهرية والسنوية التي تمنحها المنشأة للموظفين أو نظام المشاركة في الأرباح إذا كانت الشركة تستخدمه.

٤- الميزانيات وقوائم الدخل التي تصدرها الشركة وخلال السنوات السابقة.

٥- نسخة عن عقد تأسيس الشركة ولوائحها.

٦- الأوراق المالية التي سبق إصدارها والمزايا التي يتمتع بها حملة الأسهم.

٧- هدف الإصدار والأسعار المحددة للبيع للجمهور والسعر المحدد للبيع لبعض الصفقات الخاصة بالملاكين الحاليين للمنشأة في حال تحولها من شركة تضامن إلى شركة مساهمة.

٨- أي معلومات أخرى.

أما سوق عمان المالي الذي تأسس عام ١٩٧٦ فقد حدد أهداف السوق بما يلي:

أ- تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني.

ب- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته وبما يضمن مصلحة البلاد في تحقيق الاستقرار وحماية مصالح صغار المدخرين.[٢]

---

[١] منير هندي : الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ص ١٨٣

[٢] المؤسسة العربية لضمان الاستثمار: أسواق الأوراق المالية العربية ، الكويت ١٩٨٥ ،ص ١٨٣

ج- جمع الإحصائيات والمعلومات اللازمة عن الشركات وحالة السوق بحيث تستطيع السوق تحقيق الاستقرار وضمان معدلات نمو نظامية.

إن هذه الأهداف ركزت بشكل كبير على تشجيع التعامل ومنع الغش والتلاعب ولذلك وضح القانون في بعض مواده التزامات الشركات المساهمة في تقديم المعلومات والإحصاءات ونشر القوائم المالية وغيرها وفق النموذج التالي:

أ- كافة المعلومات والإيضاحات التي تعتبر هامة للمستثمرين والتي تمكنهم من اتخاذ قرار معلل للإقدام على الاستثمار أو الإحجام عنه في هذه السوق ولهذه الشركة أو تلك بحيث يكون المستثمر أمام المعلومات اللازمة التي تساعده على الاختيار.

ب- عدم حذف أي معلومات عمداً أو بدون قصد بحيث تؤثر على الوضع الحقيقي وإظهاره بالشكل الفعلي.

ج- عدم الاكتفاء بإعلام الجمهور دون المعلومات والنشرات المكتوبة عن وضع الشركة فالإعلام يتضمن جانباً والإحصاءات والنشرات والمعلومات لها جانب آخر في التأثير على حجم التعامل.

د- إعلام سوق الأوراق المالية بالمعلومات التي تؤثر على رسملة الاحتياطيات الاختيارية والأرباح المدورة حال توفرها.

كما وحدد قانون السوق ضرورة تقديم نشرة مفصلة عن رئيس وأعضاء مجلس الإدارة في الشركات المساهمة العامة المدرجة أو مديرها العام عن ملكيتهم للأوراق المالية في الشركة وتقديم بيانات عن كل معلومة جديدة تطرأ على هذه الملكية في حالات البيع أو الشراء.

أما سوق القاهرة المالي: فهو سوق قديم في مصر لكنه جدد في فترة الانفتاح الاقتصادي بعد عام ١٩٧٤وقد صدر القانون رقم ١٢١ لعام ١٩٨١ الناظم لعمل السوق لكن هيئة السوق كانت قد تأسست عام ١٩٧٩ وباشرت نشاطها في عام

١٩٨٠ وهي الجهة التي تشرف على السوق وتنظيمها وتنميتها ومراقبتها وتسعى الهيئة العامة لسوق المال لتحقيق الأهداف التالية:[١]

١- خلق وتنمية وتدعيم المناخ الملائم للادخار والاستثمار.

٢- تشجيع وتنمية سوق الإصدار وسوق التعامل في الأوراق المالية المصدرة.

٣- تأهيل الوسطاء والسماسرة.

٤- الإشراف على توفير المعلومات والبيانات الكافية عن الأوراق المالية للشركات المساهمة والجهات المصدرة ووسطاء السوق.

٥- مراقبة سوق الأوراق المالية للتأكد من أن التعامل بهذه الأوراق غير مشوب بالغش أو النصب أو الاحتيال أو الاستغلال أو المضاربات الوهمية.

٦- العمل على إيجاد ميثاق شرف يتضمن الرقابة والضبط الذاتي وأخلاقيات المهنة يلتزم به جميع العاملين بسوق المال.

إضافة إلى ذلك فقد حدد القانون إجراءات تأسيس كل شركة وشروط إدراجها في سوق المال والمعلومات اللازم تقديمها لإدارة السوق بشكل دقيق بحيث يكون المستثمر أو المضارب في وضع يسمح له في الاختيار والمقارنة بين الشركات، وقد أوجد سوق المال المصري مجلساً للتأديب مؤلفاً من رئيس لجنة البورصة أو نائبه وعضوية اثنين من الأعضاء أحدهم من الأعضاء المنضمين والآخر عن السماسرة لمعاقبة كل من يخالف تعليمات البورصة.

أما في سورية: فقد صدر القانون ٢٢ تاريخ ٢٠٠٥/٦/١٣ وسمي قانون هيئة الأوراق المالية حيث حدد هذا القانون أهداف السوق المالي بمايلي:

١- تشجيع النشاط الادخاري والاستثماري بما يخدم مصلحة الاقتصاد الوطني.

---

[١] المؤسسة العربية لضمان الاستثمار : أسواق الأوراق المالية العربية ، مرجع سابق ص ٣١٤

٢- حماية المواطنين والمستثمرين في الأوراق المالية من الممارسات غير العادلة وعمليات الغش والتلاعب.

٣- تنظيم وتطوير الأسواق المالية والأنشطة والفعاليات الملحقة بها وذلك بهدف تحقيق الاستقرار والحد من المخاطر المحتملة.

وتقوم هيئة الأوراق المالية بما يلي:

آ- تنظيم ومراقبة الإفصاح الكامل عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية.

ب- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها.

ج- تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات السوق بهدف منع حدوث الانحرافات.

٢- تعاملات المديرين والمالكين:

لقد حددت الأنظمة والقوانين في الأسواق المالية حركة المالكين من أعضاء مجلس الإدارة والمديرين والعاملين في المضاربة بحيث إذا حصل أحد العاملين في الشركة أو مجلس إدارتها على معلومات وقام بالبيع والشراء أو قام بالبيع على المكشوف وغيرها من الأنظمة الأخرى فإنّ القانون يجيز لإدارة البورصة التحقيق معه لمعرفة أسباب الانحراف والأرباح التي حققها بغير وجه حق نتيجة لوضعه في الشركة.

لقد أجاز قانون الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية للجنة الأوراق المالية والبورصة الحصول على معلومات بشكل مستمر عن ملكية وحركة التعامل لكل من له علاقة بشركة ما (ملكية – إدارة – عمل – موظف) أي يقدم تقريراً عن حركة أعماله وقد قامت لجنة بورصة نيويورك بنشر هذه المعلومات في جريدة وول ستريت وذلك بهدف منع عمليات الغش الداخلي الناجمة عن تلاعب المديرين في التخلص من الأسهم أو شراء الأسهم لهذه الشركة التي يعملون بها نظراً لحصولهم على المعلومات قبل غيرهم، لذلك حددت بورصة وول ستريت عقوبة مقدارها الأرباح التي حصل عليها المديرون نتيجة قيامهم بالمضاربة على الأسهم التي حصلوا على معلومات مسبقة

عنها ، وقد أدخل تعديل جديد على هذه العقوبات عام ١٩٨٤ بحيث أصبحت تعادل ثلاثة أمثال ما حققه المستثمر من عائدات بسبب المعلومات التي حصل عليها.

ثم توسعت وول ستريت في قمع المديرين ومنعهم من التلاعب حيث شملت المحاصرة الأقارب والأصدقاء، فإذا تبين أن أحد المضاربين قد حقق أرباحاً إضافية وهو صديق لمدير إحدى الشركات يخضع للعقوبات أيضاً.

إن هذه الإجراءات في بورصة نيويورك قد أدت إلى ارتياح شعبي واستثماري نظراً لاهتمام إدارة البورصة في تحقيق العدالة بين المستثمرين.

أما بورصة عمان: فقد استخدمت الأسلوب نفسه وحددت على أعضاء مجلس الإدارة والمدراء في الشركة تقديم بيانات شهرية عن وضع ملكيتهم بحيث إذا ازدادت الملكية بشكل استثنائي يعود ذلك للانحرافات التي تمارسها وبالتالي يخضع للعقوبات المنصوص عنها في السوق.

وبشكل عام مازالت البورصات العربية تعاني من عدم قدرة إدارة السوق على ضبط عمليات الغش والتلاعب الناجمة عن حصول أعضاء مجلس الإدارة والمديرين على معلومات تساعدهم على إبرام صفقات استثنائية تدر لهم الأرباح المرتفعة دون غيرهم وذلك للأسباب التالية:

١-وجود عدد من السياسيين على رأس بعض الشركات والبنوك الأمر الذي يجعل من غير الممكن محاسبة هؤلاء حسب الأنظمة والقوانين.[1]

٢-بطء الإجراءات القضائية فقد يستغرق إصدار الحكم سنتين أو أكثر الأمر الذي يفقد هذه العقوبة أهميتها في حينها.

٣-ضعف مستوى الوعي وتزايد حالات القربى الأمر الذي يخفف من حجم الإعلام عن مثل هذه الحالات.

---

[1] منير هنيدي : مستقبل أسواق رأس المال العربية ، توزيع منشاة المصارف بالإسكندرية ١٩٩٥ ص ٦٥

٤- وجود زعامات تقليدية تسيطر على حركة السوق ويعمل لديها سماسرة وقد يمتد تأثير هذه الزعامات إلى إدارة البورصة ولجان التأديب مما يفقد البورصات القدرة على المعاقبة.

لذلك ومن خلال هذه الأسباب يلاحظ بطء إجراءات معاقبة المنحرفين في الأسواق العربية في حين قطعت البورصات في الدول المتقدمة شوطاً كبيراً في قمع المديرين في الحصول على المعلومات والمضاربة بشروط استثنائية لتحقيق الأرباح الاستثنائية.

٣- المضاربة والتمويل المصرفي:

تقوم جميع المصارف التجارية بتمويل أي مستثمر يشتري مسكناً أو شركة تجارية أو مصنعاً بنسبة من القيمة التقديرية تصل إلى ٧٥ % وتضع المصارف إشارة الرهن على الأشياء المشتراة (مسكن – متجر – مصنع) وتعتبر هذه الأشياء ضماناً للقرض ، لكنه لوحظ في الفترة الأخيرة إقدام البنوك على قبول الأوراق المالية كضمانة للقروض نظراً لسهولة تقديرها وسرعة بيعها في حال تعثر المدين.[١]

إلا أن تعرض بعض البورصات لمخاطر الأزمات وهبوط الأسعار قد دفع المصارف من جديد للاحتفاظ برهن عقاري أو عيني أو ضمانات شخصية بهدف تنويع الضمانات ، خاصة بعد أزمة جنوب شرق آسيا، وأزمة المصارف في الأرجنتين عام ٢٠٠١ أما المضاربة في الأسواق المالية فكانت مهنة محببة لدى المصارف ذات أرباح مضمونة ويضع المصرف إشارة الرهن على الأسهم والسندات المشتراة لصالحه فوراً ويجد سهولة في حساب القيمة وقيمة القرض والبيع في حال تعرض المضارب لأي أزمة مهما كان شكلها أو نوعها فتكون خسارة المصارف بنسبة محددة في حالات الأزمات الشخصية بعكس القروض بضمانات عينية التي قد تخسر ٢٥% أو أحيانا ٥٠% من القيمة، لذلك شجعت المصارف المضاربين في أسواق المال على الشراء والمضاربة مقابل

---

[١] سامي عفيفي – اقتصاديات النقود والبنوك ، النسر الذهبي للطبعة القاهرة ٢٠٠٤ ص ٢٤٠- ٢٤١

الحصول على قروض مصرفية ونظراً لارتفاع الأرباح في حالات الصعود فقد ازدادت توجهات المصارف في منح القروض للمضاربين في أسواق المال فقد زادت مصارف دول جنوب شرق آسيا القروض للمضاربين لتصل في عام ١٩٩٦ إلى ٧٥% من قيمة الأوراق المالية ووصلت القروض في اليابان إلى ١٠٠% من قيمة الأوراق المالية، أي يحصل المضارب على القرض بهدف المضاربة وبعد فترة سنة أو أكثر يبيع ما بحوزته من أوراق مالية يسدد القرض ويصبح من كبار المستثمرين إذا كان يجيد لغة البورصة والحظ حليفه.

مثال ١:

حصل مضارب على قرض مصرفي بقيمة ١٠ مليون ليرة سورية وقام بالاستثمار في الأوراق المالية حيث كان يملك ٢.٥ مليون فاشترى الأسهم التالية:

١. ١٠٠٠٠ سهم من أسهم المصرف الدولي بسعر ٥٠٠ ليرة للسهم.
٢. ٢٥٠٠ سهم من أسهم الشركة الأهلية للصناعة بسعر ٦٥٠ للسهم.
٣. ٣٠٠٠ سهم من أسهم شركة سيريتل للاتصالات بسعر ١٦٠٠ ليرة للسهم.
٤. ٢٠٠٠ سهم من أسهم شركة غدق للمواد الغذائية بسعر ١٦٠٠ ليرة للسهم.

فإذا علمت أن البورصة قد تعرضت لأزمة وأن انخفاض الأسعار قد بلغ ٢٥% فما هي خسارة هذا المستثمر؟

نحسب قيمة الأسهم :

المصرف الدولي ١٠٠٠٠ × ٥٠٠ = ٥٠٠٠٠٠٠ ليرة

الأهلية ٢٥٠٠ × ٦٥٠ = ١٦٢٥٠٠٠ ليرة

النماء للصناعة ٣٠٠٠ × ٧٥٠ = ٢٢٥٠٠٠٠ ليرة

سيريتل ٢٠٠٠ × ١٠٠٠ = ٢٠٠٠٠٠٠ ليرة

غدق ١٠٠٠ × ١٦٠٠ = ١٦٠٠٠٠٠٠ ليرة

مجموع قيمة المحفظة:

٥٠٠٠٠٠٠ + ١٦٢٥٠٠٠ + ٢٢٥٠٠٠٠ + ٢٠٠٠٠٠٠ + ١٦٠٠٠٠٠٠ =

١٢٥٠٠٠٠٠ ليرة.

التمويل الذاتي: $$20\% = \frac{2500000}{12500000}$$

التمويل بالقروض : $$80\% = \frac{100000000}{12500000}$$

إذا انخفضت الأسعار بمعدل ٢٥% نتيجة الأزمة ماذا سيحصل لهذا المستثمر؟

مقدار الخسارة ١٢٥٠٠٠٠٠ X ٢٥% = ٣١٢٥٠٠٠ ليرة

هل يحتفظ هذا المستثمر بالأسهم أم يبيع عند أي سعر استقر عليه البيع؟

الجواب: البيع فوراً للحد من الخسارة لأن الهبوط قد أدى لتآكل التمويل الذاتي كاملاً وعلى المستثمر أن يبيع ويسدد للمصرف.

مثال٢

حصل مضارب فرنسي على قرض قيمته ١٢.٥ مليون ين ياباني بهدف المضاربة على الين الياباني وكان سعر الصرف: دولار = ١٢٥ ين ياباني

وبعد فترة انخفض سعر الين ليصبح

دولار = ١٤٠ ين ياباني

فقام المضارب الفرنسي ببيع ما مقداره ٨٩٢٨٥ دولار وسدد قرضه بالين الياباني البالغ ١٢.٥ مليون ين وربح ١٠٧١٤ دولار[1]

فالسؤال المطروح : إذا قامت مجموعة أو عشرات المضاربين بهذا العمل

فما هي مصلحة اليابان وماهي مصلحة البورصة اليابانية ؟

بالطبع: أدى التحرر المالي وتحرير البورصات لتوجيه الشركات الإنتاجية للمضاربة بالأصول المالية بدلاً من الاهتمام بالإنتاج وبالتالي تحققت الأرباح الوهمية التي أدت مباشرة للهبوط الكبير الذي حدث في صيف ١٩٩٧

أما الولايات المتحدة فقد سمحت بنسبة هامش أمان يصل إلى ١٠% فقط من حجم القروض المصرفية وذلك في عام ١٩٢٩ على أثر الكساد الكبير وتبين بأن المستثمر لا يهتم كثيرا بالناحية الاقتصادية والاجتماعية والخوف من الأزمة ، بل يهتم بالأرباح الشخصية فيقدم على المضاربة حتى لو علم مسبقاً بحدوث الأزمة نظراً لأن التمويل من المصارف ، لذلك تراجعت توجهات الولايات المتحدة إلى ٤٠ % نسبة القروض لحجم الأصول المالية ثم تراجعت لتصل إلى النسب التالية:

١-الاقتراض بنسبة ٥% من القيمة الاسمية للأوراق المالية التي تصدرها الحكومة المركزية.

٢- الاقتراض بنسبة ١٥ % من القيمة الاسمية للأوراق المالية التي تصدرها الحكومات المحلية.

٣- الاقتراض بنسبة ٢٥% من القيمة السوقية لكل منهما أيهما أقل.

٤- السندات القابلة للتحويل سمح لها بنسبة ٢٥ %.

---

[1] رمزي زكي: المهنة الأسيوية ، مرجع سابق ص ٧٣

أما بالنسبة للأسهم فقد سمح المشرع بنسبة قروض لا تتجاوز ٢٥ % من القيمة السوقية وذلك بهدف الحد من حجم المضاربات لغير المليئين الذين يغامرون بالشراء أو بالبيع بهدف تسديد الفائدة والقرض معاً.

إن تمويل عمليات المضاربة من خلال المصارف هي عملية وهمية وتؤدي لخلق تشوهات في الاقتصاد الوطني والعالمي لذلك يقترح موريس آلية (الفائز بجائزة نوبل في الاقتصاد) بعدم منح القروض للمضاربين في أسواق المال لأن عمليات المضاربة هي لمن يمتلك فائضا أو مدخرات وأثبتت التجارب أن القروض تساعد على حدوث الأزمة لذلك يقترح مايلي:

١-يجب منع تمويل العمليات بخلق وسائل دفع من لاشيء بواسطة الجهاز المصرفي.

٢- زيادة هوامش البيع والشراء لأجل شريطة الدفع النقدي.

٣- إلغاء التسعير المستمر والاكتفاء بتسعيرة واحدة في اليوم.[١]

إن هذه الشروط واقعية نظراً لأن أهم الأسباب في إقامة سوق المال هي توظيف المدخرات ، فإذا تحولت المضاربة لقروض مصرفية هذا يعني انحراف البورصات عن أهم سبب لوجودها. وسيطرة الكبار على الصغار وتحقيق الأرباح الوهمية التي عادة ما تسبب الأزمة فيخسر الاقتصاد وصغار المدخرين وتحصل الأزمات الاقتصادية والاجتماعية.

٤- حماية المستثمرين:

يعتبر المستثمر أو المضارب المحرك الأساسي للسوق أو ما يسمى (ديناميو السوق) فكلما ازداد عدد المستثمرين كلما كان ذلك يعني زيادة الأموال المخصصة للمضاربة وبالتالي زيادة عدد صفقات البيع والشراء وتحريك السوق ، وبالمقابل إذا انخفض عدد المستثمرين انخفضت عمليات البيع والشراء وأصبحت السوق راكدة ، لذلك تحرص

---

[١] موريس آلية: الشروط النقدية لاقتصاد السوق ، ترجمة المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، منشورات البنك الإسلامي، جدة١٩٩٣ ص٣٦

جميع الحكومات على زيادة عدد المستثمرين وتشجيع زيادة الاستثمار إما عن طريق السماح لرأس المال الأجنبي بالدخول والمضاربة أو السماح للمصارف في تمويل المستثمرين ولتشجيع هؤلاء وحمايتهم فقد صدرت تشريعات عديدة تقدم لهم الحماية من مخاطر الافلاس.

لقد حدد قانون حماية المستثمر الذي صدر في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٧٠ الجهات المشرفة وآلية الحماية والمخاطر كما يلي:

١- الحماية من مخاطر الإفلاس التي يتعرض لها المستثمر وخاصة إفلاس بيوت السمسرة التي قد تغامر أو تخطيء في تقديم النصح والمشورة أو تقوم هي نفسها بإجراء التلاعب ضد المستثمر نفسه خاصة إذا كان حسن النية.

٢- أوكل القانون لمؤسسة حماية المستثمر وهي مؤسسة لا تهدف إلى الربح تأمين حسابات العملاء لدى بيوت السمسرة.

٣- ينتسب جميع السماسرة وبيوت السمسرة لهذه المؤسسة إضافة إلى جميع الأعضاء في البورصة ويدفع هؤلاء أقساطاً سنوية تصل إلى ٢٥% من مجمل الربح أو حسب حجم عمليات كل عضو.

٤- تستخدم الأقساط للتعويض عن الخسائر التي يتعرض لها كل مستثمر حال تعرضه للمخاطر.

لقد حددت الولايات المتحدة هذه المؤسسة لكي تقوم بالمراقبة ومنع حوادث الغش والتلاعب والتعويض عن الإضرار في حال حدوثها ويتكون مجلس إدارة المؤسسة من سبعة أشخاص هم:

١- خمسة أعضاء ممن يختارهم رئيس الجمهورية.

٢- عضو يختاره وزير الخزانة الأمريكية.

٣- عضو يختاره المصرف المركزي.

ويشترط أن يكون اثنان من هؤلاء من الأشخاص الذين لا يمارسون نشاطات متعلقة بالسوق أو نظام السمسرة ، إضافة إلى ذلك يقدم مجلس الإدارة تقريره السنوي عن نشاط المؤسسة ويمارس الرقابة على اللوائح والقواعد والأسس الناظمة لعمل السوق وبذلك يقدم الحماية ليس للمستثمر نفسه، بل لجميع أنشطة السوق وعمليات المضاربة والتطور.

تسمى مؤسسة حماية المستثمرين أو أي تنظيم يقدم الحماية للمستثمرين لتحقيق الأهداف التالية:

١- تشجيع الاستثمار والمضاربة وجذب أكبر عدد ممكن من المدخرين إلى السوق.

٢- زيادة حجم الرساميل الوطنية المتجهة إلى السوق.

٣- تشجيع الإنتاج والتوزيع والتبادل في الشركات المساهمة وذلك عن طريق توفير المدخرات اللازمة لهم.

٤- تحقيق الاستقرار والحد من عمليات الغش والتلاعب التي يتعرض لها المستثمر أو تتعرض لها السوق نفسها في نهاية المطاف.

إن هذا التنظيم وغيره من تنظيمات الحماية سوف يحد من عمليات التلاعب والتكتل لإفلاس مضارب معين أو إفلاس عدد من المضاربين ويحقق للسوق السمعة الجيدة والاستمرار والتطور في الاتجاهات الصحيحة.

٥- تنظيم مهنة السمسرة والوساطة:

يشكل السمسار حلقة هامة في سوق المال استناداً لموقعه في السوق ومعرفته بأنواع الأوراق المالية وآلية تحرك أسعارها فهو يسمى (العراف) لذلك يلجأ إليه المضاربون للاستفادة من خبراته وار شادته في الأوراق ذات الحركة والأوراق التي تدر دخلاً ثابتاً والأوراق الراكدة التي لم تتحرك أسعارها منذ فترة طويلة من الزمن.

فقد نظمت الولايات المتحدة هذه المهنة وعضوية البورصة وحددت السماسرة بخمسة أنواع هم "السماسرة الوكلاء – سماسرة الصالة – تجار الصالة المتخصصون – تجار الطلبيات الصغيرة".

وحددت لكل نوع مجالات عمله وشروط ممارسة هذا العمل.

أما سوق عمان المالي كسوق عربية ناشئة فقد حدد قانون السوق المادة ٤٠ منه شروط السمسرة كما يلي:

١- وسيط بالعمولة.

٢- وسيط يشتري ويبيع لصالح محفظته.

٣- وسيط مغطى لإصدارات الأوراق المالية الجديدة.

٤- وسيط بائع لإصدارات الأوراق الجديدة.

٥- وسيط مستشار مالي للاستثمار في الأوراق المالية.

وقد حظر القانون على أي شخص يقوم بالعمل بدون ترخيص مسبق من قبل لجنة إدارة السوق ، حيث تحدد الشركة صفة الوسيط ونوع العمل الذي يقوم به.

كما وحدد سوق القاهرة المالي مفهوم وسطاء البورصة كما يلي:

١- شركة وساطة مساهمة برأسمال مقداره (٦٧) مليون جنيه.

٢- شركات توصية بسيطة برأسمال مقداره (٦٠) مليون جنيه.

٣- سماسرة أفراد يرخص لهم العمل في السوق.[١]

وقد منع القانون المصري شركات الوساطة غير المصرية من مزاولة العمل في سوق القاهرة المالي وذلك بهدف تخفيض حجم التلاعب وسيطرة إدارة السوق على عمليات البيع والشراء ومعرفة توجهاتها.

---

[١] المؤسسة العربية لضمان الاستثمار: الأسواق العربية مرجع سابق ص ٢٣١-٢٣٢

هذا ويعمل في سوق عمان المالي حوالي ٢٨ شركة وساطة بينهم شـــركات مســـاهمة و١٧ شركة تعمل لحسابها الخاص و٣ شركات متنوعة.[١]

إن تنظيم مهنة السمسرة ووضع القيود والضوابط لها يحد بشكل واضح من الانحرافات والتقلبات في السوق ويمنع إلى حد ما عمليات الغش والتلاعب بأموال المستثمرين.

كذلك حددت بعض القوانين شروط مزاولة المهنة والعقوبات في حالات الانحـــراف، وذلك بهدف قيام السمسار بأصول مهنته بالتعريف بالأوراق المالية وتطور أســـعارها وتحديد الأوراق الراكدة والأوراق الرائجة وربح كل منها وحركة الأسعار من خلال المؤشر والنصائح الممكنة لكل مستثمر.

٦- تعاملات كبار المستثمرين:

إن سيطرة كبار المستثمرين على شركة ما قد يدفعهم لتوجيه هذه الشـــركة بالاتجـــاه الذي يحقق مصالحهم ، كما وأن قدرتهم على السيطرة على مجلس الإدارة تكون كبيرة نظراً لتملكهم أكبر عدد ممكن من الأصوات حسب حجم الملكية وبالتالي لا يستطيع المستثمر الصغير أو مجموعة صغار المستثمرين أن يؤثر على سير العمـــل في الشـــركة المساهمة أو التأثير على سعر السهم في السوق ، لذلك حدد القـــانون في الولايـــات المتحدة الأمريكية أصول التصويت والتصويت بالنيابة في الجمعية العمومية ، وعادة ما يلجأ السماسرة للحصول على تفويض من عملاءهم حملة الأسهم لحضور اجتمـــاع الجمعية العمومية وبالتالي إقصاء مجلس الإدارة الفاعل وتعيين مجلس إدارة جديد يحقـــق مصالح السماسرة والمتلاعبين.

وفي هذا الصدد فقد حددت لجنة الأوراق المالية متطلبات معينة في بيان التفويض الذي يوقع عليه حامل السهم وتتمثل هذه المتطلبات في:

---

[١] محمد غياث شيحة : الأسواق المالية – مرجع سابق ص ١٠٢

١- عند التصويت على الإصدارات الجديدة ينبغي الإيضاح فيما إذا كان الاقتراح قد نتج عن أعضاء مجلس الإدارة أو حملة الأسهم من غير المديرين.

٢- أن يخصص مكان في بيان التفويض يعبر فيه حامل السهم عن قبوله أو رفضه وذلك أمام كل مسألة مطلوب التصويت عليها.

٣- في حال التفويض لانتخاب أعضاء مجلس الإدارة ينبغي بيان قائمة بأسماء المرشحين وتوقيع حامل الأسهم على القائمة المرشحة خشية من تآمر بعض السماسرة على المجلس القائم وتعيين مجلس جديد ينفذ رغباتهم.

إن تقييد عملية التفويض في مجالات محددة تحد من سيطرة بعض كبار الملاكين على الشركة ويحد بالمقابل من تدخل السماسرة الذين يحصلون على تفويض لتمثيل عملاءهم في تحديد بعض الموضوعات الهامة في الشركة.

أما فيما يتعلق بالبيع والشراء لكبار المتعاملين: فقد جرت بعض الدراسات الميدانية الهامة قام بها كل من روبرت جارد وجاستينو في عام ١٩٩٠ تبين من خلالها قيام بعض كبار المستثمرين بإجراء صفقات معينة على بعض الأسهم بحدود كبيرة كأن يشتري من أسهم شركة ميلانو ٢٠ألف سهم دفعة واحدة الأمر إلي يثير الشكوك لدى بقية المستثمرين فيدفعهم للتوجه لشراء أسهم هذه الشركة وعندما يصل السعر إلى حده الاعظمي يبيع هذا المستثمر محققاً أرباحاً غير عادية ويخسر بالمقابل صغار المستثمرين.

إضافة إلى ذلك فقد قام أحد كبار المستثمرين بشراء كمية كبيرة من أسهم إحدى الشركات بهدف عزل مجلس الإدارة وتعيين مجلس جديد بدلاً عنه بحكم تملكه لنسبة كبيرة من أسهم الشركة وقد كشفت إدارة الشركة اللعبة وتقدمت لحماية نفسها وقامت بشراء تلك الأسهم محققة أرباحاً للمستثمرين وخسارة صغار المستثمرين بهدف إحباط اللعبة.[١]

---

[١] منير هندي : الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، مرجع سابق ص ٢٠٤ -٢٠٦

وللحد من هذه الممارسات غير المشروعة اقترح كل من جاستينو وحارد فرض العقوبات إذا تبين مايلي :

١-أن يتبين بعد تصفية الصفقة بأن المستثمر قد حقق أرباحاً غير عادية.

٢- أن تكون الأرباح ناجمة عن ضخامة الصفقة.

٣-أن يكون هدف الصفقة التأثير على إدارة الشركة.

٤- أن يكون هدف الصفقة افتعال أحداث غير عادية في الشركة مثل التأثير على خطة الشركة ومنتجاتها ومبيعاتها وإحداث فروع لها.

إن هذه الأهداف يجب أن تدفع إدارة البورصة لفرض عقوبات رادعة بحق هذا المستثمر والمتمثلة في بورصة نيويورك ثلاثة أمثال الربح الذي حققه المستثمر.

٧- الإفصاح المالي والمحاسبي:

يعتبر الإفصاح المالي وإشهار المعلومات المحاسبية حول طبيعة الأرباح وتوجهات الشركات المساهمة من الأمور الهامة في أي سوق مالي نظراً لأنه يساهم في جذب المتعاملين إلى السوق وتحقيق النمو والاستقرار.

وبالتالي يحقق الإفصاح الأهداف التالية:

١- تحديد الموقف المالي للمنشآت حيث يستطيع الملاكين معرفة وضع شركتهم والأرباح الحالية والمتوقعة .

٢- إعلام المصارف وشركات التأمين عن حقيقة الوضع المالي للشركة مما يساعدها في الحصول على القروض

٣- إعلام السلطات المالية بمقدار الأرباح لتقدير الضرائب.[1]

٤- جذب المستثمرين للمضاربة على أسهم هذه الشركة أو تلك ودفعهم لاختيار الشركات الرابحة.

---

[1] عبد الستار الظاهر : دور المعلومات المحاسبية، مرجع سابق ص ١٢

٥- إعلام العاملين في الشركة من مدراء وموظفين وعمال عن حقيقة الوضع المالي بحيث يدفعهم لبحث الحلول العلمية بهدف التخلص من الصعوبات التي تعاني منها الشركة في حال وجودها.

لقد حدد قانون السوق المالي في عمان بعض الواجبات للشركات المساهمة والمتعلقة بالإفصاح وطلب المعلومات اللازمة حول القوائم المالية ومجلس الإدارة والتوجهات وخطط الشركة وحجم مبيعاتها وفروعها وغير ذلك بهدف تقديمها للمستثمرين في السوق.

إضافة إلى ذلك فقد حدد قانون السوق مهام مدققي الحسابات والمعلومات الواجب تقديمها للسوق كما يلي :

١- مطابقة الميزانية وحساب الأرباح والخسائر المعروضين على الهيئة العامة للقوانين ولدفاتر الشركة وحالتها المالية

٢- موقف المديرين وتعاونهم مع مدقق الحسابات وتقديم كافة المعلومات وإجراء التدقيق اللازم.

٣- تحديد المخالفات وإعلام رئيس مجلس الإدارة عنها.

٤- إعلام الهيئة العامة للشركة عن المخالفات الخطيرة التي يرتكبها الموظف بحيث يؤدي للحد من الانحرافات.

وعلى مجلس الإدارة تقديم النشرات الدورية للسوق المالي وذلك بهدف وضع المستثمرين أمام الموقف الحقيقي للشركة.

لقد اهتم سوق عمان المالي بالإفصاح المالي وإشهار المعلومات بشكل كبير جداً وذلك لحرص إدارة السوق على تحقيق الاستقرار وتوفير مناخ تنافسي على شراء الأسهم والسندات بحيث يتجنب الاحتكار وتحقيق الأرباح الاستثنائية.

أما بورصة القاهرة فقد أكدت على توفير المعلومات الكافية والحقيقية دون إحداث تضليل أو تلاعب في حالة السوق لأن المعلومات تشكل الدعامة الحقيقية للاستثمار في الأوراق المالية فإذا لم تتوفر المعلومات يتجه الاستثمار نحو الاحتكار ويحصل التلاعب.[1]

فالإفصاح المالي الواجب توفره في السوق الأولية (الإصدار) هو:

١- دراسة الجدوى الاقتصادية حيث تقدم لهيئة الاستثمار وفق نموذج محدد وتقوم بهذه الدراسة شركات متخصصة في الدراسات.

٢- نشرات الاكتتاب تتضمن المعلومات الواجب توفرها عن الشركة مثل رأس المال وعدد الأسهم والموسسون وخطة الشركة وأهدافها ونظامها الداخلي وغير ذلك ..

وعلى الرغم من الجهود المبذولة في مصر لتطوير نظام المعلومات وتحقيق الشفافية والوضوح في نشر القوائم والأرباح فما زالت تصل تلك المعلومات إلى السوق بشكل إجمالي وتحتاج لمن يشرح ويحلل مما يجعلها غير معينة لأكثر المهتمين والمستثمرين.

لذلك يطالب العديد من المضاربين بإلزام الشركات المساهمة بتقديم المعلومات في الوقت المحدد وإعطاء المزيد من النشرات ، إضافة إلى ذلك يطالب المضاربون وخاصة صغار المدخرين إحداث مؤسسات متخصصة تساعدهم على تفسير وتحليل البيانات الواردة من الشركات بحيث يصبح أمامهم فسحة كبير من الاختيار بين عدة شركات.[2]

٨- التسعير وصناع السوق : Market Makers

تتحدد الأسعار في سوق الأوراق المالية استناداً للعرض والطلب وخطط الشركات والأرباح التي توزع لكل سهم كما مر معنا في الفصول السابقة ، أما صناع السوق فهم كبار المضاربين الذين يتعاملون في بيع وشراء سهم محدد ويحتفظون لديهم بمخزون منه لتلبية طلبات العملاء ، وعادة ما يكون صناع السوق (المتخصصون) الذين يتخصصون بالاتجار بورقة واحدة ويكون لديهم المخزون الكافي للبيع والشراء بفارق

---

[1] المؤسسة العربية لضمان الاستثمار : الأسواق العربية ٠٠٠٠ مرجع سابق ص ٣٣٠

[2] حسين عبد المطلب الاسرج : تحليل أداء البورصات العربية ، بنك الكويت الصناعي ، الكويت ٢٠٠٤ ص٦٦

بسيط ولا يحتكرون البيع ، بل لديهم عرض وفير للبيع مع فارق بسيط في السوق يرجع لسعر الفائدة وتكلفة الفرصة البديلة (أي السعر + التكاليف والعوائد المطلوبة للتعويض عن المخاطر).

فالسؤال المطروح: كيف يمكن ضبط هذه المهنة بحيث لا تتحول إلى الاحتكار واستغلال صغار المدخرين.

بالطبع يجب تقسيم صناع السوق إلى ثلاثة مجموعات :

١- صانع السوق الذي لا يسعى إلى الربح ويهدف من خلال استثماراته إلى التوازن القوي بين العرض والطلب وعدم حدوث طفرات في الأسعار.[١]

٢- صانع السوق المتخصص يسعى إلى تحقيق أرباح تتناسب مع مستوى المخاطرة التي يتحملها نتيجة دخوله كصانع للسوق ويجب أن يبتعد عن الاحتكار ويبيع بشكل دائم بالسعر السائد مع هامش الربح المسموح به.

٣- صانع السوق التاجر يسعى للحصول على الأرباح نتيجة استثماراته ولكن في السوق غير النظامية.

ولكي يحقق صانع السوق الأهداف المرجوة من مهنته عليه أن يبيع الكميات التي يطلبها صغار المدخرين مهما بلغت وبالمقابل المقدرة على شراء هذه الورقة بحيث تبقى الأسعار في السوق في حالة التوازن بعيدا عن الارتفاع غير المعقول.

إن صانع السوق يبقى على التصاق تام بالسوق ويحقق المطلوب منه في البيع أو الشراء ويبعد عن الأسعار شبح التقلبات.

لقد شهدت بورصة القاهرة منذ عام ١٩٩٤ عدة تقلبات بسبب عدم وجود صناع السوق القادرين على تحقيق الاستقرار وهذا حال أكثر البورصات العربية في عدم وجود صناع السوق وهذا الأمر يعود لسببين:

---

[١] حسين عبد المطلب الاسرج : مرجع سابق ص ٧١

١- عدم وجود ثقافة الاستثمار المالي والقناعة بأهمية الأرباح البسيطة التي تحقق الاستقرار وعادة ما تكون هامش نسبي بسيط.

٢- عدم وجود رساميل كبيرة للاستثمار في الأسواق المالية بحيث تساعد على تخصص مضارب معين على الاتجار بورقة معينة مقارنة مع الأسواق المالية في الدول المتقدمة.

أما فيما يخص التسعير:

فقد سمحت جميع البورصات العالمية بتحريك الأسعار كلما وردت معلومات تؤثر على السعر بعد أن كانت تحدد سابقا سعرا واحدا في اليوم ، وقد أدت سياسة التسعير المستمر لزيادة حدة المضاربة ورغبة المضاربين في رفع الأسعار حتى خلال اليوم الواحد وترجع هذه السياسات لرغبة رأس المال المالي المضارب في أسواق المال لزيادة حجم أرباحه وتعظيمها على حساب رأس المال الإنتاجي لذلك ترى أكثر الدراسات بأن رأس المال المضارب في سوق المال بلغ في عام ١٩٩٧ عام الأزمة في دول جنوب شرق آسيا ١.٢ تريلون دولار أي ما يعادل ١٢٠٠ مليار دولار[١] أما اليوم فقد تزايد ليصل إلى ١٥٠٠ مليار دولار أي ما يعادل ٥٠% من حجم الناتج العالمي البالغ ٣٢٠٠٠ مليار دولار وهي بنسبة مرتفعة تبشر بالأزمات المتكررة والتي يمكن أن تتكرر بأشكال مختلفة.

وفي هذا الإطار يرجع موريس آلية أزمة المال العالمية إلى مايلي:

١- تزايد حجم الاستدانة على الصعيد الوطني والعالمي مما يؤدي لزيادة وسائل الدفع الوطنية والعالمية إلى أكثر من حجم الناتج.

٢- تزايد المراهنة المسعورة في البورصات معززة بالتسعير المستمر.

٣-تزايد حركة الرساميل العالمية قصيرة الأجل وسعيها إلى الأرباح السريعة دون عناء وخلال فترة قصيرة.

---

[١] رمزي زكي : المهنة الأسيوية ، مرجع سابق ص١٧

وللتغلب على هذه المشاكل يقترح آلية:

١- إلغاء التمويل المصرفي للمضاربات في الأسواق المالية.

٢- إلغاء التسعير المستمر والاكتفاء بتسعير واحدة في اليوم.[١]

٣-إلغاء المراهنة على الأرقام القياسية والشراء الاتوماتيكي وغيرها مما يؤدي لهدوء الأسعار.

إن آلية يرى في الأسواق المالية وخاصة القروض والتسعير المستمر الفرصة لخلق وسائل دفع من لاشيء تساهم في إحداث الخلل في الأسواق ومن ثم إحداث الأزمات في الاقتصاد الوطني وانتقالها إلى الاقتصاد العالمي. لذلك يجب ضبط التسعير بحيث يخفض من حمى المضاربة.

---

[١] موريس الية : الشروط النقدية لاقتصاد السوق ، مرجع سابق ص ١٥ وص ٣٦


وقل رب زدني علما
جامعة دمشق
Damascus University

الفصل الحادي عشر

الأزمة في الأسواق المالية

تمهيد:

إن تطور وسائل الاتصال بين الشعوب والتحرر المالي والدعوة لتوحيد السوق العالمية وفتح أسواق المال الوطنية أمام حركة رأس المال العالمي المضارب قد جعل من عوامل النمو وحركة المتغيرات الاقتصادية الوطنية تتأثر لحد كبير بالأحداث الاقتصادية العالمية وبالتالي لا يمكن عزل أي أزمة محلية عن الأسباب العالمية كما لا يمكن الحد من آثارها في دولة أو إقليم معين.

تقوم العولمة الاقتصادية على الأركان الثلاثة:

١- صندوق النقد الدولي ودوره في دعم أنظمة المدفوعات الدولية وتحرير سعر الصرف ودعم سياسات التحرر الاقتصادي.

٢- البنك الدولي ودوره في تقديم القروض والمساعدات لتنفيذ سياسة الانفتاح الاقتصادي والتحرر المالي وإعادة الهيكلة في اقتصاديات الدول النامية أو الدول التي كانت تنتهج سياسات التدخل.

٣- منظمة التجارة العالمية ودعمها لزيادة حجم الصادرات والواردات وإزالة العقبات من أمام حركة التجارة العالمية وخاصة حركة رأس المال المالي (المضارب) وتوحيد تشريعات البورصات.

إن هذه الأركان تسعى لتقارب مستويات الأسعار العالمية وزيادة حجم التحرر المالي وإعادة تنظيم البورصات بما يسمح بحرية دخول وخروج الرساميل دون قيد أو شرط.

إن هذه التوجهات تساعد على تدويل أي أزمة تتعرض لها كل دولة ، خاصةً إذا كانت الدولة ذات وزن كبير في الاقتصاد العالمي ، فالأزمة التي تعرض لها الاقتصاد الأمريكي عام ١٩٨٧ أدت لانتقالها إلى باقي الدول، وكذلك الأزمة التي تعرضت لها دول جنوب شرق آسيا عام ١٩٩٧ انتقلت إلى أوروبا وأمريكا.

لقد بات من المؤكد بأن التعارض والتضارب بين توجهات السياستين المالية والنقدية من جهة ومع سياسات الاستثمار والإنتاج من جهة ثانية يؤدي لحدوث الأزمات وانتقال الاقتصاد من حالة الرواج إلى حالة الركود، لذلك تحرص كل دولة على دراسة حركة أدواتها النقدية قبل الإقدام على تحريكها بحيث يأتي ذلك منسجما مع التوجهات الاقتصادية وحركة الاستثمار والمستثمرين.

فالسؤال المطروح: "ما هي الأزمة المالية وما هي أسبابها وطرق معالجتها ؟ وهل تؤدي الأزمة المالية في سوق المال لآثار اقتصادية على بقية قطاعات الاقتصاد الوطني ؟".

أولاً: جوهر طبيعة الأزمة المالية:

يتعرض الاقتصاد الوطني للعديد من الأزمات مثل أزمة نقص الإنتاج ، أزمة فائض الطلب ، أزمة المديونية أزمة انخفاض سعر الصرف وتدهور قيمة العملة الوطنية ، الركود ، التضخم ... وغيرها من الأزمات وبالتالي تعتبر أدوات السياسة الاقتصادية مسؤولة بشكل مباشر عن حدوث أي أزمة مهما كان نوعها.

وعليه يمكن تعريف الأزمة : "أثر ينجم عن سياسة خاطئة تؤدي إذا ما تعمقت إلى أزمة كبيرة تشمل كافة القطاعات".

أما الأزمة الاقتصادية فهي: "انهيار أو تدهور التوازن القائم بحيث يؤدي إلى انخفاض معدلات النمو الاقتصادي".

أما ساموبلسون فإنه يرى في الأزمة الاقتصادية تأرجح مجموع الناتج القومي والدخل والعمالة لفترة تتراوح من سنتين إلى عشر سنوات والتي تتصف بتوسع معظم قطاعات الاقتصاد أو انكماشها"[1]

إن ساموبلسون لم يوضح في تعريفه أسباب الأزمة بل أشار إلى أنها تؤثر على الناتج والدخل والعمالة.

مما تقدم نرى بأن الأزمة الاقتصادية التي تتعرض لها دولة ما أو عدة دول ضمن إقليم معين أو الاقتصاد العالمي إنما تنجم عن مجموعة إجراءات اقتصادية غير متجانسة في إطار سياسة اقتصادية متناقضة مما يؤدي للتأثير على الإنتاج والدخل وفي نهاية الأمر زيادة معدلات البطالة وتردي مستوى المعيشة.

ويختلف الأمر بين أزمة ركود وأزمة تضخم فالأزمات الاقتصادية غير متجانسة منها ما يؤدي لارتفاع الأسعار وزيادة الطلب مقابل انخفاض العرض ومنها ما يؤدي إلى انخفاض الأسعار وحلول الركود.

ولسنا هنا بصدد تحليل الأزمة الاقتصادية وإنما هي مقدمة للحديث عن الأزمة المالية.

أما الأزمة المالية: "فهي تدهور حاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة دول"[2]

يركز هذا التعريف على تدهور الأسعار وعادة ما يكون التدهور بالانخفاض الحاد الذي يفوق ١٠% إلى ٢٠-٢٥% في الأسعار أما الانخفاض بحدود ٢-٥% فلا يمكن اعتباره حادا أو يشكل أزمة مالية.

ولا يظهر هذا التعريف أسباب أو منشأ الأزمة ولا حتى آثارها على الأسواق المالية أو على الاقتصاد الوطني وعليه يمكن تعريف الأزمة المالية بما يلي:

---

[1] سام ويلسون – نورد هاوس : الاقتصاد ، الأهلية، للنشر والتوزيع ، ترجمة هشام عبد الله، عمان ١٩٩٥ ص ١٥٨٥

[2] عفات الحسيني: التمويل الدولي، دار المدلاوي للنشر ، عمان ٢٠٠٢ ص ٢٠٠ ص

"انخفاض حاد في أسعار الأصول المالية ينجم عن عدم التفاعل والانسجام بين السياستين المالية والنقدية وسياسات الاستثمار يؤدي لفوضى اقتصادية و إفلاس العديد من المصارف وشركات التأمين والوساطة والى انخفاض معدلات النمو الاقتصادي".

استناداً لهذا التعريف يمكن تحديد خصائص الأزمة المالية بما يلي:

١- الانخفاض الحاد في أسعار الأصول المالية من الأسهم والسندات ، ولكي نعتبر الانخفاض في الأسعار يؤدي إلى أزمة يجب أن يتجاوز ١٠% فإذا كان الانخفاض ما بين ٣-٥% أو من ٥ ٧ % فلا يعتبر حاداً لأن طبيعة المضاربة تسمح بصعود وهبوط الأسعار في إطار ٥% أما عند الأزمة فقد هبط المؤشر في أمريكا ٢١.٦% وفي النرويج ٣٠.٥% وفي اليابان ١٢.٨ % عام ١٩٨٧.

٢- تضارب السياستين المالية والنقدية مع بعضهما، فقد تسعى السياسة المالية لتخفيض حجم التضخم عن طريق زيادة حجم الضرائب وتخفيض حجم الإنفاق وبدلاً من أن تؤيد السياسة النقدية السياسة المالية نجدها تخفض سعر الفائدة وتشجع على الاقتراض وزيادة حجم السيولة الأمر الذي يبطل مفعول السياسة المالية.

وقبيل الأزمة عادة ما تكون السياسة النقدية قد سمحت وساعدت على التوسع في الإقراض وخاصة للأنشطـــــــة المتعلقة بسوق المال (المضاربة والوساطة) وتكون السياسة المالية قد استفادت من ذلك بتمويل العجز عن طريق السندات الحكومية بأسعار رخيصة لكنها لا ترغب بهذا التوسع الذي ينتهي عادة بتضخم مرتفع أو أزمة.

٣- التعارض بين السياستين المالية والنقدية من جهة، وسياسة الاستثمار من جهة ثانية فإذا ما رغبت الدولة بزيادة حجم الاستثمار ينبغي على السياسة المالية زيادة حجم الإنفاق لتشجيع زيادة الطلب كما ينبغي على السياسة النقدية زيادة حجم القروض والتسليفات وتخفيض سعر الفائدة لكي يشجع ذلك الاستثمار أما إذا لم تكمل السياسات المالية والنقدية التوجهات في دعم الاستثمار فإن ذلك سينقلب

إلى أزمة نزوح الأموال بدلاً من عودتها وإقامة المؤسسات الإنتاجية اللازمة للاقتصاد الوطني.

٤- تتوجه التشريعات وخاصة الاستثمار والسياستين المالية والنقدية لتشجيع حركة رأس المال قصير الأجل أو رأس المال المضارب أو ما يعرف برأس المال الطيار الذي يتخصص بالمضاربات في أسواق المالوقد ساعدت التشريعات منذ عام ١٩٨٥ وحتى الوقت الحاضر على السماح لهذه الرساميل بالتوجه من سوق مالية إلى أخرى بحثاً عن الأرباح مما أدى لتركز الاستثمارات قصيرة الأجل في الدول التي تتصف أسعار أسهمها بالصعود، وكأن مهمة رأس المال الطيار السعي لافتعال الأزمة ثم المغادرة إلى دولة أخرى.

٥- إفلاس المؤسسات المالية (المصارف - شركات التأمين -- شركات الوساطة - مؤسسات ترويج الاكتتاب) وصناع السوق وعدم قدرة أي مؤسسة دعم المؤسسة الأخرى لأن جميع المؤسسات المالية كانت قد مولت المضاربة أو أمنت على الأسهم تجاه الهبوط أو روجت أو سوقت الإصدارات ، فإذا حصل الانهيار في الأسعار لا يمكن تأمين السيولة لأحد مما يؤدي لإفلاس المؤسسات الضعيفة ثم تليها القوية حتى يتعرض النظام المصرفي بشكل كامل للإفلاس، ففي أزمة ماليزيا وكوريا أفلست جميع المصارف مما اضطر المصرف المركزي للاستدانة وإقراض المصارف لكي تباشر نشاطها من جديد.

٦- انخفاض وتراجع معدلات النمو الاقتصادي: لقد حققت دول جنوب شرق آسيا معدلات نمو تراوحت بين ٥-١٠% بالمتوسط وعلى أثر الأزمة تراجع معدل النمو في اندونيسيا من ٨% إلى ٤.٦ % وفي كوريا من ٧.١% إلى ٥.٥ % ثم إلى – ٧ % عام ١٩٩٨.

وازداد معدل البطالة من ٥.٤% عام ١٩٩٧ إلى ١٥% عام ١٩٩٨ في اندونيسيا وفي كوريا ازدادت البطالة من ٢.٧% إلى ٧% عام ١٩٩٨[١]، لقد أدت الأزمة لتراجع النمو وزيادة البطالة وزيادة مستوى الفقر والاضطرابات الاجتماعية.

ثانياً: الكساد الكبير عام ١٩٢٩:

يشكل الكساد الكبير الذي حدث عام ١٩٢٩ حدثاً اقتصادياً هاماً في التاريخ الاقتصادي العالمي وقد سمي بالكبير لأنه دام حوالي خمس سنوات وشمل جميع اقتصاديات العالم الرأسمالي أوربا والولايات المتحدة الأمريكية والدول النامية التي كانت ترضخ تحت نير الاستعمار، إضافة إلى ذلك فقد شهد هبوطاً حاداً في الأسعار، وتوقفت أكثر المنشآت الصغيرة والمتوسطة عن العمل، وازداد معدل البطالة ليصل ٥٠% في دول المركز وأكثر من ذلك في الأطراف، أما أسعار السلع الاستثمارية فقد انخفضت بمقدار ٥٠% وتراجعت السلع الاستهلاكية بمقدار ٢٥-د٣%.[٢]

ويرجع الكساد الكبير للأسباب التالية:

١- تزايد حجم الاستثمار وخاصة في قطاع البناء وصناعة البناء حتى أصبحت المساكن تكفي لضعف السكان.

٢- حدوث انحرافات في أسواق الأوراق المالية وبخاصة في البيع النقدي الجزئي حيث بلغت ١٠% وفي ظل هذا الهامش الصغير إذا حدث انخفاض يضطر المستثمر للبيع مما يؤدي لزيادة حدة الهبوط[٣]، أي أن الشراء عن طريق القروض هو الذي ساهم في حدوث الاضطرابات في سوق المال.

---

[١] رمزي زكي: المحنة الأسيوية، مرجع سابق ص ٩٣

[٢] محمد عبد العزيز عجمية وزملاله: مقدمة في التطور الاقتصادي، الدار الجامعية، بيروت ١٩٩٢ص ١٧٢

[٣] منير هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق ص١٧٤

٣- البيع على المكشوف حيث يسارع المستثمر في حالات الهبوط لزيادة حجم صفقات البيع مما يؤدي لزيادة حجم وحدة الهبوط في الأسعار.

٤- الغش والخداع والتلاعب بالأسعار والدعايات الكاذبة عن بعض الأسهم مما كان يرفع أسعارها دون أي سبب اقتصادي.

٥- سوء توزيع الدخل وتراكم الثروات لدى كبار المستثمرين والملاكين مما أدى لتراجع حجم الطلب الاستهلاكي لدى الفقراء فانخفض حجم الاستهلاك الكلي في الاقتصاد.

٦- انخفاض حجم الإنتاج العالمي من الذهب مما دفع الكثير للادخار بالذهب بدلاً من الدولار الذي كان مغطى بالذهب آنذاك، مما شجع على المضاربات النقدية بدلاً من الاستثمار والاستهلاك.

٧- معاناة الاقتصاد البريطاني آنذاك من حالات الانكماش التي خفضت حجم الطلب على السلع الأمريكية.

إن أسباب الكساد الكبير ترجع في أكثرها للأسباب النقدية وحركة أسواق المال والمضاربات والتلاعب في الأسعار والمعلومات والإدارة السيئة للبورصة الأمر الذي أدى للهبوط الحاد في مستوى الأسعار انعكس سلباً بعدها على المستوى العام للأسعار في كافة قطاعات الاقتصاد الأمريكي ومن ثم انتقلت حمى الكساد إلى أوربا التي كانت تعاني بدورها من الاضطرابات النقدية والمالية بسبب عدم وجود قاعدة نقدية قادرة أن تحل محل قاعدة الذهب التي توقفت عام ١٩١٤.

والسؤال المطروح: كيف انعكس الكساد في الولايات المتحدة على الدول الأخرى لينحول إلى كساد كبير شمل جميع اقتصاديات العالم؟

بالطبع إذا حل الكساد باقتصاد كبير وقوي يشكل رقماً في الاقتصاد العالمي حوالي ٢٠% من الناتج العالمي فإن ذلك سيؤثر على باقي الاقتصاديات فإلى جانب الكساد

الأمريكي ظهرت مجموعة من الأحداث النقدية والمالية في أوربا ساهمت في تعميق الكساد وأهم تلك الأحداث:

١- إن انخفاض حجم السلع الصناعية المنتجة سوف يؤدي لتراجع حجم الطلب على المواد الأولية (الزراعية – والصناعية) وقد أدى الكساد آنذاك لتراجع حجم الطلب على المواد الأولية من ١٠٠ عام ١٩٢٩ إلى ١٨.٥ % عام ١٩٣٣ وانخفض حجم الإنتاج العالمي بحدود ٢٦% عما كان عليه.[١]

٢- فرضت أكثر الدول وخاصة ألمانيا رقابة على الواردات لجعلها في حدود الإمكانيات المتاحة الأمر الذي أدى لتراجع حجم الطلب على الصناعة والمواد الأولية معاً.

٣- أدت التحالفات بين ألمانيا والنمسا في حدود الاتحاد الجمركي لقيام فرنسا بسحب ودائعها من النمسا وتوقف البنك النمساوي عن الدفع مما اضطر البنوك الأخرى للحذر وقد حدثت أزمة عدم القدرة على الدفع في وسط أوربا.

٤- ظهور فوضى نقدية نتيجة استخدام قاعدة السبائك الذهبية بدلاً من قاعدة المسكوكات التي انتهت عام ١٩١٤ الأمر الذي أدى لاضطرابات في المدفوعات بين الدول وزيادة حجم الإصدار من البنكنوت لتمويل ميزانية الدولة وارتفاع أو انخفاض قيمة العملة الوطنية استناداً لحجم المستوردات والصادرات ووضع كل دولة.

٥- انهيار فكرة الذهب الحر وبداية التفكير بدور متميز للدولة في الحياة الاقتصادية وقد لاقت أفكار اللورد كينز رواجاً حيث نشر كتابه الشهير في "الفائدة والنقود والاستخدام" لينذر بنهاية الليبرالية وظهور الدولة التدخلية في الاقتصاد الرأسمالي.

---

[١] عبد العزيز عجمية وزملائه: مقدمة في التطور الاقتصادي، مرجع سابق ص ١٧٨

لقد أدى الكساد الكبير ليس لانهيار الأنظمة النقدية والمالية والمؤسسات الصناعية والتجارية ، بل لانهيار نظام الحرية الاقتصادية وظهور مذهب التدخل في الاقتصاد، أما على صعيد الأسواق المالية فقد دفع الكساد حكومات الدول المتقدمة لوضع ضوابط ومعايير جديدة للحد من المضاربات غير النظامية التي ساهمت في رفع الأسعار لمعدلات مرتفعة جدا.

الكساد الكبير والانهيارات:

لقد أقفل مؤشر داو جونز الصناعي في ٣ أيلول ١٩٢٩ عند ٣٨١ نقطة وبعد شهر أي في ٢ تشرين الأول انخفض بما يعادل ٤٩ نقطة ثم انخفض في اليوم التالي ٤٣ نقطة معلناً بداية الكساد العظيم حيث وصل في ٢٣ تشرين الأول ٣٠٦ نقطة بانهيار مقدار ٧٥ نقطة واستمر الانخفاض بشكل مستمر خلال السنوات اللاحقة ليصل المؤشر في /٨/ تموز ١٩٣٢ عند ٤١ نقطة فقط أي أن المؤشر وصل إلى ١١% مما كان عليه:

$$\frac{\text{٤١ نقطة ٨ تموز ١٩٣٢}}{\text{٣٨١ نقطة ٣ أيلول ١٩٢٩}} = ١٠.٧\ \%$$

لقد أدى الكساد لإفلاس ٥٠٠٠ بنك في الولايات المتحدة الأمريكية وتوقف بعض الشركات الكبرى عن الإنتاج وتوقف الشركات الصغيرة، وتوقف المقرضون عن تقديم القروض وتوقف المقترضون عن السداد فانخفض حجم الاستثمار إلى درجة التوقف تماماً في عام ١٩٣٠.

بالطبع لعبت البورصات دوراً هاماً في إحداث الكساد لأنها كما ذكرنا تشكل مرآة الاقتصاد الوطني، فقد ظهرت جميع العيوب الاقتصادية في البورصة، لكن القائمين على البورصة وإدارتها كانوا يغطون هذه الانحرافات ولا يظهرونها لأنهم كانوا جزءا من فساد التعامل والتلاعب القائم، لذلك قامت الأجهزة الحكومية فيما بعد بوضع تشريعات للحد من هذه التلاعبات التي سببت الكساد ولنبحث الآن في صور وأشكال هذه التلاعبات والآلية التي تعمل من خلالها ومن ثم العمل على قمع تلك المخالفات.

ثالثاً: أزمة يوم الاثنين الأسود ١٩٨٧:

سميت أزمة الاثنين الأسود نظراً لحدوثها يوم الاثنين ١٩ تشرين الأول ١٩٨٧ في نيويورك واعتبرت أزمة نظراً للهبوط الحاد في الأسعار بما يعادل ٣٠% من قيمة المؤشر يوم الاثنين في السوق الأمريكية ثم امتدت إلى الأسواق العالمية الأخرى ، لكن ذلك كما يروي الأمريكيون كانت قد بدأت في كل من فرنسا و نيوزيلندا واسبانيا في يوم ١٤ تشرين الأول أي يوم الأربعاء قبل خمسة أيام من حدوثها في نيوريوك وكان الانخفاض في الأسواق الأوربية قليلا مقابل الانخفاض في الأسواق الأمريكية وذلك حسب الجدول رقم (١):

ويظهر من خلال الجدول مايلي:

١- إن تطور الأسعار خلال عام ١٩٨٧ كان بين الموجب والسالب وكان في أكثره موجباً حيث سجلت الأسعار تصاعداً مستمراً، أما في تشرين الأول فقد بدأت الأسعار تسجل انخفاضاً وتراجعاً ملحوظاً لأن بوادر الأزمة قد لاحت في الأفق منذ منتصف أيلول.

٢- إذا أخذنا الدولار كمقياس كما هو موضح فقد سجلت اليابان ارتفاعاً ملحوظاً وصل خلال عام ١٩٨٧ إلى ٤١.٤% وقد كان التوجه الياباني يدفع الأمل في نفوس المضاربين فيزيد حدة الارتفاع في الأسواق الأخرى ، ويدفع المضاربين في الدولار لزيادة الأسعار في باقي البورصات.

٣- إذا قمنا بترتيب الدول تصاعدياً تأتي الولايات المتحدة في المترتبة الخامسة من حيث نسبة الانخفاض في قيم المؤشرات خلال تشرين الأول بالعملة المحلية، بينما يأتي ترتيبها بالدولار في المركز ١١.

٤- إن الانخفاض كان قد بدأ في أوربا منذ ١٤ تشرين الأول لكن الأزمة الحقيقية كانت يومي ١٩-٢٠-٢١ تشرين حيث وصلت ذروتها وهذا يعني أن الأسواق الأمريكية لم تكن السبب، بل الأسواق الآسيوية والأسواق الأوربية معاً.

لقد فوجئت السوق الأمريكية بوجود أوامر بيع أكبر بكثير من أوامر الشراء في صبيحة ١٩ تشرين الأول و لم يستطع السماسرة المتخصصون صناع السوق تأمين البيع (أي مقابلة أوامر البيع مع أوامر الشراء) لذلك تأخر البيع والشراء. رغم الافتتاح لكن زيادة طلبات البيع جعلت الأسعار تهبط بشكل حاد و لم يستطع صناع السوق ولا حتى المتخصصون الصمود أو القيام بأي إجراء من شأنه أن يوحل الأزمة أو يخفض حجم التدهور فقد حدثت مشاورات عديدة خلال نصف ساعة انتهت إلى ترك الأسعار للعرض والطلب وحصل الانهيار.

جدول رقم (١)

نسب التغير في قيم مؤشرات ٢٣ دولة خلال عام ١٩٨٧ وخلال تشرين الأول من نفس العام[1]

اسم الدولة	بالعملة المحلية		بالدولار	
	تشرين الأول ١٩٨٧	١٩٨٧	تشرين الأول ١٩٨٧	١٩٨٧
استراليا	-٤١.٨	-٣.٦	-٤٤.٩	٤.٧
النمسا	-١١.٤	-١٧.٦	-٥.٨	٠.٧
بلجيكا	-٢٣.٢	-١٥.٥	-١٨.٩	٣.١
كندا	-٢٢.٥	٤.٠	-٢٢.٩	١٠.٤
الدانمرك	-١٢.٥	-٤.٥	-٧.٣	١٥.٥
فرنسا	-٢٢.٩	-٢٧.٨	-١٩.٥	-١٣.٩
ألمانيا	-٢٢.٣	-٣٦.٨	-١٧.١	-٢٢.٧
هونج كونج	-٤٥.٨	-١١.٣	-٤٥.٨	-١١.٠
ايرلندا	-٢٩.٦	-١٢.٣	-٢٥.٤	٤.٧
ايطاليا	-١٦.٣	-٣٢.٤	-١٢.٩	٢٢.٣
اليابان	-١٢.٨	٨.٥	-٧.٧	٤١.٤
ماليزيا	-٣٩.٨	٦.٩	-٣٩.٣	١١.٧
المكسيك	-٣٥.٠	١٥٨.٩	-٣٧.٦	٥.٥
هولندا	٢٣.٣	-١٨.٩	-١٨.١	٠.٣
نيوزيلندا	-٢٩.٣	-٣٨.٧	-٣٦.٠	-٢٣.٨
النرويج	-٣٠.٥	-١٤.٠	-٢٨.٨	١.٧
سنغافورا	-٤٢.٢	-١٠.٦	-٤١.٦	-٢.٧
جنوب أفريقيا	-٢٣.٩	-٨.٨	-٢٩.٠	٣٣.٥
أسبانيا	-٢٧.٧	٨.٢	-٢٣.١	٣٢.٦
السويد	-٢١.٨	-١٥.١	-١٨.٦	-٠.٩
سويسرا	-٢٦.١	-٣٤.٠	-٢٠.٨	-١٦.٥
الكلترا	-٢٦.٤	٤٠٦	-٢٢.١	٣٢.٥
الولايات المتحدة	-٢١.٦	٠.٥	-٢١.٦	٠.٥

[1] المصدر: منير هندي، الأوراق المالية، ص ٥٩

ثالثاً الأسباب العامة لأزمة يوم الاثنين الأسود :

إن أي أزمة لا تنشأ من الفراغ أو لا يجوز أن تظهر فجأة دون سابق إنذار ، فقد تنبأ بعض علماء الاقتصاد والمضاربون في أسواق المال في نيويورك عام ١٩٨٧ باتجاه الأسواق نحو الانهيار ، لكن صانعي السياسات والمضاربين والمستثمرين لم يكن لديهم أي إمكانية لسماع صوت متشائم لأن نسب الأرباح كانت مرتفعة والتفاؤل يعم البلاد فكيف يمكن سماع صوت يتنبأ بالأزمة ؟

إن أزمة الاثنين الأسود تعود في جوهرها للأسباب العامة التالية :

١- بدء سياسات الإصلاح الاقتصادي في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا باتجاه تبني سياسة الليبرالية وبيع مؤسسات القطاع العام وبالتالي زرع تفاؤل لدى القطاع الخاص بشراء كافة المؤسسات الحكومية بأسعار متدنية وزيادة معدلات الأرباح.

٢- تبنت السياسة الأمريكية المحافظة عندما تسلم الحزب الجمهوري الأمريكي الحكم بزعامة رونالد ريغان (سياسة الدولار القوي) الأمر الذي حبّذ كافة السياسات المالية والنقدية للوصول إلى دور متميز للنقد في الاقتصاد الوطني فقد ارتفع الدولار من ١.٥ مارك إلى ٣ ماركات ألمانية وشجع الأمريكان على المضاربة في الأسهم والأوربيين على المضاربة على العملات وخاصة الدولار.

٣- قيام الولايات المتحدة بتخفيض معدلات التضخم من ١١.٣% عام ١٩٧٩ إلى ٤.٣ % عام ١٩٨٤ وبتكلفة سنوية بلغت ٢٦٥ مليار دولار أي تخفيض الناتج بحدود ٢٦٥ مليار دولار مما أدى لعطالة في الاقتصاد وتوجه الرساميل نحو المضاربة في أوربا أي خارج الحدود الوطنية[1]

---

[1] سام ويلسون – نورد هاوس : الاقتصاد ،مرجع سابق ص ٦٢٦- ٦٢٧

٤- زيادة حجم البطالة من ٥.٨ % عام ١٩٧٩ إلى ٧.٢ % عام ١٩٨٥ مما يعني رغبة الولايات المتحدة آنذاك للاعتماد على القطاع الخاص والتخلي عن الدور التدخلي للدولة وتوجه أصحاب الاستثمارات الإنتاجية أيضاً للمضاربة وراء الأرباح السريعة.

٥- سوء توزيع الدخل القومي حيث حصلت الاستثمارات في الأسواق المالية على أرباح مرتفعة مقابل أرباح محددة للقطاعات الإنتاجية ، إضافة إلى ذلك فقد ازدادت الأرباح وازداد بالمقابل عجز موازين المدفوعات في كل من أمريكا – فرنسا – ايطاليا مقابل وجود فائض خارجي لكل من اليابان وألمانيا الأمر الذي أدى لعدم إمكانية تحديد سياسات خارجية متوافقة لمعالجة الاختلالات[1].

فقد كانت كل من بريطانيا وأمريكا تسعى لمعالجة التضخم بطرد رساميلها للخارج، وألمانيا واليابان تهتم بالتصنيع والتصدير مما دفع المضاربين في أسواق المال لزيادة حجم المضاربة بدلاً من المغامرة في القطاعات الإنتاجية في أمريكا أو أوروبا.

٦- بدء حالة التشاؤم لدى الأمريكان عام ١٩٨٦ حول عدم قدرة السياسة الاقتصادية على معالجة العجز التجاري أو عجز الموازنة العامة مما دفع الدولة لرفع سعر الخصم و تحول المضاربين لشراء سندات الخزانة الأمريكية الأمر الذي أثر على المضاربة بالأسهم.

٧- تبني الولايات المتحدة الأمريكية مع حلف الأطلسي برنامج حربي جديد سمي (حرب النجوم) ضد الاتحاد السوفيتي عام ١٩٨٤ وقد قدرت تكاليف البرنامج بحدود ٢٠٠٠ مليار دولار وذلك بهدف إسقاط القوة العسكرية السوفيتية الأمر الذي زاد من مخاوف الأمريكيين والأوروبيين من الناحية الاقتصادية ودفع المستثمرين لحالة التشاؤم بدلاً من التفاؤل.

---

[1] عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي، مرجع سابق ص ٢٠١

إن هذه الأسباب العامة والمقدمات الاقتصادية التي بدأت عام ١٩٨٠ لم تقدم للاقتصاد الأمريكي رؤية واضحة في الاستثمار و الإنتاج أو في السياسة الاقتصادية الخارجية و لم يبقَ للمضاربين سوى البورصات لذلك توجهت أكثر الرساميل وخاصةً الدولارات الأوروبية إلى بورصات أوروبا – اليابان-أمريكا بهدف جني الأرباح السريعة والهروب عند الأزمة وهذا ما حدث في الأزمة.

رابعاً: الأسباب الفنية اللازمة:

إن الانهيار الذي حصل في بورصة نيويورك يوم الاثنين ١٩ تشرين الأول إنما يعود لأسباب فنية ترتبط بالسوق نفسها وفي هذا الإطار ظهرت ثلاثة تفسيرات للأزمة هي:

١. الأزمة هي انعكاس لردود أفعال مبالغ فيها:

يقصد بردود الأفعال المبالغ فيها قيام المضاربين بإصدار أوامر شراء تعقبها أوامر شراء أخرى عبر موجات متتالية من أوامر الشراء وبالمقابل قد تحدث موجة أوامر بيع تعقبها موجة أوامر بيع أخرى متتالية مما يؤدي في كلا الحالتين لإحداث خلل في السوق.

إن اتحاد الموقفين البائع والمشتري في موقف واحد الشراء أو البيع سوف يدفع الأسعار في حالات الشراء للارتفاع وفي حالات البيع للانخفاض.

فإذا كانت تصرفات المضاربين مبالغاً فيها وحدثت الأزمة كان يجب وحسب النظرية الاقتصادية أن تعود الأسعار إلى ما كانت عليه بعد فترة مماثلة أو أكثر قليلاً أي إذا انخفضت الأسعار خلال ثلاثة أيام بحدود ٢١.٦% كان يجب أن تعود إلى الوضع السابق خلال ثلاثة أيام أو حتى تسعة أيام أو شهر على أكثر تقدير لكن الواقع أثبت عكس ذلك حيث انخفض مؤشر داو جونز عام ١٩٨٧ حوالي ٥٣٨.٣ نقطة أي من ٢٢٤٧ نقطة قبل الأزمة إلى ١٧٣٩ نقطة في ١٩ تشرين الأول ١٩٨٧ ثم انخفض ليصل إلى ١٧٠٨,٧ نقطة ثم ارتفع إلى ١٧٩٤ نقطة في ٢٣ تشرين الأول ثم انخفض ليبقى حوالي أربعة أشهر في حالة انخفاض أي لم يصل إلى ما كان عليه حتى نهاية آذار ١٩٨٨.

إن الادعاء بأن الأفعال كان مبالغ فيها نظرية غير صحيحة ولا تصلح لاعتمادها في تفسير هذه الأزمة.

٢. الهبوط هو تصحيح الأسعار:

إن توجه المضاربين بشكل مستمر للشراء يعني رفع الأسعار بشكل مستمر دون وجود علاقة بين أرباح الأسهم وارتفاع أسعارها ، وبالمقابل انخفاض حجم طلبات البيع سوف يخفض الأسعار إلى مادون السعر الحقيقي للسهم أي يلعب العرض والطلب دوراً مهماً في تحديد الأسعار في الأسواق المالية.

يقول وولف جينكي في دراسة قدمها عن السوق وحول هذه الفرضية : "إن الأسعار في السوق كانت أعلى بكثير مما كان ينبغي أن تكون عليه ، وأن ما حدث هو تصحيح للمسار أي إعادة الأسعار إلى ما كانت عليه".

ولإثبات ذلك يقول: إن الأسعار قد ازدادت خلال الشهور الأولى من العام ١٩٨٧ بحدود٢١% وخلال ٩ أشهر ازدادت ٤٢% وبالتالي الانخفاض يومي ١٩-٢٠ تشرين الأول بحدود ٢٣% ينظر إليه على أنه محاولة لتصحيح الأسعار التي ازدادت دون مبررات اقتصادية.

ولإثبات وجهة النظر قدم جينكي الإثباتات التالية:

١- إن أسعار الأسهم الدفاعية قد انخفضت بحدود ١٧% في حين لا يجوز أن تنخفض أسعار هذه الأسهم لو لم تكن الأزمة تصحيحاً للأسعار.

٢- إن هامش الربح بين عائد الأسهم وعائد السندات الحكومية قد اقترب من الصفر في ٤ أيلول ١٩٨٧ جدول رقم (٢).

والحالة الطبيعية يجب أن يبقى الهامش بين الأسهم والسندات أكثر من ٠.٣٥ أي يوم ٢١ آب انخفض الهامش إلى ٠,٣٩ وكانت بداية التبشير بالأزمة ثم انخفض في ١١ أيلول ليصبح سالباً أي التوظيف بالسندات يدر على صاحبها دخلاً أفضل من الاستثمار بالأسهم.

٣- يرجع جينكي أسباب الأزمة إلى ما يلي :

أ- خوف المضاربين من ارتفاع أسعار الفائدة لذلك بدأت عمليات الشراء بالتوقف وظهر اتجاه البيع.

ب- الخوف من دخول أمريكا في حرب الخليج بين العراق وإيران مما يؤدي لحدوث اضطرابات سياسية وعسكرية تؤثر على الاقتصاد الوطني.

ج-تذبذب السياسات الداخلية بين مكافحة التضخم وزيادة حجم البطالة .

إن هذه الأسباب أدت إلى الانهيار وتصحيح الأسعار كما يرى جينكي، لكن هذه الفرضية والدراسة قد تعرضت للانتقادات التالية:

آ- إن انخفاض الأسعار جاء لمعلومات اقتصادية وليس لتصحيح الأسعار وهنا يؤكد الانتقاد إلى الخلط بين نظرية تصحيح الأسعار ونظرية المعلومات حول السوق و التوقعات.

ب- إذا كان التصحيح في أمريكا فلماذا حدث الانهيار في باقي البورصات ولماذا كان الانهيار في اليابان وأوروبا قبل الولايات المتحدة.

ج- لم توضح الدراسات بأن الأسعار كان مبالغاً بها خلال عام ١٩٨٧ بل التوجهات كانت نحو المضاربة وجني الأرباح.

د- كيف يمكن تحديد السعر الحقيقي في السوق وهل هو مرتفع أم منخفض فإذا استطاعت مؤسسة أو شخص تقديم هذه الدراسات لكانت قادرة على المضاربة وجني الأرباح دون خسارة فالجميع خسروا في الأزمة.

إن تحليل جينكي قد تعرض لانتقادات و لم يصل إلى المعرفة الصحيحة لأزمة الاثنين الأسود.

جدول رقم (٢)

الهامش بين عائد الأسهم وفقا لمؤشر ستاندرد آند بور وعائدات السندات الحكومية طويلة الأجل[1]

التاريخ	عائد المؤشر	عائد السندات	الهامش
١٩٨٧/٦/٣٠	٩.٨٧	٨.٨٩	٠.٩
٧/٣	٩.٨٦	٨.٨٣	١.٠٣
٧/١٠	٩.٨٣	٨.٨٦	٠.٩٧
٧/١٧	٩.٧٨	٨.٨٥	٠.٩٣
٧/٢٤	٩.٨٢	٩.١٤	٠.٦٨
٧/٣١	٩.٧٤	٩.٢١	٠.٥٣
١٩٨٧/٨/٧	٩.٧١	٩.١٨	٠.٥٣
٨/١٤	٩.٦١	٩.٠٠	٠.٦١
٨/٢١	٩.٦٠	٩.٢١	٠.٣٩
٨/٢٨	٩.٦٧	٩.٤٨	٠.١٩
١٩٨٧/٩/٤	٩.٧٦	٩.٧٢	٠.٠٤
٩/١١	٩.٧١	٩.٧٢	-٠.٠١
٩/١٨	٩.٧٨	٩.٨٠	-٠.٠٢
٩/٢٥	٩.٧٣	٩.٩٠	-٠.١٧
١٩٨٧/١٠/٢	٩.٦٦	٩.٩٠	-٠.٢٤
١٠/٩	٩.٨١	١٠.١٦	-٠.٣٥
١٠/١٦	١٠.٠٩	١٠.٤٦	-٠.٣٧
١٠/٢٣	١٠.٥٢	٩.٣٤	١.١٨

[1] منير الهندي، الأوراق المالية، ص ٩٩ه

٣. **الهبوط هو انعكاس للمعلومات:**

تتصف السوق بالكفاءة عندما تستجيب الأسعار للمعلومات الواردة إلى السوق ، فإذا كانت الأسعار لا تستجيب لهذه المعلومات تكون السوق غير كفوءة وبالتالي فإن جميع الدراسات والأبحاث أكدت على أن أسواق اليابان- ألمانيا – فرنسا-بريطانيا- الولايات المتحدة هي أسواق تتمتع بالكفاءة وبالتالي ورود معلومات عن حالة جديدة تتصف بالانخفاض أو التراجع سوف تودي للانهيار وبالتالي فإن التنبؤ بتردي أوضاع الاقتصاد كان سائداً في الولايات المتحدة وذلك كما يلي :

١- توقع ارتفاع أسعار الفائدة بعد أن قامت ألمانيا برفع سعر الفائدة الأمر الذي دفع المضاربين للتخوف من احتمال حدوث التضخم إذا ارتفع سعر الفائدة [١].

٢- ازدياد العجز في الميزان التجاري الأمريكي حيث وصل العجز ١٣٣ مليار دولار في عام ١٩٨٧ وأشارت التوقعات لارتفاعه إلى ٢٠٠ مليار دولار في عام ١٩٨٨ وهو ما يؤدي إما لانخفاض قيمة الدولار أو لرفع سعر الفائدة وكل منهما سوف يؤثر على سوق المال..

٣- قيام الولايات المتحدة بتغذية الحرب بين العراق و إيران وخوفاً على إمدادات النفط فقد لاحت في الأفق بوادر دخول الولايات المتحدة في الحرب للحفاظ على النفط والشركات النفطية.

٤- ازدياد حجم الديون الحكومية الأمريكية حيث ازداد الدين في عهد ريغان من ٦٦٠ مليار دولار ليصل ٣٠% من الناتج البالغ ٦٠٠٠ مليار دولار أي بحدود ١٨٠٠ مليار دولار وهذا ما كان ينذر إما بانخفاض سعر صرف الدولار أو إعادة رفع سعر الفائدة.[٢]

---

[١] منير هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق ص ٦٠٢

[٢] سام ويلسون – نوردهاوس : الاقتصاد ، مرجع سابق ص ٦٦٢

٥- ازداد معدل البطالة كما مر معنا من ٥% إلى ٧,٢% عام ١٩٨٥ ودخول الاقتصاد الأمريكي في حالة الركود حيث توجهت الاستثمارات الأمريكية للخارج بحثا عن الربح فقد أكدت الإحصائيات خروج رأسمال بما يعادل ١٤٨ مليار دولار للعمل في أوروبا واليابان.

٦- تراجع إنتاجية المنشآت الأمريكية مقابل تزايد الإنتاجية في اليابان ودول شرق آسيا حيث بلغ معدل تراجع الإنتاجية ١% وبلغ معدل نمو الأجور الحقيقية أقل من ١% أي ٠,٧%.

إن انخفاض الإنتاجية وتباطؤ معدلات نمو الأجر قد أدت لانخفاض معدلات الادخار وأكدت بدخول الاقتصاد مرحلة ركود غير معروفة التوجهات.

إن هذه المعلومات الواردة إضافة لتحليل حالة الاقتصاد الأمريكي وتوجهات السياستين المالية باتجاه الاستدانة لسد عجز الموازنة والنقدية لرفع سعر الفائدة قد ساهمت في التنبؤ بحالة التشاؤم وفي استجابة السوق فوراً وانخفضت الأسعار بشكل حاد.

من خلال ما تقدم واستعراض وجهات النظر الثلاث.

- الأزمة هي انعكاس لردود الأفعال المبالغ فيها.
- الهبوط هو تصحيح الأسعار.
- الهبوط هو انعكاس للمعلومات.

يلاحظ بأن الهبوط جاء نتيجة المعلومات المتوفرة والتي تؤكد بأن أمريكا سوف تقوم بإجراءات اقتصادية وسياسية من شأنها أن تؤثر على الأداء الاقتصادي لذلك ظهرت حالة التشاؤم التي فسرتها نظريات الأسواق بتراجع الأسعار (الهبوط).

سادساً: آثار الأزمة على الاقتصاد العالمي :

إن حصول انهيار حاد في الأسعار وصل إلى ٣٠% في الولايات المتحدة الأمريكية و ١٢.٨ % في اليابان وحوالي ٢٢.٩% في فرنسا وحوالي ٤١.٨ % في استراليا و ٢٢.٣% في ألمانيا و ٢٦.٤% في بريطانيا إنما يعني انخفاضاً وصل إلى الثلث في المعدل الوسطي تقريباً وهو مرتفع وقد أدى لخلق أزمة في جميع اقتصاديات العالم لأن ارتفاعاً في معدل التضخم إلى ١٠% يؤدي لإرباك الحكومة ودفعها لاستخدام السياسات المالية والنقدية لمكافحة التضخم وكذلك انخفاض الأسعار وحلول حالة الركود يدفع الحكومات للاستنفار وإيجاد مخارج لها إما عن طريق تفعيل الطلب أو عن طريق تشجيع الاقتراض وضخ سيولة إضافية ، فكيف الحال والانخفاض في الأسعار وصل إلى ٣٠% تقريباً ؟

بالطبع أدى هذا الانخفاض والتدهور في أسعار الأوراق المالية للنتائج التالية:

١- تراجع حجم الإنتاج العالمي نظراً لانخفاض الطلب الكلي في العالم على أثر هذه الأزمة الأمر الذي أدى لزيادة معدلات البطالة.

٢- تراجع مستوى الأرباح في الشركات المساهمة الكبرى والشركات الأخرى فقد وصل مستوى الأرباح في الشركات الكبرى إلى ١٢.٣% خلال الفترة من عام ١٩٨٠-١٩٨٧ لكنها تراجعت بشكل كبير لتصل إلى ٥% بعد الأزمة .[1]

٣- خسارة الشركات الكبرى لاحتياطياتها وخاصةً عند انخفاض محفظة الأسهم حيث بلغت الخسائر ٣٠% تعادل مستوى انخفاض الأسعار وهذا يعني توجهها إلى السندات بدل الأسهم مما يؤثر على الإنتاج والطلب معاً وقد أدى لتعرض بعضها للإفلاس.

---

[1] سام ويلسون – نورد هاوس : الاقتصاد، مرجع سابق ص ٢٨٨-٢٨٩.

٤- إفلاس العديد من المصارف نظراً لعدم قدرتها على مواجهة طلبات السيولة التي انهالت عليها على أثر الأزمة مما اضطر الحكومات للتدخل وتقديم المساعدة أو إصدار قرارات بتأجيل الدفع ريثما تعيد هيكلة الأزمة.

٥- تعرض شركات التأمين للإفلاس لأنها أصبحت تقدم ضمانات لحركية الأسهم والسندات وخاصة في سوق العقود المستقبلية.

٦- تعرض المؤسسات المالية مثل (مؤسسات ترويج الاكتتاب – شركات الوساطة- صناديق الاستثمار-مراكز الدراسات والاستشارات) إلى الإفلاس وعدم القدرة على مواجهة الأزمة كونها أفضل من غيرها على قراءة الأحداث لذلك انخفض عدد هذه المراكز وأغلق بعضها.

٧- هجرة الرساميل قصيرة الأجل بين الدول حسب أسعار الفائدة مما أدى لزيادة حدة الآثار السلبية حيث أثر ذلك على الطلب في كل دولة و خاصة الولايات المتحدة الأمريكية وتزايدت على الأثر المدخرات وتراجعت الاستثمارات بمختلف أنواعها

٨- تراجع حجم الاستثمار بشقيه الحكومي والخاص مما أدى لزيادة حجم البطالة في عناصر الإنتاج (العمل – رأس المال) وخير دليل على ذلك انخفاض أسعار النفط وأسعار المواد الأولية (الحديد-النحاس- الخشب) وغيرها نظراً لانخفاض الإنتاج والطلب العالمي.

٩- تباين المعالجات بين أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية حيث كانت أمريكا تسعى لمعالجة التضخم عن طريق تخفيض الإنفاق العام ورفع سعر الفائدة وأصبحت بعد الأزمة مضطرة لخفض سعر الفائدة وزيادة حجم السيولة مما دفع الرساميل قصيرة الأجل للهجرة إلى أوروبا التي استخدمت سياسة رفع أسعار الفائدة بهدف جذب الرساميل مما أدى لارتفاع سعر المارك الألماني وسعر الفرنك الفرنسي والجنيه الإسترليني أمام الدولار الذي تراجع بعد الأزمة.

إن هذه الآثار تمثل جزءاً من مجموعة آثار شملت كافة قطاعات وفروع الاقتصاد العالمي بما فيها الإنتاج والادخار والاستثمار وأدت لدخول الاقتصاد العالمي فترة ركود طويلة الأجل تتراوح بين ٥-٧ سنوات وذلك لترميم آثار هذه الأزمة وفعلاً لم تبدأ حركة الرواج ثانية في العالم إلا بعد حرب الخليج الثانية عام ١٩٩١- ١٩٩٢.

إن سوق المال كما ذكرنا تمثل مرآة للاقتصاد الوطني وفيها تظهر الاختراقات وأخطاء السياسة الاقتصادية وبالتالي لا يمكن إصلاح الأخطاء خلال فترة وجيزة من الزمن لأنها تراكمت في الأساس خلال فترة طويلة

إن مكافحة التضخم من خلال تخفيض السيولة ودخول الاقتصاد حالة الركود لا يمكن إزالتها وإعادة الاقتصاد للرواج إلا بعد مضي فترة الدورة القصيرة التي قد تصل إلى ثلاث سنوات والأسعار في البورصة تؤشر وتعبر عن هذا الاتجاه.

سابعاً: الأزمة الآسيوية ١٩٩٧:

لقد شكلت معجزة دول النمور الآسيوية حدثاً اقتصادياً في نهاية القرن العشرين حيث استطاعت مجموعة الدول الآسيوية (كوريا -- ماليزيا _ سنغافورة – هونج كونج) إنجاز نموذج تنموي جديد ولحقت بها كل من (اندونيسيا – الفلبين – تايوان) لتشكل هذه الدول نموذجاً آخر للنموذج الياباني.

لقد أدرك اليابانيون في عام ١٨٥٣ أنهم غير قادرين على إحداث نهضة صناعية كما فعلت بريطانيا وفرنسا وبقية دول أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية ، لذلك ترجب عليهم إرسال البعثات لكي يتعلموا من عدوهم فأرسلت اليابان حوالي ٤٠٠٠ شاب ليدرسوا الصناعة والعلم والتنظيمات السياسية والاقتصادية والاجتماعية فأخذوا من كل دولة نموذجاً وطبقوها في بلادهم فكانت الانطلاقة في أواخر القرن التاسع عشر.[1]

لقد كونت اليابان خلال نصف قرن من عام ١٩٠٥-١٩٤٥ خبرات متميزة في السياسة والاقتصاد والأخلاق والقانون والأدب والصناعة ... ملتها معجزة القرن

[1] الان بوانيت: المعجزة في الاقتصاد من المدن الفينقية إلى اليابان ترجمة بسام حجار، دار النهار، بيروت ١٩٩٧ ص٢٢٤-٢٢٦

العشرين وبفضل هذه الخبرات استطاعت دول جنوب شرق آسيا الاستفادة من هـذه التجربة وتطبيقها لتسمى دول النمور الآسيوية.

لقد تعرضت دول آسيا والعالم لأزمة مالية في عام ١٩٨٧ أزمة يوم الاثـنين الأسـود وحاولت الخروج من آثارها السيئة، لكن عام ١٩٩٧ قد حلب للنمور الآسيوية أزمة خاصة بها عرفت في التاريخ اقتصادية الأزمة الآسيوية ١٩٩٧ وقبل الحديث عن هـذه الأزمة (أسبابها – آثارها) لابد من إلقاء الضوء على تجربة دول جنوب شـرق أسـيا بشكل موجز.

أولاً: بعض السياسات الاقتصادية الناجحة :

استطاعت دول النمور الآسيوية خلال فترة ثلاثين عاماً أن تنتقل من دول متخلفة إلى دول متقدمة وهذه فترة قصيرة في عمر التطور الاقتصادي فقد بدأت هذه الـدول في عام ١٩٦٥-١٩٧٠ نهضتها واستطاعت أن تصل في عام ٢٠٠٠ إلى عـداد الـدول المتقدمة.

فما هي السياسات التي استخدمتها حتى استطاعت تحقيق هذا الانتقال ؟

لقد استخدمت دول النمور الآسيوية السياسات التالية :

١- إقامة مشاريع القاعدة الأساسية في الاقتصاد Infrastructure من الطرقـات والجسور والماء والكهرباء والاتصالات والمطارات والمرافـئ والمـدن الصـناعية والمعارض وسكك الحديد وذلك لتهيئة الظروف المناسبة للعمل الصناعي وقـد تم تمويل هذه المنشآت في كوريا من صندوق النقد الدولي حيث بلغت ديون كوريا عام ١٩٨٠ حوالي ٣٩ مليار دولار ووصلت ديون باقي النمور إلى ١٢٠.٩ مليار دولار عام ١٩٨٠ خصصت جميعها للنهضة الصناعية.

٢- قدمت الحكومة هناك مجموعة من الإجراءات المالية والنقدية ساهمت في تجميـع المدخرات الوطنية وتشجيع الاستثمار معاً وأهم هذه الإجراءات :

أ- بلغ سعر الفائدة في كوريا ١٢-١٥% في حين حددت الفائدة للاستثمار ٩-١٢% أي بفارق ثلاث نقاط لصالح الاستثمار وكان الفرق يمول من خزينة الدولة مساعدةً للمستثمرين[١]، وقُدِّمت قروض مصرفية لتمويل التكنولوجيا وخاصةً استيرادها من الخارج حيث خصصت اليابان في سنوات التنمية ٣٠% من حجم القروض لدعم استيراد التكنولوجيا وخصصت كوريا ٥٠% من حجم قروضها لدعم استيراد التكنولوجيا.

ب- إضافة إلى ذلك فقد سمحت الدول الآسيوية للشركات استخدام سياسة الاستهلاك المعنوي لرأس المال فبدلاً من استهلاكه خلال عشر سنوات كما هو معروف فقد سمحت تايوان بمعدل ٢٥% من عام ١٩٧٤-١٩٨٣ وسمحت كوريا بمعدل ٣٣% أي كل ثلاث سنوات يستطيع المستثمر استبدال رأسماله وتجاوزت اليابان ذلك إلى ٤٠% بهدف تشجيع الاستثمار[٢]

ج- زيادة حجم التمويل بالعجز عن طريق الإصدار النقدي لأن الضرائب كانت غير كافية لتمويل الإنفاق العام مما اضطر الحكومة للاستدانة من الخارج أو اعتماد الإصدار النقدي حيث وصل التضخم إلى ٢٠% في كوريا عام ١٩٨٠ ووصل التضخم إلى نفس المستوى في ماليزيا وسنغافورة وغيرها.

د- كانت الإعفاءات الضريبية للاستثمارات بحدودها الدنيا حيث حددت ماليزيا إعفاءات بحدود ٧٠% من الأرباح لمدة خمس سنوات في المناطق الصناعية وحوالي ٨٠% في المناطق النائية ولم تقدم الإعفاءات الكاملة لأنها شجعت الاستثمار عن طريق سعر الفائدة.[٣]

---

[١] جون بيج : معجزة دول شرق آسيا – معجزة النمو ، مجلة التمويل والتنمية العدد ١ المجلة ٣١

[٢] إبراهيم العيسوي نموذج النمور الآسيوية ، دار الثقافة الجديدة القاهرة، ١٩٩٥ ص ٧١

[٣] منى قاسم: الإصلاح الاقتصادي، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة ١٩٩٧ ص ١٨٤

٥- إعفاء ٥٠% من الأرباح للشركات التصديرية في ماليزيا وإعفاء كامل للمستوردات بقصد التصنيع وإعادة التصدير، أي تم إعفاء الصناعات التصديرية بالكامل وذلك بهدف تشجيع الاستثمار الأجنبي.

٣- البحث العلمي: أخذت الدولة على عاتقها عملية (تمويل البحث العلمي) لأن الشركات الصغير ة والمتوسطة غير قادرة على إجراء البحوث وتأهيل الكوادر العلمية ، فقد أقامت الدولة الجامعات والمعاهد ومراكز البحوث ومراكز التدريب والتأهيل المجاني لخدمة القطاع الخاص وبالتالي بلغت نفقات البحث العلمي حوالي ٢% من الناتج في تايوان وفي اليابان وصلت إلى ٥-٧ % خلال الأعوام ١٩٩٣-١٩٩٦ وتراوحت بين ١.٧ إلى ٤% في كل من سنغافورة – ماليزيا – اندونيسيا – تايوان وهي نسب مرتفعة مقارنة مع الدول العربية التي لا تتجاوز نفقات البحث العلمي فيها ٠.٢ % من الناتج أي لا يوجد بحث علمي مقارنة بالدول الآسيوية.

٤- تشجيع التصدير وتقديم كل المزايا والإعفاءات والمساعدات للصناعات التصديرية وخاصة التي تستثمر المادة الأولية المحلية واليد العاملة المحلية بهدف التصنيع والتصدير لذلك ارتفعت حصة دول جنوب شرق آسيا من ١٠% عام ١٩٨٠ لتصل إلى ٢٠.٣% في عام ١٩٩٥ وتبلغ حصة النمور السبعة حوالي ١١.٦ % من حجم التجارة العالمية وبلغت الصادرات إلى الناتج في دول النمور عدا اليابان حوالي ٣٢.٢% من إنتاجها الوطني أي حوالي ثلث الناتج يوجه للتصدير وهي نسبة مرتفعة ونظراً لأنها ذات مواصفات عالية تستطيع أن تنافس السلع الأوربية والأمريكية.

٥- اعتمدت دول النمور على سياسة الأجور الرخيصة في بداية نهضتها لكنها وجدها سياسة خاطئة لذلك باشرت برفع الأجور سنوياً حيث وصلت نسبة الأجور إلى ٦٠% من الدخل القومي عام ١٩٩٥ حيث وصل نصيب الفرد من الناتج إلى

٢٦٣٠ دولاراً في جميع دول النمور أما في سنغافورة فقد وصل نصيب الفرد إلى ١١١٦٠ دولاراً وفي كوريا وصل إلى ٥٤٠٠ دولاراً وفي تايوان وصل إلى ٧٩٥٠ دولاراً وهي معدلات مرتفعة تتقارب مع الدول الأوربية ، وكان الهدف منها رفع التكلفة لتقترب من التكلفة العالمية وتشجيع الاستهلاك لكي يزداد الطلب المحلي على الصناعة الوطنية.[1]

٦- القطاع الخاص ودور الدولة :لقد استخدمت الحكومات في دول شرق آسيا سياسة الدولة التدخلية في الاقتصاد وذلك من خلال إقامة المصانع الحكومية أو إقامة المصانع بالمشاركة مع القطاع الخاص ولكي تستفيد الدولة من خبرات القطاع الخاص أنشأت ما يسمى (مجلس المداولة) وهو يضم في عضويته (الحكومة – العمال – القطاع الخاص) لمناقشة القضايا الصناعية والتصدير والاستثمار والأجور والأرباح وذلك بهدف إصدار قرارات اقتصادية ناجحة إضافة إلى ذلك فقد أعطت كوريا لمنصب نائب رئيس مجلس الوزراء تسمية قيصر كوريا الاقتصادي ويرأس مجلس التخطيط القومي ويجتمع شهرياً لدراسة واقع الخطة السنوية والاستثمار والتنفيذ وكشف الانحرافات وتصحيحها في حينها كي لا تؤثر على باقي القطاعات.

إن هذه الإجراءات السياسية والاقتصادية والاجتماعية قد ساهمت في نهضة دول شرق آسيا ونقلتها من دول متخلفة إلى دول متقدمة وبالتالي فإنّ حدوث أزمة في الأسواق المالية ليس انهياراً لتلك الأنظمة الاقتصادية ، بل أصبحت هذه الدول من عداد الدول المتقدمة وأصبحت مشاكلها من مشاكل تلك الدول ومن الطبيعي أن يحصل الانهيار في البورصات.

---

[1] إبراهيم العيسوي : نموذج النمور الآسيوية ، مرجع سابق ص٧٩-٨٠-٨١

ثانياً : أسباب الأزمة المالية في دول آسيا:

إن انهيار الأسواق المالية في دول جنوب شرق آسيا لم يكن حدثاً عارضاً ، بل جاء نتيجة بعض الممارسات والإجراءات غير الصحيحة ، وتشجيع الاستثمار الأجنبي للمضاربة في الأسواق الوطنية وغيرها فالسؤال المطروح : ((ما هي الأسباب الحقيقية للأزمة الآسيوية ؟)) .

تقسم الأسباب الحقيقية للأزمة المالية الآسيوية إلى ثلاث مجموعات هي:

أولاً: الأسباب السياسية:

١- شكلت دول شرق آسيا "منظمة الآسيان " كمنظمة اقتصادية ثم تحولت لتصبح مؤسسة سياسية تطرح آراءها بخصوص حقوق الإنسان والعدالة الاجتماعية وحق الشعوب في تقرير مصيرها وطالبت إسرائيل بالانسحاب من الأراضي المحتلة وحق الشعب الفلسطيني في إقامة دولته المستقلة ، أي أن هذه المواقف أزعجت الولايات المتحدة الأمريكية وبدأت كل من أوربا والولايات المتحدة تسعى لإرباك هذه المنظمة بأي أزمة يمكن أن تحدث وخاصة حركة الرساميل قصيرة الأجل التي شجعتها أمريكا على الانسحاب من شرق آسيا.

٢- حصول دول شرق آسيا على امتيازات عديدة عند المفاوضات مع منظمة التجارة العالمية مما أخاف الولايات المتحدة ودفعها لكي تحدث شرخاً في الصف الآسيوي خشية من تحول الآسيان إلي قوة سياسية مستقبلية.

٣-لم يلق مشروع حوض الباسيفيك (الولايات المتحدة الأمريكية مع دول جنوب شرق آسيا واليابان) أي اهتمام وهو مشروع طرحته الولايات المتحدة بهدف إقامة تحالف أمريكي آسيوي يجمع دول آسيا تحت سيطرة الولايات المتحدة.

ثانيا: الأسباب الاقتصادية:

إن التوسع في الإجراءات الاقتصادية قد مهد السبيل لإمكانية حدوث أزمة لأن هذه الدول لم تفكر بالأزمة لذلك توسعت كثيراً أملا في النمو وجذب الاستثمارات الأجنبية وأهم هذه الإجراءات :

١-زيادة حجم الصادرات للناتج المحلي الإجمالي حيث وصلت وسطياً إلى ٤٤% لمجموعة الآسيان وبشكل مفصل وصلت الصادرات إلى الناتج في سنغافورة ٥٢% هونغ كونج ٤٩% كوريا ٢٧% تايوان ٤٣% ماليزيا ٦٩% تايلاند ٢٩ % . إن هذه المعدلات المرتفعة تجعل من الممكن حدوث أزمة عندما يتعرض الطلب الخارجي للخطر أو التراجع.

٢- ارتفاع نسبة الحماية للصناعة الوطنية حيث وصلت اندونيسيا إلى ٧٠% وفي كوريا ٣٠% وفي تايلاند ٥٠% وقد فسرت الدول المتقدمة بأن هذه الدول (تعطي أكثر مما تأخذ) وقد حدث تعاون أوربي أمريكي ضد هذه السياسة بحيث ينبغي على هذه الدول فتح أسواقها وشركاتها أمام الاستثمار والمشاركة الأجنبية وإلغاء الرسوم الجمركية وكافة أشكال الحماية.

٣-التصنيع بهدف إعادة التصدير وحسب الأذواق والرغبات الأجنبية الأمر الذي شجع قطاع التصدير وإعادة التصدير على حساب الصناعة المحلية وجعل هذه المؤسسات عرضة للانهيار في حال حدوث أزمات خارجية.

٤-توجه الفوائض المالية المتوفرة في الشركات الإنتاجية بدلاً من التوسع والانتشار في القطاعات الإنتاجية إلى القطاعات الخدمية وخاصة المضاربة في أسواق المال مما أدى لانحراف الشركات عن أهدافها الأساسية وإشعال نيران المضاربة وارتفاع الأسعار دون المبرر الاقتصادي الأمر الذي أثّر على معدل النمو الاقتصادي في هذه الدول فقد تراجع معدل النمو من المتوسط ٨-١٠% في أكثر دول جنوب شرق آسيا إلى ٧% في ماليزيا ٥% سنغافورة ٦% هونج كونج ٤% في كوريا.

إنّ توسع المضاربات والأعمال التجارية والخدمية وغيرها قد أثرت على الأداء الاقتصادي وساهمت في رفع الأسعار وانتظار الأزمة.

ثالثاً : الأسباب المالية والنقدية (الأسباب الفنية):

تعتبر الأسباب المالية والنقدية من الأسباب الفنية التي تساهم بشكل مباشر في إحداث الأزمة فإذا ما توفرت الظروف المواتية فإن أي حدث أو سبب مالي يمكن أن يشعل نيران الأزمة وتحصل الكارثة فما هي الأسباب الفنية التي ساهمت في إحداث الأزمة المالية وكيف تفاعلت مع الأحداث الأخرى ؟

١-تخفيض قيمة العملة الوطنية بهدف زيادة الصادرات الوطنية ، فقد خفضت الصين عملتها بمقدار ٥٠% وخفضت كوريا وهونج كونج العملة بمقدار ٢٠% وخفضت كل من سنغافورة وتايلاند واندونيسيا وماليزيا قيمة العملة بمقدار ٤٠% والى جانب هذا التخفيض تم ربط العملات الآسيوية بالدولار وبالتالي أصبحت هذه العملات ترتفع مع الدولار وتنخفض معه مما دفع حكومات البلدان الآسيوية لحماية الدولار بدلا من حماية عملاتها ، وكان الأفضل لهذه الدول لو ربطت عملاتها بسلة عملات لكان قد تحقق الاستقرار لها وحققت هدفها في زيادة التصدير.

٢-تساهل المصرف المركزي في ممارسة دوره الرقابي على المصارف التجارية بسبب فرحه بمعدل النمو المرتفع مما دفع المصارف التجارية للتوسع في منح الائتمان حيث وصل حجم الائتمان للناتج في ماليزيا إلى ٨٥ % سنغافورة ٩١ % تايوان ١٤٩% تايلاند ٩٨% كوريا ٦١% وذلك في عام ١٩٩٥ [١] (انظر الجدول (٣)) مما أدى إلى زيادة حجم النقد في الاقتصاد دون أن يرافق ذلك زيادة موازية في الناتج حيث توجهت القروض إلى التجارة والخدمات مما أدى لتضخم المضاربة في قطاع العقارات وارتفاع أسعارها ثلاث مرات خلال عام ١٩٩٦.

---

[١] رمزي زكي: المحنة الآسيوية، مرجع سابق ص ١٣٦

وقد كانت بداية للأزمة لأن المصارف عندما ستتعرض للأزمة لا يستطيع المقترض إعادة الأموال لها لأنها خصصت للعقارات.

٣-زيادة حجم الاقتراض من المصرف المركزي للحكومات وقد ساهمت هذه العملية في دفع عملية التنمية في عقدي السبعينات والثمانينات لكن المصارف المركزية قد توقفت عنها بسبب الاقتراض من مصارف تجارية خارجية للدول الآسيوية حيث وصلت الديون للدول الآسيوية من جميع البنوك التجارية حسب بنك التسويات الدولي في بازل حوالي ٦٣٩.٤ مليار دولار استأثرت هونج كونج بحوالي ١٧٤.٦ مليار دولار وقد شكلت هذه القروض سيولة إضافية لاقتصاديات الدول الآسيوية مهدت السبيل للأزمة.[١]

٤- لقد ساهم التوسع النقدي والمالي في زيادة حجم السيولة الوطنية وشجع ذلك الشركات المساهمة على زيادة إصدار الأسهم والسندات ليس بهدف التوسع الصناعي وزيادة قدراتها الصناعية بل لتجميع أموال إضافية تم توجيهها للمضاربة في أسواق المال وتشكيل محافظ استثمارية بهدف جني الأرباح السريعة وهذا مالا تفعله الشركات الأوربية في تركيز استثماراتها على المضاربة بدلاً من التوسع في الإنتاج ، إضافة إلى شراء العقارات وإعادة بيعها بأسعار مرتفعة مما زاد أرباح هذه الشركات وزاد أرباح الأسهم فارتفعت أسعار الأسهم دون مبرر صناعي وإنما اعتماداً على المتاجرة (تضخيم الأرباح والأسعار).

٥-زيادة حجم القروض للمضاربين في أسواق المال، حيث حددت سوق نيويورك (وول ستريت) نسبة الاقتراض حتى ٢٥% من قيمة الأصول المالية وذلك بهدف ضمان حقوق المصرف حال حدوث الأزمة ، كما وحددت بعض الدول نسبة تصل إلى ٤٠% لكن دول شرق آسيا رفعت النسب لتصل إلى ٧٥ % من حجم الأصول

---

[١] رمزي زكي: المحنة الآسيوية، مرجع سابق ص ١٣٤

المالية وبالتالي على المضارب فقط أن يمتلك ٢٥ % وهذا الأمر يسرع في إحداث الأزمات في الأسواق لأنه عندما يشعر المضارب ببداية الهبوط يضطر للبيع بخسارة لتسديد قيمة القروض وهذا ما دفع المستثمرين في دول شرق آسيا للبيع بأسعار أقل مما دفع باتجاه الأزمة.

٦-زيادة حركة رأس المال قصير الأجل إلى دول شرق آسيا بهدف المضاربة أو الإقراض لفترات قصيرة بفائدة مرتفعة مما زاد حجم السيولة وزاد من معدلات التضخم وارتفاع أسعار الأسهم دون المبرر الاقتصادي.

٧-السماح بدخول رأس المال الطيار (الساخن) للمضاربة في الأسواق وهذا الأمر يحمل خطورة بالغة للدول النامية نظراً لعدم توفر الإمكانيات والخبرات لوقف الأزمة في حال حدوثها ، فقد منعت ألمانيا دخول الرساميل الأجنبية التي ترغب بالمضاربة في سوق المال وقيدت الدخول والخروج أي إذا رغب المضارب بالدخول إلى الأسواق الألمانية يتحدد له زمان ومكان العمل وزمان الخروج والآلية ، لأن حدوث بوادر الأزمة تدفعه للهروب مما يزيد في حجم الأزمة.

إن هذه الأسباب شكلت مع الأسباب الأخرى مقدمات حدوث الأزمة وأما السبب المباشر فكان المضارب الأمريكي (جورج سيروس) الذي دخل إلى ماليزيا وسنغافورة برأسمال قدره ٨ مليارات دولار خصصت للمضاربة في أسواق المال مما زاد في حدة الارتفاع وعندما شعر بإمكانية حدوث الأزمة باع بأسعار أقل ثم اشترى ثانية بأسعار أعلى مما أعاد الأسعار لارتفاع أكبر ثم باع بأسعار أقل وغادر لتبدأ حركة هبوط كبيرة خاصة وأن المقترضين بضمانة الأسهم لا يمتلكون الإمكانيات اللازمة للصمود لذلك تزايدت حدة الهبوط.

جدول رقم (٣)

تطور الائتمان المصرفي في دول شرق آسيا والدول المتقدمة خلال الفترة ١٩٦٥ـ ١٩٩٥ منسوبة للناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول

الدول	١٩٦٥	١٩٧٠	١٩٧٥	١٩٨٠	١٩٨٥	١٩٩٠	١٩٩٥
إندونيسيا	%٥	%٩	%٢١	%١٠	%١٨	%٤٧	%٥٣
كوريا الجنوبية	%١١	%٣٤	%٣٥	%٤٢	%٤٩	%٥٧	%٦١
ماليزيا	%١٣	%١٨	%٢٧	%٣٨	%٦٢	%٧١	%٨٥
الفلبين	%١٩	%١٩	%٢٤	%٣١	%٢٠	%١٩	%٣٨
سنغافورة	%٣٨	%٤٦	%٥٧	%٧١	%٩٢	%٨٢	%٩١
تايوان	%٢٤	%٣٢	%٥١	%٥٥	%٦٧	%١٠٠	%١٤٩
تايلاند	%١٦	%١٨	%١٦	%٣٠	%٤٦	%٦٥	%٩٨
ألمانيا	%٥٧	%٤٦	%٧٠	%٧٩	%٨٧	%٩٥	%١٠٠
اليابان	%٨١	%٨٧	%٨٨	%٨٥	%٩٩	%١٢٤	%١١٨
الولايات المتحدة	%٥٣	%٥٥	%٦٢	%٦٥	%٦٨	%٧١	%٦٥

ثالثاً: تحليل الأزمة في سوق المال :

بعد التعرف على أسباب الأزمة من الناحية السياسية والاقتصادية والفنية لابد من تحليل هذه الأزمة والتعرف من الناحية الفنية على آلية حدوثها فهل الأزمة انعكاس للمعلومات الواردة عن السوق وأوضاع دول شرق أسيا ، أم أنها تصحيح للأسعار التي وصلت إلى الحد الأعظمي؟

بالطبع لا تمتلك الأسواق في الدول النامية ولا حتى في دول شرق آسيا عشية الأزمة الكفاءة الكاملة التي تجعل من المعلومة سبباً لتحركات الأسعار وذلك للأسباب التالية:

آ- إن الأسعار في دول شرق آسيا لم تتحرك صعوداً بفضل المعلومات عن حالة الاستثمار وتحسن الاقتصاد بل تصاعدت نتيجة توفر السيولة الفائضة أو فائض سيولة إن صح التعبير.

ب- مساعدة المصارف للمقترضين المضاربين على الاقتراض وزيادة حجم المضاربة طالما أن المصرف يربح نتيجة التوظيف والمضارب يربح نتيجة ارتفاع الأسعار، لكن ذلك لا يعتبر عنصراً اقتصادياً، بل مقدمة لأزمة مالية.

ج- زيادة حجم التدفقات الرأسمالية بغرض المضاربة ، فقد بلغت التدفقات الاستثمارية الخاصة إلى اندونيسيا حوالي ٤,٨ مليار دولار وإلى ماليزيا ١٠,٥ مليار دولار وإلى تايلاند ٨,٨ مليار دولار وإلى كوريا ٣,٢ مليار دولار وذلك في عام ١٩٩٦ قبل عام الأزمة [١] وجميع هذه المبالغ كانت تتوجه لسوق المال للمضاربة مما زاد الأسعار دون حدوث مبررات اقتصادية.

إن هذه الأسباب أدت لزيادة الارتفاع حيث وصلت إلى حدودها العظمى فقد وصل مؤشر نيكاي في اليابان إلى ٤٠٠٠٠ نقطة ووصل مؤشر هانج سينغ Hang Seng إلى ١٦٠٠٠ نقطة.

---

[١] رمزي زكي: المحنة الأسيوية ، مرجع سابق ص ١٣٦

لقد أدت الأزمة لهبوط مؤشر نيكاي حوالي ٢٧٠٠٠ نقطة أي هبط من ٤٠٠٠٠ نقطة ليصل إلى ١٣٠٠٠ نقطة في عام ١٩٩٨ وهبط مؤشر هانج سينج من ١٦٠٠٠ نقطة ليصل إلى ٨٠٠٠ نقطة أي حوالي ٥٠% من قيمته.

إن نسبة الهبوط وصلت إلى ٥٠% في الأزمة الآسيوية وقد امتد أثرها إلى أوروبا وروسيا والولايات المتحدة الأمريكية حيث انخفض حجم المؤشر الأمريكي حوالي ٥٥٤ مليار دولار أي إلى أكثر من أزمة عام ١٩٨٧ وتأثرت جميع الأسواق المالية في العالم بهذه الأزمة نتيجة الافلاسات في شرق آسيا وبالتالي فإن نظرية الهبوط لتصحيح الخلل في الأسعار هي التي تنطبق في هذه الحالة.

رابعاً : آثار الأزمة الآسيوية :

لقد ألقت الأزمة الآسيوية بظلالها على الاقتصادات الآسيوية والأوربية والأمريكية وعلى العالم أجمع نظراً لتزايد علاقات الترابط فيما بين الدول، خاصة بعد إجراءات توحيد السوق العالمية ومحاولة إزالة جميع العقبات التي تعترض حركة السلع والبضائع وحركة رأسمال ، وما يشجع على تعميق التكامل والتعاون الدولي وزيادة حجمه هو حركة رأس المال المالي والمضاربات في الأسواق المالية ورغبة أصحاب هذه الرساميل في تعظيم أرباحهم الأمر الذي يدفعهم بشكل مستمر للضغط على الحكومات والأنظمة لإزالة القيود من أمام حركة رأس المال المضارب ، بل وتشجيعه بأشكال مختلفة للدخول والمضاربة وتشجيع البورصات وتطوير آليات عملها وبالنهاية ((تدويل البورصات)) ولدراسة هذه الأزمة وآثارها بشكل مفصل لابد من معرفة آثار الأزمة على الاقتصاد العالمي أولاً ثم على الاقتصادات المحلية ثانياً .

آ- آثار أزمة جنوب شرق آسيا على الاقتصاد العالمي:

إن ترابط الاقتصادات العالمية كما ذكرنا يؤدي في الوقت الحاضر لانتقال آثار أي أزمة من الموقع المحلي إلى بقية الاقتصادات وذلك عبر آليات التعامل وحركة الرساميل وتوزع الأملاك والممتلكات فالفرنسي أصبح يملك ليس في فرنسا فحسب ، بل في

جميع الدول وكذلك الآسيوي أصبح له ملكيات في كافة الشركات العالمية لذلك يظهر مباشرة أثر أي أزمة على بقية الدول.

لقد أدت الأزمة إلى الآثار التالية :

١- انتقلت الأزمة بشكل سريع إلى الاقتصاد الروسي حيث تدهور سعر الروبل وسحب الأفراد ودائعهم من المصارف مما أدى لنقص السيولة وتوقفت الدولة عن سداد ديونها الخارجية مما دفع الرساميل الأجنبية إلى الهروب من الاقتصاد الروسي تاركين وراءهم أزمة جديدة عرفت بأزمة ١٩٩٨ في الاتحاد الروسي ودول الاتحاد السوفيتي السابق.

٢- انخفاض حجم الطلب الآسيوي على المواد الأولية المستوردة من روسيا.

٣- تراجع أسعار النفط لتصل إلى ٩ دولار للبرميل في عام ١٩٩٩ نظراً لانخفاض الطلب الآسيوي على النفط حيث كان الطلب لدول جنوب شرق آسيا واليابان حوالي ١٦.٩ مليون برميل يومياً عام ١٩٩٦ حيث تراجع ليصل إلى ٨.٢ مليون برميل يوميا الأمر الذي أثر على الدول المنتجة للنفط وتراجع حجم عائداتها.

٤- انخفاض حجم الصادرات الأوربية إلى آسيا مما أدى لتراجع الإنتاج وانخفاض حجم الأسهم للشركات الإنتاجية في دول أوربا.

٥- تعرض بعض الصناديق التي تأسست في أوربا للمضاربة في دول شرق آسيا للإفلاس على أثر الأزمة.

٦- تعرض الصندوق الذي شكلته الشركات الأوربية والأمريكية باسم الصندوق الاستثماري للإقراض طويل الأجل (LTCM) للإفلاس بعد أن وصلت عائداته إلى ٤٠% في عام ١٩٩٦ في حين تراجعت عام ١٩٩٧ إلى ١٧%. وقد تكوّن هذا الصندوق من المصارف التالية: "بانكرزتراست – باركليز – دويتشه بنك – اتحاد المصارف السويسرية ج – ب – مورجان ساكس كرديه سويس – مورجان ستانلي".

٧- تغير سياسة صندوق النقد الدولي من تصفية البنوك المتعثرة إلى تقديم مساعدة سريعة لهذه المصارف في أوربا وآسيا بلغت مليارات الدولارات حيث قدمت الدول مساعدة بمقدار ٣.٥ مليار دولار للصندوق المذكور.

٨- انتقال الأزمة إلى دول أمريكا اللاتينية التي تعاني من أزمة الديون وعجزها عن السداد فقد بلغت ديون تلك الدول ٦٤٠ مليار دولار أمريكي وهو مايعادل ٣٦% من الناتج الإجمالي وقد زاد الأزمة حدة هبوط أسعار المواد الأولية (البن – الكاكاو – المطاط – النفط – الحديد – النحاس) وتراجع قدرة هذه الدول على السداد مما عرضها لأزمات متلاحقة حيث شهد عام ٢٠٠١ أزمة كبيرة في الأرجنتين وهبوط قيمة العملة المحلية.

٩- تأثرت الدول العربية أيضا بالأزمة الأسيوية نتج عن انخفاض الطلب الآسيوي على النفط والغاز والمواد الأولية مما أدى لانخفاض طلب هذه الدول على المستوردات الآسيوية من التقانات الحديثة والسيارات وغيرها.

إن هذه الأزمة قد دفعت بالاقتصاد العالمي للدخول في حال الركود التي استمرت حتى عام ٢٠٠٢ تقريباً أي قرابة خمس سنوات وهي الدورة الاقتصادية .

ب – آثار الأزمة على الاقتصادات الأسيوية :

لقد أدت الأزمة التي عصفت بالاقتصادات الآسيوية لموجة شديدة من الاضطرابات الاقتصادية والاجتماعية والسياسية استمر تأثيرها على تلك الاقتصادات عدة سنوات وأهم هذه الآثار :

١- انخفاض قيمة العملات الوطنية لهذه الدول بحدود ٣٠-٤٠% مما أدى لزيادة حجم العجز في ميزان المدفوعات وزيادة المديونية المترتبة على هذه الدول.

٢- تراجع معدلات النمو الاقتصادي من ٨-١٠% وسطيا إلى السالب في بعضها و٢-٣% في بعضها الآخر الأمر الذي أدى إلى ما يلي:

آ- زيادة معدلات البطالة في معظم هذه الدول من ٤.٩ %

في أندونيسيا عام ١٩٩٦ إلى ١٥% عام ١٩٩٨

وفي كوريا من ٢% عام ١٩٩٦ إلى ٧% عام ١٩٩٨

ب – زيادة حدة الفقر نتيجة البطالة وخسارة صغار المدخرين لمدخراتهم الأمر الذي جعل بعضهم دون غذاء أو مأوى.

٣- تعرضت الاقتصادات الآسيوية لموجة من التضخم وارتفاع الأسعار نتيجة انخفاض أسعار صرف عملاتها أو نتيجة إلغاء الدعم السلعي للمواد الغذائية وبدأت في الاقتصاد موجة (ركود تضخمي) Flation Stag لأول مرة في تاريخ الاقتصاد الآسيوية.

٤- انتهاء عصر الحماية للصناعة الوطنية وعصر الحماية للملكية الوطنية حيث حدد صندوق النقد الدولي على هذه الدول ضرورة فتح اقتصادياتها أمام المستثمرين الأجانب وتخفيض درجة الحماية للصناعة الوطنية قبل الحصول على المساعدات والقروض وبالفعل توجه المستثمرون الأوربيون للشراء بأسعار متدنية حيث باعت شركة دايو الكورية ٥٠% من أسهمها لشركات أوربية وباعت العديد من المنشآت المصرفية أسهمها لمصارف أوربية وأمريكية، إضافة إلى ذلك انخفضت درجة حماية الصناعة الوطنية من ٧٠% في كوريا إلى ٣٠% ومن ٦٠% في ماليزيا إلى ٢٥% وأصبح بمقدور أي شركة إقامة شراكات مع شركات أجنبية لأن السوق أصبحت مفتوحة.

٥- انهيار أسعار الأسهم أدى لانخفاض القيم الحقيقية للشركات بعد أن كانت مرتفعة مما دفع المستثمرين الأجانب لحيازة أسهمها بأسعار رخيصة أثرت على ثروة الاقتصاد الوطني، فبعد أن كانت شركة دايو تمتلك ١٠ مليار دولار أصبحت بحدود ٦ مليارات نتيجة الخسارة، مما سهل على الشركات العالمية شراء أسهمها بأسعار منخفضة.

الفصل الثاني عشر

البورصات العربية

مقدمة:

إن تطور وسائل الاتصال والتقانة وأنظمة المعلومات قد فتحت آفاقا جديدة أمام المستثمرين من جهة وأمام المواطنين العاديين من جهة ثانية، فأصبح بمقدور كل مواطن أن يشاهد يومياً حركة أسواق المال (ارتفاع أو هبوط مؤشرات الأسهم في الأسواق العالمية) وأسعار العملات والمعادن الثمينة وغيرها مما زاد في ثقافة المواطن من الناحية المالية والاستثمارية وأصبحت الحاجة ملحة لإقامة تلك الأسواق بحيث نشجع المدخرين على توظيف مدخراتهم في مجالات متعددة وفي خيارات متعددة كما وشجع ذلك المستثمرين على توسيع أنشطتهم وزيادة رساميلهم و قروضهم طالما أن السوق أنشئت لهذا الغرض فالسوق المالية أصبحت من الأدوات الاستثمارية الهامة في الاقتصاديات الحديثة لأنها تكشف عن القيم الحقيقية للشركات وأرباحها ومدى تقدمها ونجاحها، وتكشف عن مدى توفر القروض والأدوات المالية الهامة للتمويل.

إن الاقتصاديات العربية التي تحررت في الخمسينيات من القرن الماضي لم تستطع إقامة الأسواق المالية نظراً للتركيز على التنمية وإقامة المشاريع الأساسية من جهة وانخفاض حجم الرساميل الخاصة في الاستثمار من جهة أخرى ومع ذلك فقد أقامت بعض الاقتصاديات العربية أسواقاً مالية صغيرة نظراً لتوفر شركات مساهمة مثال بورصة

دمشق التي أنشئت في سنوات النمو الأولى بعد الاستقلال حيث كانت أولى البورصات العربية وكذلك ظهرت في مصر- القاهرة سوق صغيرة لتداول الأسهم.

لكن تباين حركة التطور فيما بين الدول العربية التي انتهجت طريق التطور الرأسمالي والأخرى التي انتهجت طريق التطور الاشتراكي قد أدى لتباين مستويات ظهور الأسواق المالية وبالتالي استطاعت الدول التي اختطت الطريق الرأسمالي أن تنجز أسواقا مالية أصبحت متطورة الآن و تمتلك تجربة يمكن أن تساعد بها الدول العربية التي تأخرت في إقامة سوق المال.

لقد سجلت أسواق المال العربية نمواً متميزاً خلال السنوات الأخيرة للأسباب التالية:

١. زيادة حجم الفوائض المالية ورغبة المستثمرين العرب في تطوير الشركات الصناعية والمؤسسات المالية العربية.
٢. تطور الهياكل العربية المالية (شركات التأمين- المصارف- المصارف الإسلامية- صناديق الادخار والتمويل- شركات الوساطة... و غيرها)
٣. تطور البنى التشريعية و قدرة هذه الدول على مراقبة و ضبط الأنشطة المالية والاستثمارية.

لقد ازداد عدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية (الأردن- السعودية- البحرين- تونس- مسقط- الكويت-لبنان- مصر- الإمارات العربية- قطر- السودان- الجزائر- فلسطين- المغرب ....) ليصل إلى ١٦٠٠ شركة في نهاية آذار ٢٠٠٥ و تمثل بورصتا القاهرة و الإسكندرية حوالي ٤٧.٧ % من إجمالي هذه الشركات.[1]

كما ارتفع حجم الأسهم المتداولة ليصل إلى ١٠٠.٣ مليار دولار أي ما يعادل ١٢% من حجم الناتج العربي مما يؤكد على أهمية هذه الأسواق و تطورها كما و بلغت

[1] صندوق النقد العربي: النشرة الفصلية، الربع الأول لعام ٢٠٠٥ ص٨

القيمة السوقية للأسهم المسجلة في البورصات المذكورة حتى آذار ٢٠٠٥ حوالي ٨٤٦.٧ مليار دولار.

أولاً: تطور فعالية الأسواق العربية:

لقد أنشأت أكثر الدول العربية أسواقا مالية و أخذت هذه المؤسسات بالتنامي و الانفتاح و التعاون فيما بينها ومع المؤسسات المالية الدولية بحيث تستفيد من تجاربها و تحاول تجنب الأزمات التي يمكن أن تتعرض لها هذه الأسواق، إضافة إلى ذلك فقد حدثت بعض التحسينات الهامة على عمل الأسواق المالية العربية بهدف رفع فعالية و كفاءة هذه الأسواق و أهم هذه التحسينات:

١. تطبيق مبدأ الشفافية و الوضوح و الدقة في التعامل بحيث لا يستطيع الزبون أو الوسيط تنفيذ أوامر البيع و الشراء إلا حسب نشرة الأسعار و حركة البيع و الشراء كما لا يستطيع الوسيط إنجاز عمليات غير نظامية بالاتفاق مع بعض زملائه لأن أنظمة الرقابة أصبحت قادرة على ضبط أساليب الغش و مراقبتها.
٢. أدخلت عملية المضاربة عبر الانترنت في بعض البورصات (السعودية– الكويت– الدوحة) بحيث أصبح بمقدور المضارب العربي ممارسة هذا النشاط في البورصة الوطنية بدلاً من ممارسته في الأسواق الأجنبية.
٣. أنشأت بعض البورصات العربية مراكز إيداع و حفظ مركزي تتميز بالكفاءة بهدف تسجيل ونقل الملكية وتسوية قيم الأوراق بين المتعاملين وتعتبر مراكز الإيداع مهمة في البورصة لأنها تقوم بعمليات المقاصة والتسوية، كما وتم استخدام أنظمة تسوية حديثة الكترونية في كل من (السعودية– مصر– الأردن– الإمارات العربية المتحدة– قطر– فلسطين).[1]

---

[1] محمود محمد الداغر: الأسواق المالية، مرجع سابق ص٣١٩

٤. ازدياد عدد الشركات المدرجة و ذلك بسبب الإصلاحات التي قامت بها أكثر الدول حيث ساعد توجه الخصخصة الدول العربية على تأسيس شركات مساهمة جديدة أو تحويل بعض شركات القطاع العام إلى شركات مساهمة، فقد ازداد حجم الشركات العربية من ٥٥٠ شركة عام ١٩٨٤ إلى ٧٠٠ شركة عام ١٩٩٣ ليصل إلى في عام ٢٠٠٥ إلى ١٦٠٠ شركة و كان أكثرها في بورصتي القاهرة والإسكندرية حوالي ٧٥٩ شركة ومسقط حوالي ١٢٣ شركة وبورصة عمان ١٩٢ شركة والكويت ١٢٥ شركة.[1]

فكلما ازداد عدد الشركات المدرجة في السوق كلما ساعد ذلك على التنوع وزيادة حجم الاختيار وازدياد حدة المنافسة بحيث تؤدي في النهاية لتحميع المدخرات الوطنية وتشجيع الاستثمار.

٥. حاولت و تحاول بعض البورصات تحديث مؤسسات الوساطة و تطوير مهنة إدارة المحافظ الاستثمارية للغير و تحديد معايير للسلوك المهني و تحديد أسس العمل لمؤسسات الوساطة و فرض الغرامات و العقوبات على كل من يخالف تلك الأسس لأن أكثر الانحرافات في الأسواق العالمية تبدأ من الوسطاء وتنتقل إلى المضاربين وإدارات الشركات المساهمة التي تدعم تلك التوجهات فتؤدي في النهاية للأزمات في الأسواق المالية.

٦. التزمت أكثر البورصات العربية بإصدار نشرات يومية– أسبوعية– شهرية– سنوية تتضمن كافة المعلومات عن حجم السوق و التداول ومؤشرات الأسعار كما و تعطي إدارات البورصات العربية معلومات يومية للصحافة اليومية عن حركة وحجم التداول بحيث أصبحت المعلومات متاحة للجميع وبدون تكلفة.

---

[1] صندوق النقد العربي، النشرة الفصلية، الربع الأول لعام ٢٠٠٥ ص ٩٣

إن إدارات البورصات العربية والحكومات العربية أصبحت اليوم بحاجة ماسة لتطوير عمل هذه المؤسسات لأنها تعبر عن حالة كل اقتصاد وطني وتساعد الدول العربية على الاندماج في السوق العالمية في إطار منظمة التجارة العالمية، وقد ساعدت التوجهات العامة وتطور وسائل الاتصال والخبرات لتطوير البورصات العربية وخروجها من بورصات محلية إلى بورصات كبيرة وعالمية.

ثانياً: خصائص الأسواق المالية العربية:

تعتبر الأسواق المالية العربية من الأسواق الناشئة نظراً لحداثة عهدها وانخفاض درجة تركيز السيولة فيها وانخفاض حجم التداول مقارنة مع الأسواق الأخرى فالمستثمرون في الدول العربية يسعون بشكل دائم للاعتماد على التجارة والاستيراد والتصدير نظراً لارتفاع أرباحها من جهة وسرعة الحصول على العائد وزيادة التجارة العربية الخارجية من جهة أخرى، لكن التطور الاقتصادي وازدياد درجة الاندماج في السوق العالمية قد ساعد على نشوء وتطور البورصات وبالتالي يمكن تمييز الأسواق العربية بالخصائص التالية:

١. انخفاض حجم السوق و نشاطها مقارنة مع حجم الناتج في الدول العربية، و يعود السبب بذلك لاعتماد المستثمرين على نمط شركات الأشخاص حيث يفضل القسم الأعظم منهم تأسيس شركات سريعة وإدارتها بشكل مباشر في حين يتطلب تأسيس شركات مساهمة فترة أطول وتدخل جميع المساهمين في الإدارة حيث يحق فقط للهيئة العامة للمساهمين انتخاب أعضاء مجلس الإدارة ومراقبة عملهم، إضافة إلى ذلك فالشركات المساهمة لم تطرح حتى الوقت الحاضر سندات القرض على الجمهور للاكتتاب بها وتفضل القروض المصرفية لذلك ينخفض حجم التنوع في السوق كما وأن الحكومات لا تطرح سندات الدين العام بل تفضل الاقتراض من

المصرف المركزي كوسيلة أرخص وأفضل للدولة فالأسواق المالية تنشط بالأسهم والسندات (بأشكالها التجارية و الحكومية). وفيما يلي جدول يوضح حجم التعامل في الأسواق العربية.

Damascus University

جدول رقم (١) يوضح تطور الأسواق المالية العربية

المؤشر	١٩٩٧	١٩٩٨	١٩٩٩	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٢	٢٠٠٣	٢٠٠٤	ربع ثالث ٢٠٠٥	ربع ثالث ٢٠٠٥
القيمة السوقية(بالمليون دولار)	145,562	122,872	149,150	148,158	152,230	208,858	363,828	٦٢٢.٤٢٢	١.٠٥٥.٩٠٦	١.٢١٦.٢٢٦
قيمة الأسهم المتداولة(بالمليون دولار)	63,894	35,536	35,594	36,539	42,688	65,400	232,420	٣٠٩.٢٢٣	٢٩٢.٢٨٣	٣٧٦.٩٦١
عدد الأسهم المتداولة(بالمليون)	35,856	15,837	11,866	9,073	23,523	46,086	63,389	٥٧.٠٢٩	٢٨.٢٨٠	٢٩.٨٥٢
عدد الشركات ال[illegible]	1,[illegible]	1,446	1,634	1,678	1,687	1,826	1723	١٥٩٧	١٦٢٧	١٦٧٩
معدل الدوران (بالملكية)	43.90	28.92	23.86	24.66	28.04	31.31	63.88	٤٩.٦٨	٢٧.١٦	٣٠.٦٧
المؤشر المركب	138.45	104.12	114.31	102.21	100.11	100.71	141.87	١٨٤.٢٨	٣٥٧.١٨	٣٩٣.٥٤
نسبة الرسملة	%٢٤.٦	%١٢.٩	%٧.٩	%٦.١	%١٥.٥	%٢٢.١	%١٧.٤	%٩.٢	%٢.٧	%٢.٥

صندوق النقد الدولي amdb@amfad.org.ae

و يلاحظ من خلال الجدول رقم /١/ ما يلي:

١- ازدادت القيمة السوقية للأسهم في البورصات العربية من ١٤٥ مليار دولار عام ١٩٩٧ لتصل إلى ٨٤٦.٧٠٠ مليار دولار أي بنسبة ٥٨٣%.

٢- ازداد عدد الشركات المدرجة في الأسواق العربية من ١١٨٤ شركة عام ١٩٩٧ لتصل إلى ١٦٠٠ شركة عام ٢٠٠٥ أي بنسبة ٣٥%.

٣- ازداد حجم التداول اليومي من ٦٣ مليون دولار يومياً عام ١٩٩٧ لتصل إلى ١٧٩.٧٣١ مليار دولار يومياً عام ٢٠٠٥ أي بنسبة ٢٨٤%

إن زيادة حجم الأسواق العربية يتزايد يوميا وهذا ما يظهر بزيادة عدد الشركات المدرجة من جهة و زيادة و تنوع الأوراق المالية من جهة أخرى حيث تزايد عدد الأوراق التجارية و السندات الحكومية و سندات الشركات و المصارف بحيث يساعد هذا التنوع على جذب الرساميل العربية المهاجرة و جذب الرساميل الوطنية من حقل التجارة إلى السوق المالية التي باتت تشكل مركزاً هاماً في كل اقتصاد عربي قطري.

ثالثاً مؤشر صندوق النقد العربي:

يعتبر صندوق النقد العربي أحد أهم المؤسسات المالية و النقدية العربية نظراً لأنه المؤسسة الوحيدة التي تعنى بشؤون المال و النقد و تمثل الدول العربية في المحافل الدولية و تسعى لنقل تجارب الآخرين في هذا المجال كما و يساعد الصندوق الدول العربية في الإقراض و الخبرات و قد ركز اهتمامه في السنوات الأخيرة على مساعدة الأسواق المالية العربية فأنشأ قاعدة بيانات لهذه الأسواق شكلت مصدراً هاماً للمعلومات لكل الدول العربية و العالم.

تأسس الصندوق عام ١٩٧٥ و كان مقره أبو ظبي مدينة المال و التجارة ويهدف لتحقيق الأهداف التالية:

١- تصحيح الاختلال في ميزان المدفوعات للدول العربية.[١]

٢- تحقيق الاستقرار في أسعار الصرف للدول العربية و تحقيق قابلية التحويل للعملات العربية وإزالة كافة القيود على حركة المدفوعات.

٣- دعم كافة أشكال التعاون النقدي بين الدول العربية بحيث يساعد ذلك على زيادة معدلات النمو الاقتصادي

٤- تقديم النصح و المشورة لكل الدول العربية فيما يتعلق بالمال والنقد وأسعار الصرف و التعامل مع المؤسسات المالية الدولية.

٥- تطوير الأسواق المالية والعربية.

٦- دراسة إمكانية إنشاء وحدة نقد عربية (الدينار العربي الحسابي) و تهيئة الظروف لإنشاء هذه العملة بحيث تصبح قابلة للتداول.

و في إطار تطوير الأسواق المالية العربية فقد أنشأ الصندوق مؤشراً للأسواق المالية العربية حيث اخذ المؤشر ١٢ سوقاً عربياً و يجري قياس أحوال هذه الأسواق و قد حقق الأهداف المطلوبة حيث تقاربت النسب مع النسب العالمية.

الصيغة العامة للمؤشر المركب- $$X1 = \frac{Mi}{Bi} * 100$$

X1 - المؤشر المركب عن الفترة.

M i- القيمة السوقية للأسهم عند فترة القياس.

B i- القيمة السوقية للأسهم عند فترة الأساس.

ويأخذ المؤشر العربي المركب (الإضافات والإصدارات الجديدة وحذف بعض الأسهم وجميع التطورات التي تطرأ على الشركات خلال فترة القياس).

---

[١] كمال شرف- هاشم أبو عراج: النقود والمصارف، مرجع سابق ص٢٦٧

و قد أجريت المقارنة بين المؤشر العربي المركب وبعض المؤشرات العالمية فتبين أنه في أيلول عام ٢٠٠٢ بلغ المؤشر العربي (-٣٠٣٣) في حين وصل مؤشر نيكاي الياباني إلى (-٢٠٤٥٠) و بلغ مؤشر ستاندرد آند بور حوالي (-١١٠٠٠)

إن هذه المقارنات أكدت صوابية المؤشر العربي بحيث إنه أصبح من المؤشرات الإقليمية والدولية وأصبح يدرج في القوائم العالمية.

رابعاً بورصة عمان:

تعتبر بورصة عمان من النماذج العربية الهامة للأسواق المالية، فقد تأسست عام ١٩٧٦ حسب القانون ٣١ كمؤسسة عامة ذات شخصية اعتبارية و باشرت أعمالها عام ١٩٧٨ و جرت تعديلات و تطورات لهذه السوق استناداً لحالة الأسواق المالية العالمية و تهدف سوق عمان إلى ما يلي:

١- تنمية و توجيه المدخرات الوطنية و تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية بهدف تشجيع الاستثمار في الاقتصاد الأردني.

٢- تنظيم و مراقبة إصدار الأوراق المالية و التعامل بها بطريقة تكفل سلامة هذا التعامل و سهولة إنجاز كافة المعاملات بالسرعة اللازمة.

٣- توفير بدائل الاستثمار و تنوعها من خلال الأدوات الاستثمارية الموجودة في السوق.

٤- حماية السوق من الممارسات و الانحرافات التي تؤثر على التوازن و الاستقرار.

٥- جمع الإحصاءات و المعلومات اللازمة و نشرها بحيث توفر المعلومات للمتعاملين و الباحثين و كافة قطاعات الاقتصاد الأردني.

يرتبط سوق عمان المالي بوزير المالية حيث يشرف على السوق و تتألف إدارة السوق من مجلس الإدارة التي يتبع لها هيئة الأوراق المالية ومركز الإيداع ومدير عام يشرف ويدير السوق بشكل مباشر وفيما يلي مخطط تنظيمي لسوق عمان المالي.

مخطط إداري لسوق عمان المالي:

هيكل السوق: يتكون سوق عمان المالي كما يلي:



أولا: تقسيمات سوق عمان المالي:

يقسم سوق عمان المالي إلى سوقين رئيسيين:

١- السوق الأولي: وهو السوق المختص بالإصدارات الأولية والإصدارات الجديدة.

٢- السوق الثاني ويقسم إلى أربعة أسواق فرعية هي:

أ- السوق الموازي: وهو سوق يختص بالشركات حديثة العهد حيث يحق لكل شركة جديدة بعد مضي سنة واحد عليها طرح أسهمها للتداول في هذه السوق وتكون هذه السوق مرحلة أولية للشركات للانتقال بعدها للسوق النظامية خاصة بعد أن تكون قد قدمت تقارير مالية لمدة سنتين عن وضع الشركة.

ب- السوق النظامي (البورصة): وهي السوق التي يتم فيها تداول الأسهم للشركات المسجلة في البورصة وقد نمت سوق عمان المالي البورصة بشكل كبير خلال السنوات السابقة نظراً لزيادة الطلب على الاستثمار في الأردن وتأسيس شركات مساهمة كثيرة في مجال الإنتاج والخدمات.

ج- سوق السندات: يتعامل هذا السوق بإسناد القرض وسندات التنمية وأذون الخزينة ويتراوح استحقاقها بين ثلاثة أشهر وحتى عشر سنوات وتعتبر سوق السندات في عمان سوقاً ضيقاً نظراً لاعتماد الشركات على القروض المصرفية.

د- التحويلات خارج القاعة: وهي التحويلات العائلية للأسهم والسندات التي تجري بين أفراد العائلة من الدرجة الأولى وحتى الدرجة الثالثة إضافة إلى التحويلات الإرثية والتحويلات خارج المملكة الأردنية وتحويلات الشركات المسجلة في السوق النظامي، وتتم هذه التحويلات من خلال الدائرة القانونية للتأكد من قانونية الإجراءات وصلاحياتها والتزامها بالأنظمة و القوانين خوفاً من حدوث تلاعب أو غش في مثل هذه العمليات وعادة ما تكون العمولة لهذه التحويلات أقل من السوق النظامية.

ثانياً: آليات التداول في سوق عمان:

تعتبر سوق عمان المالي من الأسواق المالية الناشئة ذات الخبرة حيث تجاوز عمر السوق حوالي ٢٧ عاماً فقد استفادت خلال مسيرتها الطويلة من تجارب الدول المتقدمة وتجارب الدول النامية وبالتالي فإن التداول يتم في السوق استناداً للأنظمة التالية:

١- نظام تداول يدوي: حيث يوجد في القاعة ألواح خشبية كبيرة يكتب عليها أسماء الشركات والأسهم بيعاً أو شراءاً على أساس وحدة التداول ويحدد أسهم وحدة التداول على أساس ٥٠ دينارا حسب القيمة الاسمية التالية:

١- ٥٠ سهما إذا كانت قيمة السهم دينارا واحدا.

٢- ٢٥ سهما إذا كانت قيمة السهم دينارين.

٣- ١٠ أسهم إذا كانت قيمة السهم خمسة دنانير.

٤- ٥ أسهم إذا كانت القيمة الاسمية ١٠ دنانير.

وكل شركة مسجلة في السوق تفتح حساباً في الجدول كما يلي:

مثال:

شركة الاسمنت الأبيض

طلبات الشراء	طلبات البيع
١ــ ٥٠ وحدة طلب شراء (أحمد حسين)	١ــ ٥٠ وحدة طلب بيع (إبراهيم بدرا)
٢ــ ١٠٠وحدة طلب شراء (محمد إبراهيم)	٢ــ ١٠٠ وحدة بيع (ماهر حروق)
٣ ــ ٢٠٠ وحدة شراء (أحمد المعايطة)	٣ ــ ٢٠٠ وحدة بيع (نشأة حمارنة)

يبدأ التداول في الصباح عندما يعلن المسؤول عن الافتتاح بقرع الجرس بداية جلسة التداول حيث يتقدم السماسرة لكتابة طلباتهم على اللوح بيعا أم شراء ولا يسمح القانون للسماسرة بكتابة الطلبات قبل إعلان افتتاح الجلسات.

يبدأ التداول في أسهم الشركات المدرجة في السوق النظامي في تمام الساعة العاشرة صباحا" ولمدة ساعتين حيث يغلق التداول الساعة ١٢ ظهرا.

أما السوق الموازي فيبدأ التداول بها من الساعة التاسعة وحتى التاسعة والنصف أما سندات القرض وبقية السندات فيبدأ التداول بها الساعة التاسع وخمس وأربعون دقيقة ولغاية الساعة العاشرة (أي ربع ساعة يوميا)

يحضر جلسات التداول وسيط أو مكتب وساطة معتمد عن الشركة ولا يحق له مغادرة القاعة أثناء التداول.

لا يحق للوسطاء التأخر عن حضور الجلسات ويبرز الوسيط بطاقة الوساطة لكي يدخل قاعة التداول.

٢- **التفويض:** يقسم التفويض إلى ثلاثة أنواع:

أ- التفويض الخطي: على الوسيط أن يحصل على تفويض خطي من الزبائن والمتعاملين وعليه التأكد من هوية الموكلين وأهليتهم للعمل التجاري والوكالات القانونية إذا كان أحدهم يحمل وكالة جهة معينة.

ب- التفويض الشفهي: ويكون عادة من المستثمرين أو المضاربين في السوق المعروفين للوسطاء الذين تربطهم علاقة مباشرة وقوية مع الوسطاء ولا يحق للوسيط قبول تفويض شفهي من أشخاص لا يعرفهم أو كانوا غير مؤتمنين في البورصة لأن التفويض الشفهي يترتب عليه معاملات (بيعاً وشراء) وإذا لم يكن المضارب معروفاً فكيف يقوم الوسيط بالمضاربة نيابة عنه.

ج- التفويض الهاتفي: ويمكن للوسيط قبول التفويض الهاتفي أيضا من قبل مستثمرين معروفين في السوق ولهم شهرتهم ومكانتهم ولا يحق للوسيط قبول تفويض هاتفي من أشخاص جدد وغير معروفين.

٣- أوامر البيع والشراء في البورصة:

كما هو الحال في جميع البورصات في العالم فإن التداول في سوق عمان يكون بموجب أوامر البيع والشراء المحددة وهي نوعان:

أ- أوامر الشراء:

بعد الاتفاق بين الوسيط أحمد والمضارب سعيد على شراء ١٠٠٠ سهم من أسهم شركة المياه المعدنية بسعر ٥ دنانير للسهم الواحد يقوم الوسيط أحمد بعد افتتاح السوق بتسجيل الأمر على لوحة العرض فيكتب ما يلي:

السمسار	اسم الشركة	عدد الأسهم المطلوبة	السعر
أحمد	شركة المياه المعدنية	١٠٠٠ سهم	٥ دنانير

فإذا ظهر في القاعة من يرغب بالبيع عند هذا السعر يتقدم الوسيط الذي لديه أمر بالبيع ويشطب العرض كناية عن قبوله به ويتجه الوسيطان إلى مركز الإيداع ليتم التوقيع على عقد البيع المحرر على ثلاثة نسخ أمام الموظف المختص ومندوب الشركة ويحصل كل وسيطة على نسخة وتبقى نسخة في مركز الإيداع.

أما في حال عدم تنفيذ الأمر أي لم يقدم أحد على البيع وانتهت الجلسة على الوسيط أحمد أن يبلغ المضارب سعيد بعدم إمكانية تنفيذ الصفقة لهذا اليوم فإما أن تجدد لليوم الثاني أو تلغى أو يرفع السعر حسب الحال وعادة ما تجري عمليات مساومة على الأسعار بدلا من إرجاع الطلبات خاصة إذا كان التفويض يتراوح بين ٥ - ٦ دنانير أما إذا كان محصورا بخمسة فقط فلا تتم عملية الشراء.

ب- أوامر البيع:

يقوم المضارب رأفت بتفويض السمسار حكمت ببيع ١٠٠٠ سهم من شركة الوادي الأخضر للغذاء بسعر يتراوح بين ٨ ــ ٩ دنانير وعند الافتتاح في اليوم التالي يقوم السمسار حكمت بكتابة أمر البيع كما يلي:

الوسيط	اسم الشركة	عدد الأسهم المعروضة للبيع	السعر
حكمت النشار	الوادي الأخضر للغذاء	١٠٠٠	٩ دنانير

فإذا تقدم أحد السماسرة وشطب العرض يكون السمسار قد باع للمضارب الموكل بأعلى سعر ٩ دنانير في حين التفويض يتراوح بين ٨ ــ ٩ دنانير وبعدها تجري عمليات التسجيل في مركز الإيداع.

ج- نظام التداول الألكتروني:

وهو نظام حديث يتم التداول به دون الوجود في قاعة التداول أي من خلال الانترنت أو لوحات العرض في المكاتب والتي تكون مرتبطة مباشرة في البورصة وتثبت طلبات البيع والشراء بشكل أوتوماتيكي في شاشات العرض.

٤ ــ شروط ومتطلبات إدراج أسهم الشركات المساهمة في بورصة عمان:

على الشركة المساهمة التي ترغب في إدراج أسهمها في البورصة تقديم طلب إلى هيئة البورصة، وترفق في هذا الطلب جميع الوثائق والمستندات المطلوبة، وتقوم اللجنة الخاصة في هيئة البورصة بدراستها من أجل اتخاذ قرار بشأن الموافقة على الإدراج أو عدمه. وتتمثل الشروط ومتطلبات الإدراج بما يلي:

أ- أن يكون قد مضى عام كامل على إدراج أسهم الشركة في السوق الموازي.

ب- أن لا يقل عد المساهمين عن ١٠٠ مساهم.

ج- أن تكون الشركة قد بدأت بممارسة نشاطها الطبيعي فعلاً، وأن تكون قد حققت أرباحاً صافية قبل الضريبة خلال السنة المالية السابقة لطلب الإدراج.

د- أن لا يقل صافي حقوق المساهمين في السنة المالية التي تسبق طلب الإدراج عن ١٠٠% من رأس المال المدفوع.

هـ- على الشركة تقديم التقرير السنوي الذي يظهر الميزانية العامة لها في نهاية السنة المالية وكذلك الحسابات الختامية وتقرير مدقق الحسابات وأي بيانات إيضاحية أخرى متعلقة بتلك السنة.

و- قيام الشركة بنشر البيانات (الميزانية وقائمة الدخل) في صحيفتين يوميتين ولمرة واحدة على الأقل.

ز- أن يكون قد تم تداول ١٥% على الأقل من مجموع الأسهم المكتتب بها خلال عام كامل في السوق الموازي وأن لا يقل عدد تداول أسهم الشركة عن ثلاثين يوما.

ثالثا: العمولات والرسوم في سوق عمان الدولي:

حدد المشرع في سوق عمان العمولات كما يلي:

١. الرسوم المالية ٠,٠٠١٥ من القيمة الاسمية للسهم ويتم استيفاءها من المشتري فقط وتعفى السندات من هذه الرسوم أي لا يدفع بائع السهم مرة ثانية رسم بنسبة٠,٠٠١٥ عند البيع وإنما يدفع المشتري الجديد هذا الرسم ويعفى المضاربون في سوق عمان المالي من ضريبة الأرباح الرأسمالية الناجمة عن المضاربة في الأوراق المالية وذلك لتشجيع المضاربة في الأوراق المالية وزيادة القدرة التنافسية لسوق عمان الدولي مقارنة مع الأسواق الأخرى.

٢. عمولة السماسرة والوسطاء: تم تحديد عمولة الوسطاء بنسبة ٠,٠٠٧٤.

٣. عمولة السوق: حددت الأنظمة والتشريعات عمولة سوق عمان بنسبة ٠,٠٠٠١٤.

وعلى كل مستثمر بعد الشراء وبعد العمولات أن يحسب تكلفة الأسهم المشتراة فعندما يتجاوز السعر التكلفة يستطيع البيع أما في حال بقي السعر دون مستوى التكلفة فإنه سيخسر في حال البيع.

مثال:

اشترى أحمد المعايطة المضارب في سوق عمان المالي الأسهم التالية:

آ ـــ ١٠٠٠ سهم من شركة البلاستيك بسعر ١٢ دينارا للسهم الواحد

ب ـــ ١٠٠٠ سهم من شركة فنادق عجلون بسعر ١٥ر٥ دينار للسهم الواحد

ج ـــ ١٠٠٠ سهم من شركة غزل السلط بسعر ١٧ر٥ دينار للسهم الواحد

احسب تكاليف الشراء لكل سهم.

وإذا علمت أن الأسعار ارتفعت بمعدل ٥٠% احسب الربح أو الخسارة لهذا المضارب.

الحل:

١ ـــ تكاليف أسهم شركة البلاستيك:

١٠٠٠ × ١٢ = ١٢٠٠٠ ديناراً

عمولة الوسيط ١٢٠٠٠ × ٠ر٠٠٧٤ = ٨٨ر٨ ديناراً

عمولة السوق ١٢٠٠٠ × ٠ر٠٠١٤ = ١٦ر٨ ديناراً

رسم الطابع:

القيمة الاسمية للسهم × عدد الأسهم × ٠ر٠٠١٥

القيمة الاسمية للسهم ١٠ دنانير

رسم الطابع = ١٠× ١٠٠٠ × ٠ر٠٠١٥ = ١٥ ديناراً

تكاليف الشراء = عمولة الوسيط + عمولة السوق + رسم الطابع

تكاليف الشراء ٨٨ر٨ + ١٦ر٨ + ١٥ = ١٢٠ر٦ ديناراً

تكلفة الصفقة = قيمة الأسهم + التكاليف

= ١٢٠٠٠ + ١٢٠ر٦ = ١٢١٢٠ر٦ ديناراً

تكاليف السهم ١٢١٢٠ر٦ ÷ ١٠٠٠ = ١٢ر١٢ ديناراً

٢ ـــ تكاليف اسم شركة فنادق عجلون

قيمة الصفقة ١٠٠٠ × ١٥ر٥ = ١٥٥٠٠ ديناراً

عمولة الوسيط ١٥٥٠٠ × ٠ر٠٠٧٤ = ١١٤ر٧ ديناراً

عمولة السوق ١٥٥٠٠ × ٠ر٠٠١٤ = ٢١ر٧ ديناراً

رسم الطابع إذا علمت أن القيمة الاسمية للسهم ٨ دنانير

رسم الطابع ٨ × ١٠٠٠ × ٠ر٠٠١٥ = ١٢ ديناراً

مجموع التكاليف ١١٤ر٧ + ٢١ر٧ + ١٢ = ١٤٨ر٤ ديناراً

تكاليف الصفقة ١٥٥٠٠ + ١٤٨ر٤ = ١٥٦٤٨ر٤ ديناراً

تكاليف السهم ١٥٥٦٤٨ر٤ ÷ ١٠٠٠ = ١٥ر٦٤ ديناراً

٣ ـــ تكاليف شركة غزل السلط

قيمة الأسهم ١٠٠٠× ١٧ر٥ = ١٧٥٠٠ ديناراً

عمولة الوسيط ١٧٥٠٠ × ٠ر٠٠٧٤ = ١٢٩ر٥ ديناراً

عمولة السوق ١٧٥٠٠ × ٠ر٠٠١٤ = ٢٤ر٥ ديناراً

رسم الطابع إذا علمت أن القيمة الاسمية للسهم ١٠ دنانير

رسم الطابع ١٠٠٠ × ١٠ × ٠ر٠٠١٥ = ١٥ ديناراً

التكاليف ١٢٩ر٥ + ٢٤ر٥ + ١٥ = ١٦٩ ديناراً

تكاليف الصفقة ١٧٥٠٠ + ١٦٩ = ١٧٦٦٩ ديناراً

تكاليف السهم ١٧٦٦٩ ÷ ١٠٠٠ سهم = ١٧ر٦٦ ديناراً

ـــ إذا ارتفعت الأسعار بمعدل ٥٠% ماهي الأرباح

١ ـــ شركة البلاستيك

سعر السهم عند الشراء × ٥٠% =

١٢× ٥ % = ٠ر٦

سعرالسهم ١٢ + ٠ر٦ = ١٢ر٦ ديناراً

سعر التكلفة = ١٢ر١٢

الأرباح = سعر المبيع ـــ سعر التكلفة

= ١٢ر٦ ـــ ١٢ر١٢ = ٠ر٤٨ ديناراً

إجمالي أرباح شركة البلاستيك

قيمة السهم × عد الأسهم

١٢ر٦ × ١٠٠٠ = ١٢٦٠٠ ديناراً

الأرباح الصافية ١٢٦٠٠ ـــ ١٢١٢٠ر٦ = ٤٧٩ر٤ ديناراً

٢- أرباح شركة فنادق عجلون:

ربح السهم ١٥ر٥ × ٥ % = ٠ر٧٧٥

قيمة السهم ١٥ر٥ + ٠.٧٧٥ = ١٦ر٢٧٥ ديناراً

قيمة الصفقة ١٦ر٢٧٥ × ١٠٠٠ = ١٦٢٧٥ ديناراً

الأرباح ١٦٢٧٥ ـــ ١٥٦٤٨ر٤ = ٦٢٦ر٦ ديناراً

٣- أرباح شركة غزل السلط

ربح السهم ١٧ر٥ × ٥ % = ٠ر٨٧٥ ديناراً

قيمة السهم ١٧ر٥ + ٠ر٨٧٥ = ١٨ر٣٧٥ ديناراً

قيمة الصفقة ١٨٣٧٥ × ١٠٠٠ = ١٨٣٧٥ ديناراً

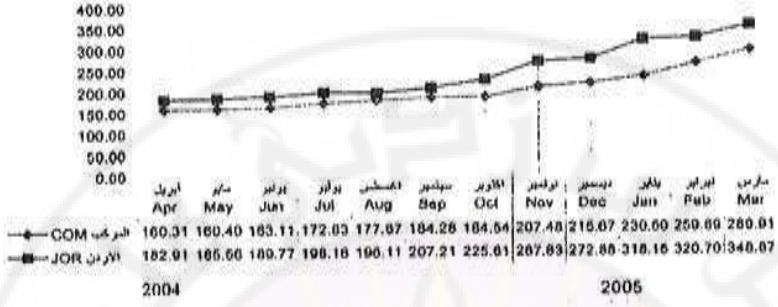
ربح الصفقة ١٨٣٧٥ ـــ ١٧٦٦٩ = ٦٠٧ ديناراً

٤- إجمالي الأرباح الصافية ٤٧٩ر٤ + ٦٢٦ر٦ + ٦٠٧ = ١٨١٢ ديناراً.

الفصل الثالث عشر

حـــالات عمـــليـــة

أولاً: حالة البورصات العربية لعام ٢٠٠٥[1]



نسبة التغير السنوي (%)	مارس Mar 2005	مارس Mar 2004	نسبة التغير السنوي (%)	مارس Mar 2005	ديسمبر Dec 2004
85.92	348.87	187.65	27.85	348.87	272.88

تطورات وأداء بورصة عمّان

أظهر مؤشر الأسعار الذي يحتسبه الصندوق لبورصة عمّان في نهاية الربع الأول من هذا العام ارتفاعاً بلغت نسبته 27.9 في المائة بالمقارنة مع الربع الرابع من العام الماضي ليصل إلى 348.9 نقطة. وبالمقارنة مع الربع الأول من العام الماضي ارتفع المؤشر بنسبة كبيرة بلغت 85.9 في المائة.

كما ارتفعت القيمة السوقية في نهاية الربع الأول من هذا العام بنسبة 31.8 في المائة لتبلغ حوالي 24.227 مليار دولار مقارنة مع 18.383 مليار دولار سجلت في نهاية الربع الرابع من العام الماضي. وبالمقارنة مع الربع الأول من عام 2004 ارتفعت القيمة السوقية بنسبة كبيرة بلغت 111.8 في المائة.

وفيما يتعلق بأحجام التداول، فقد ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة خلال الربع الأول من هذا العام بنسبة 50.8 في المائة لتبلغ 3.104 مليار دولار مقابل 2.058 مليار دولار سجلت خلال الربع الرابع من العام الماضي. وارتفع بذلك معدل دوران الأسهم من 11.2 في المائة إلى 12.8 في المائة ومتوسط التداول اليومي من 34.9 مليون دولار إلى 51.7 مليون دولار خلال نفس الفترة.

كما ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال هذا الربع بنسبة 21.8 في المائة ليبلغ 490.5 مليون سهم مقارنة مع 402.7 مليون سهم خلال الربع الرابع من العام الماضي. ونتيجة لذلك، ارتفع المتوسط اليومي لعدد الأسهم المتداولة إلى 8.2 مليون سهم مقابل 6.8 مليون سهم خلال نفس الفترة. وبالمقارنة مع الربع الأول من عام 2004، ارتفع عدد الأسهم المتداولة خلال هذا الربع بنسبة 57.8 في المائة.

[1] تم اقتباس هذه المعلومات من النشرة الربعية الثالثة الصادرة عن صندوق النقد العربي لعام ٢٠٠٥

أما فيما يتعلق بالسوق الأولي، فقد بلغت قيمة الإصدارات الأولية خلال الربع الأول من هذا العام حوالي 123.4 مليون دولار وذلك من خلال 8 إصدارات، في حين بلغت قيمة الإصدارات الأولية خلال الربع الرابع من عام 2004 حوالي 57.8 مليون دولار، نفذت من خلال 16 إصدارا.

التطورات ذات العلاقة بنشاط السوق

أظهرت المؤشرات الإقتصادية الكلية خلال عام 2004 تحسنا في الأداء شمل النشاط الإقتصادي وأداء المالية العامة والقطاع النقدي وميزان المدفوعات. وتشير بيانات الموازنة لعام 2005 إلى أن الإقتصاد الوطني قد حقق نموا حقيقيا في الناتج المحلي الإجمالي خلال عام 2004 بلغ 7.2 في المائة. وقد جاء هذا النمو كمحصلة لنمو معظم القطاعات الإقتصادية. وضمن هذا الإطار فقد سجل الرقم القياسي لتكاليف المعيشة خلال عام 2004 ارتفاعا بنسبة 3.4 في المائة.

وفيما يتعلق بأداء المالية العامة، فقد أظهرت البيانات ارتفاع الإيرادات المحلية لعام 2004 بنسبة 14.5 في المائة عن العام 2003، وارتفاع النفقات العامة بنسبة 7.0 في المائة، وبذلك يبلغ العجز المالي 278 مليون دينار أو ما نسبته 3.6 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي.

ومن جانب آخر، أشارت الأرقام الصادرة عن دائرة الإحصاءات العامة إلى ارتفاع حجم التجارة الخارجية خلال العام 2004 مقارنة مع العام الذي سبقه. ويذكر أن هذه الزيادة نجمت عن ارتفاع قيمة الصادرات الأردنية (الصادرات الوطنية والمعاد تصديرها) بنسبة 28.2 في المائة والواردات بنسبة 41.5 في المائة، وأدى هذا الارتفاع إلى زيادة العجز في الميزان التجاري بنسبة 57.0 في المائة، وقد جاءت هذه الزيادة نتيجة ارتفاع أسعار النفط في الأسواق العالمية.

أما في جانب المديونية الداخلية فتشير البيانات إلى ارتفاع إجمالي الدين الداخلي في نهاية العام 2004 ليبلغ 1945 مليون دينار أو ما نسبته 25.4 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي مقابل 1679 مليون دينار أو ما نسبته 23.8 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي في نهاية عام 2003. وقد جاء هذا الإرتفاع في الرصيد القائم للدين العام الداخلي بصورة رئيسية إلى إصدار سندات وأذونات خزينة لتلبية الإحتياجات التمويلية للموازنة بدلا من اللجوء إلى الإقتراض الخارجي وذلك نظرا لانخفاض أسعار الفائدة المحلية.

وعلى صعيد آخر، بلغ الرصيد القائم للدين العام الخارجي حتى نهاية العام 2004 ليصل إلى ما قيمته 5349 مليون دينار مشكلا ما نسبته 69.7 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي المقدر لعام 2004 مقابل ما مقداره 5392 مليون دينار أو ما نسبته 76.4 في المائة من الناتج المحلي الإجمالي لعام 2003.

وفي مجال الخصخصة، واصلت الحكومة تنفيذ برنامج الخصخصة الذي بدأته في النصف الثاني من عام 1996 لتحقيق أهدافه في رفع كفاءة وتنافسية الإقتصاد الأردني وجذب الإستثمارات الخاصة وتدعيم المالية العامة وتعميق السوق المالي. وقد تم خلال عام 2004 بيع أسهم الحكومة في شركتين تابعتين لمحفظة المؤسسة الأردنية للإستثمار. كما شهد عام 2004 نشاطا ملحوظا في عمليات إعادة هيكلة وخصخصة عدد من المشروعات.

وفيما يتعلق بالإستثمار الأجنبي، فقد بلغت القيمة الإجمالية للأسهم المشتراة من قبل المستثمرين الأجانب من أسهم الشركات المتداولة خلال عام 2004 حوالي 380.3 مليون دينار مشكلة ما نسبته 10 في المائة من حجم التداول الكلي، في حين بلغت قيمة الأسهم المباعة من قبلهم حوالي 311.4 مليون دينار، وبذلك يكون صافي الإستثمار غير الأردني قد ارتفع بما قيمته 68.9 مليون دينار لهذا العام، مقارنة مع ارتفاع قيمته 81.9 مليون دينار للعام 2003.

وحول توزيع هذه العمليات بين المستثمرين العرب وغير العرب، فقد بلغت قيمة عمليات شراء المستثمرين العرب حوالي 316.2 مليون دينار شكلت ما نسبته 83.1 في المائة من إجمالي قيمة شراء غير الأردنيين في حين بلغت قيمة عمليات شراء غير العرب حوالي 64.1 مليون دينار شكلت ما نسبته 16.9 في المائة من إجمالي شراء غير الأردنيين. أما بالنسبة لقيمة عمليات بيع العرب فقد بلغت حوالي 231.4 مليون دينار، شكلت ما نسبته 74.3 في المائة من قيمة عمليات بيع الأجانب، في حين بلغت قيمة عمليات بيع غير العرب حوالي 80 مليون دينار، شكلت ما نسبته 25.7 في المائة من إجمالي قيمة عمليات بيع الأجانب.

وعليه تصبح مساهمة غير الأردنيين في الشركات المدرجة في بورصة عمان في نهاية عام 2004 حوالي 41.3 في المائة من إجمالي القيمة السوقية منها 31.1 في المائة للمستثمرين العرب و 10.2 في المائة للمستثمرين غير العرب. أما من الناحية القطاعية فقد بلغت النسبة لقطاع البنوك 51.2 في المائة، ولقطاع التامين 16.4 في المائة، ولقطاع الخدمات 22.8 في المائة ولقطاع الصناعة 36.1 في المائة.

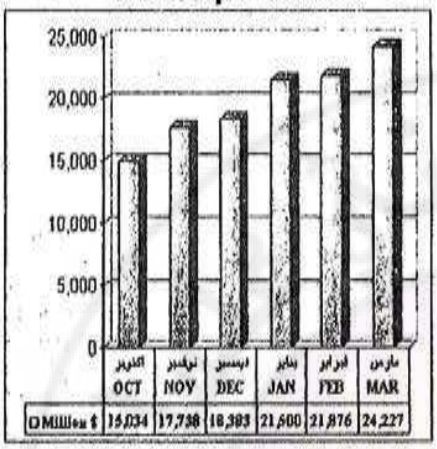
وفيما يتعلق بالسوق الأولي، فقد ارتفعت إصداراته إلى 732.2 مليون دينار لعام 2004 أي ما نسبته 19.3 في المائة عن العام 2003، وهو أعلى مستوى من إصدارات السوق الأولية منذ إنشاء سوق عمان المالي عام 1978. وقد بلغ حجم إصدارات الأسهم لعام 2004 ما مقداره 209.8 مليون دينار مقارنة مع 56.2 مليون دينار لعام 2003، أما سندات الشركات فقد بلغ حجم إصداراتها لعام 2004 ما قيمته 222.4 مليون دينار مقارنة مع 57.5 مليون دينار لعام 2003، أما سندات الخزينة فقد بلغ حجم إصداراتها لهذا العام 300 مليون دينار مقابل 500 مليون دينار لعام 2003.

	2005				2004	
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1
Number of Listed Companies						عدد الشركات المدرجة
Amman Stock Exchange	190	191	191	190	192	162 بورصة عمان
Market Capitalization						القيمة السوقية
Jordanian Dinar (Million)	17,176.73	15,510.09	15,243.50	17,176.73	13,033.83	8,110.78 بالدينار الاردني (مليون)
In US Dollar (Million)	24,226.70	21,876.01	21,500.00	24,226.70	18,383.40	11,439.75 بالدولار الأمريكي (مليون)
Trading Volume						أحجام التداول
Jordanian Dinar (Million)	993.43	594.29	612.93	2,200.65	1,459.11	1,018.60 بالدينار الاردني (مليون)
In US Dollar (Million)	1,401.17	838.21	864.50	3,103.88	2,057.99	1,436.68 بالدولار الأمريكي (مليون)
Traded Shares (Million)	223.29	127.75	139.44	490.49	402.71	310.76 عدد الأسهم المتداولة (مليون)
Number of trading days	23	19	18	60	59	59 عدد أيام التداول
Average daily trading	60.92	44.12	48.03	51.73	34.88	24.35 متوسط التداول اليومي
Turnover ratio (%)	5.78	3.83	4.02	12.81	11.19	12.56 معدل دوران السهم(%)
New Issues						الاصدارات الأولية
Number of issues	1	2	5	8	16	2 عدد الاصدارات
Value of issues (Million$)	60.93	50.78	11.69	123.40	57.75	48.20 قيمة الاصدارات(مليون دولار)
Local Indices						المؤشرات المحلية
ASE Local index	5,514.38	5,025.62	4,976.57	5,514.38	4,245.63	2,754.57 مؤشر بورصة عمان
Change in index	9.73	0.99	17.22	29.88	38.38	5.36 نسبة التغير في المؤشر (%)
P/E ratio	36.46	34.71	35.45	36.46	31.11	21.76 مضاعف السعر الى العائد
P/BV ratio	3.49	3.19	3.17	3.49	2.68	1.88 مضاعف السعر الى القيمة الدفترية
Dividend yield (%)	1.33	1.44	1.48	1.33	1.73	2.32 العوائد(%)
AMF Index						مؤشر صندوق النقد العربي
Number of stocks in the sample	60	60	61	60	61	60 عدد الشركات المدرجة في المؤشر
Market capitalization in US$	17,435.98	16,028.06	15,912.91	17,435.98	13,648.39	8,493.86 القيمة السوقية (مليون دولار)
Share of market cap.	71.97	73.27	74.01	71.97	74.24	74.25 نسبة العينة من القيمة السوقية (%)
Index (Dec. 1994=100)	348.87	320.70	318.15	348.87	272.88	187.65 مؤشر الأسعار ديسمبر 1994=100
Change in index (%)	8.78	0.80	16.59	27.85	31.69	3.66 التغير في مؤشر الأسعار (%)
Exchange Rates						أسعار الصرف
Exchange rate (end of period)	0.7090	0.7090	0.7090	0.7090	0.7090	0.7090 أسعار الصرف في نهاية الفترة
Change in the exchange rate (%)	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000 نسبة التغير في أسعار الصرف (%)

Damascus University

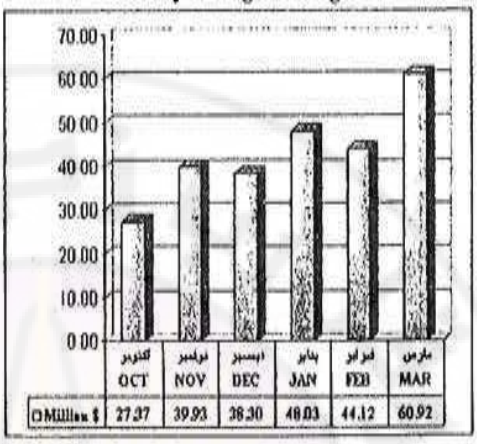
القيمة السوقية

Market Capitalization



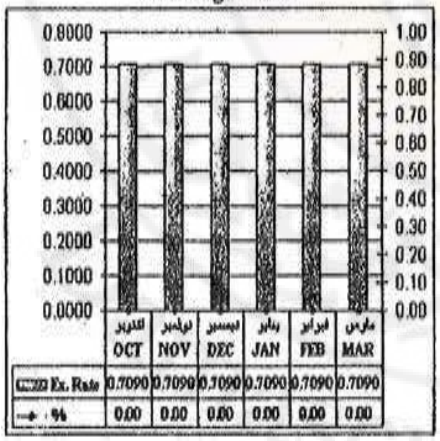
معدل التداول اليومي

Daily Average Trading



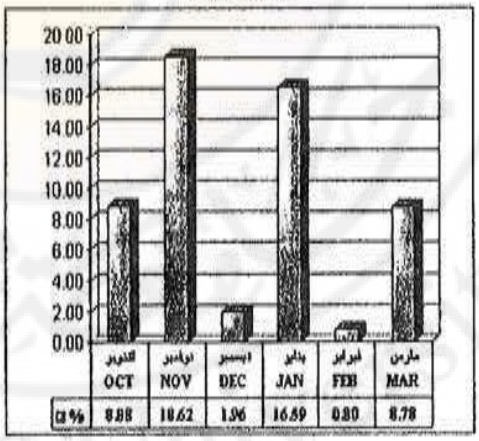
اسعار الصرف

Exchange Rates



مؤشر صندوق النقد العربي

AMF Index



مؤشر صندوق النقد العربي
AMF Indices

Market				2005		2004	السوق
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
Abu Dhabi Securities Market	346.67	271.03	246.27	346.67	228.26	146.29	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	348.87	320.70	318.15	348.87	272.88	187.65	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	181.15	180.54	168.56	181.15	160.09	133.17	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	530.76	473.86	421.51	530.76	410.53	239.97	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	331.71	304.92	299.81	331.71	286.62	259.54	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	204.40	210.68	214.11	204.40	220.65	218.41	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	99.52	100.87	99.67	99.52	98.01	103.74	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	30.66	30.46	30.62	30.66	31.69	31.17	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	455.00	396.86	362.18	455.00	349.70	172.49	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	193.49	229.58	182.52	193.49	148.23	99.33	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	214.74	145.50	112.62	214.74	100.00	-	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	173.62	149.43	146.96	173.62	138.71	124.26	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	596.81	540.74	376.06	596.81	307.29	261.88	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	57.22	52.54	56.33	57.22	53.21	38.52	بورصة بيروت
Cairo& Alexandria Stock Exchanges	106.82	110.20	98.70	106.82	74.18	50.23	بورصتي القاهرة والاسكندرية
Composite Index	289.91	259.89	230.50	289.91	215.67	156.13	المؤشر المركب

التغير المئوي في مؤشر
صندوق النقد العربي
(Percentage Change in AMF Indices)

Market				2005		2004	السوق
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
Abu Dhabi Securities Market	27.91	10.05	7.89	51.88	32.91	7.14	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	8.78	0.80	16.59	27.85	31.69	3.66	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	0.34	7.10	5.29	13.15	4.23	-1.09	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	12.01	12.42	2.67	29.29	32.18	18.81	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	8.79	1.70	4.60	15.73	7.15	0.23	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	-2.98	-1.60	-2.96	-7.36	-0.94	10.55	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	-1.34	1.21	1.70	1.54	-1.70	3.36	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	0.65	-0.52	-3.37	-3.25	5.77	3.00	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	14.65	9.57	3.57	30.11	33.30	10.49	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	-15.72	25.79	23.13	30.54	37.10	1.67	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	47.58	29.20	12.62	114.74			سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	16.19	1.68	5.95	25.17	-6.58	8.25	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	10.37	43.79	22.38	94.22	17.78	25.09	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	8.91	-6.74	5.87	7.53	0.04	5.33	بورصة بيروت
Cairo& Alexandria Stock Exchanges	-3.07	11.64	33.06	43.99	16.58	15.69	بورصتي القاهرة والاسكندرية
Composite Index	11.55	12.75	6.87	34.42	17.04	10.05	المؤشر المركب

المؤشرات المحلية لأسعار الاسهم
(نهاية الفترة بالعملة المحلية)
Local Indices
(End of Period in Local Currency)

Market				2005		2004	السوق
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
Abu Dhabi Securities Market	5085.11	3551.05	1749.33	5085.11	3070.88	1891.32	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	5514.38	5025.62	4976.57	5514.38	4245.63	2754.57	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	2078.13	2017.13	1870.79	2078.13	3054.20	2321.20	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	10499.26	9096.23	8231.94	10499.26	8206.23	5182.59	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	7869.10	6741.40	6506.70	7869.10	6409.50	4947.60	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	4385.68	4446.24	4562.27	4385.68	4521.98	4473.30	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	-	-	-	-	-	-	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	993.42	960.46	975.43	993.42	974.82	1002.05	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	561.93	497.19	457.28	561.93	438.87	183.01	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	3179.17	2685.29	1923.81	3179.17	1657.99	-	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	603.74	409.01	316.62	603.74	-	-	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	4275.43	3634.62	3573.33	4275.43	3375.05	2962.40	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	11148.30	9424.23	7269.51	11148.30	6493.62	5434.72	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	58.93	54.61	56.96	58.93	54.49	40.87	بورصة بيروت
Cairo& Alexandria Stock Exchanges	1568.12	1581.82	1427.05	1568.12	1221.17	878.43	بورصتي القاهرة والاسكندرية

نسبة التغير الملوي للمؤشرات المحلية
Percentage Change in Local Indices

Market				2005		2004	السوق
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
Abu Dhabi Securities Market	43.20	9.29	5.81	65.59	30.42	7.65	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	9.73	0.99	17.22	29.88	38.38	5.36	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	3.02	7.82	-	-	4.75	-1.07	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	15.42	10.50	0.31	27.94	24.45	16.79	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	16.73	3.61	1.52	22.77	5.69	2.67	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	-1.36	-2.54	0.89	-3.01	0.26	13.43	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	-	-	-	-	-	-	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	3.43	-1.53	0.06	1.91	-4.76	6.63	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	13.02	8.73	4.19	28.04	47.84	13.52	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	18.39	39.58	16.03	91.75	-	-	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	47.61	29.18	14.07	117.52	-	-	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	17.83	1.72	5.87	26.68	-3.37	8.64	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	18.29	29.64	11.95	71.68	16.69	37.70	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	7.91	-4.13	4.53	8.15	0.68	4.39	بورصة بيروت
Cairo& Alexandria Stock Exchanges	-0.87	10.85	16.86	28.41	14.72	9.37	بورصتي القاهرة والاسكندرية

رسملة السوق - القيمة السوقية الأجمالية
(مليون دولار امريكي)
Market Capitalization
(Million US$)

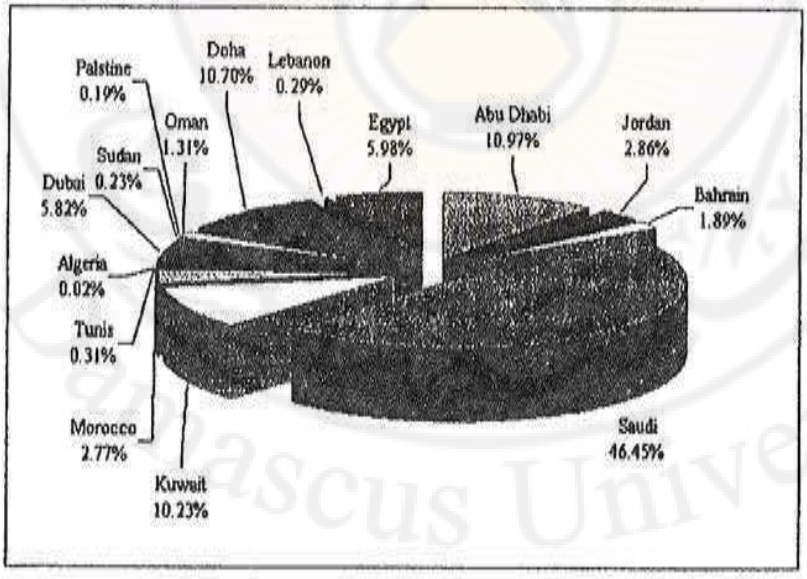
Market				2005		2004	السوق
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
Abu Dhabi Securities Market	92,886.63	64,621.44	59,440.45	92,886.62	55,490.40	32,248.33	سوق ابو ظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	24,226.70	21,876.01	21,500.00	24,226.70	18,383.40	11,439.75	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	15,969.81	15,501.04	14,253.29	15,969.81	13,513.18	11,042.10	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	393,322.59	340,745.45	308,361.41	393,322.59	306,255.70	185,175.86	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	86,603.75	76,737.95	74,633.26	86,603.75	73,580.54	61,652.91	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	23,428.84	24,198.63	24,340.82	23,428.84	25,174.92	14,559.29	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	141.59	143.51	141.80	141.59	140.27	148.47	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	2,611.94	2,479.63	2,387.32	2,611.94	2,574.48	2,450.85	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	49,282.29	42,730.99	38,284.54	49,282.29	35,090.90	16,553.83	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	1,907.08	2,186.83	1,729.47	1,907.08	2,058.42	755.59	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	1,643.10	1,121.83	895.99	1,643.10			سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	11,051.43	9,874.03	9,725.97	11,051.43	9,317.66	7,799.74	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	90,561.08	71,943.52	49,484.55	90,561.08	40,434.79	33,094.66	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	2,465.20	2,284.44	2,436.41	2,465.20	2,330.74	1,588.63	بورصة بيروت
Cairo& Alexandria Stock Exchanges	50,598.43	51,109.12	46,033.10	50,598.43	38,076.84	28,546.66	بورصتي القاهرة والاسكندريه
TOTAL	846,700.43	727,554.43	653,748.40	846,700.43	622,423.25	407,056.67	المجموع

عدد الشركات المدرجة
(نهاية الفترة)
Number of Listed Companies
(End of Period)

Market				2005		2004	السوق
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
Abu Dhabi Securities Market	38	36	35	38	35	31	سوق ابوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	190	191	191	190	192	162	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	45	45	45	45	45	44	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	74	73	73	74	73	71	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	132	128	127	132	125	109	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	53	53	52	53	53	52	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	3	3	3	3	3	3	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	45	43	43	45	44	44	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	19	19	19	19	18	14	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	48	48	48	48	48	47	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	26	26	26	26			سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	122	122	123	122	123	124	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	30	30	30	30	30	30	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	16	16	16	16	16	15	بورصة بيروت
Cairo& Alexandria Stock Exchanges	759	765	770	759	792	863	بورصتي القاهرة والاسكندرية
TOTAL	1600	1598	1601	1600	1597	1609	المجموع

الحجم النسبي للأسواق المالية العربية
(النسبة المئوية من اجمالي القيمة السوقية)
Relative Market Capitalization to all Markets

Market				2005		2004	السوق
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
Abu Dhabi Securities Market	10.97	8.88	9.09	10.97	8.92	7.92	سوق أبو ظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	2.86	3.01	3.29	2.86	2.95	2.81	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	1.89	2.13	2.18	1.89	2.17	2.71	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	46.45	46.83	47.17	46.45	49.20	45.49	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	10.23	10.55	11.42	10.23	11.82	15.15	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	2.77	3.33	3.72	2.77	4.04	3.58	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.04	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	0.31	0.34	0.38	0.31	0.41	0.60	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	5.82	5.87	5.86	5.82	5.64	4.07	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	0.23	0.30	0.26	0.23	0.33	0.19	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	0.19	0.15	0.14	0.19	0.00	0.00	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	1.31	1.36	1.49	1.31	1.50	1.92	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	10.70	9.89	7.57	10.70	6.50	8.13	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	0.29	0.31	0.37	0.29	0.37	0.39	بورصة بيروت
Cairo& Alexandria Stock Exchanges	5.98	7.02	7.04	5.98	6.12	7.01	بورصتي القاهرة والاسكندرية
TOTAL	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	المجموع



Damascus University

قيمة الأسهم المتداولة
(مليون دولار أمريكي)
Value Traded
(Million US$)

Market				2005		2004	السوق
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
Abu Dhabi Securities Market	1,997.88	953.31	1,342.24	4,293.42	1,822.38	511.06	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	1,401.17	838.21	864.50	3,103.88	2,057.99	1,436.68	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	59.40	49.63	29.73	138.77	161.96	112.95	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	75,214.13	37,058.00	18,740.64	131,014.75	122,610.57	69,788.22	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	10,460.41	3,615.26	2,941.30	17,016.00	12,473.56	16,073.63	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	100.99	169.75	84.01	351.20	1,828.78	459.01	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.00073	0.00000	0.00037	0.00110	0.03519	0.04972	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	40.8900	35.0400	24.3300	99.2900	75.0025	50.1764	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	4,200.19	2,484.63	3,702.33	10,387.15	6,856.07	760.13	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	55.27	25.23	23.70	104.39	25.64	39.28	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	178.54	111.76	25.00	315.30	-	-	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	398.15	148.93	195.80	742.89	364.96	503.32	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	3,680.14	2,145.09	1,099.22	6,924.93	1,410.73	1,859.64	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	66.55	37.98	14.78	119.31	72.10	25.99	بورصة بيروت
Cairo& Alexandria Stock Exchanges	2,464.87	1,471.38	1,178.73	5,126.59	2,325.62	1,449.17	بورصتي القاهرة والاسكندرية
TOTAL	100,318.37	49,141.22	30,266.33	179,731.88	152,085.30	93,069.31	المجموع

معدل حجم التداول اليومي
(مليون دولار أمريكي)
Daily Average Value Traded
(Million US$)

Market				2005		2004	السوق
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
Abu Dhabi Securities Market	74.00	41.45	61.01	59.63	26.80	7.10	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	60.92	44.12	48.03	51.73	34.88	24.35	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	2.58	2.76	1.56	2.31	2.75	1.91	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	2,785.71	1,544.08	937.03	1,845.28	1,726.91	982.93	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	475.47	212.66	154.81	293.28	201.19	277.13	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	4.39	8.93	4.42	5.76	28.57	7.29	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.0007	0.0000	0.0004	0.0004	0.0044	0.0055	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	1.8600	1.9500	1.2800	1.6800	1.1539	0.8093	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	155.56	108.03	168.29	144.27	100.82	10.56	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	2.51	1.26	1.32	1.74	0.42	0.67	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	178.54	111.76	25.00	5.26	-	-	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	16.59	7.45	9.79	11.61	6.29	8.12	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	160.01	107.25	54.96	109.92	23.51	29.06	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	3.17	2.53	0.82	2.21	1.18	0.44	بورصة بيروت
Cairo& Alexandria Stock Exchanges	129.73	77.44	31.25	84.04	37.51	23.76	بورصتي القاهرة والاسكندرية
TOTAL	4,051.04	2,271.68	1,519.57	2,618.71	2,191.99	1,374.12	المجموع

عدد الأسهم المتداولة
(مليون سهم)
Number of Shares Traded
(Million Shares)

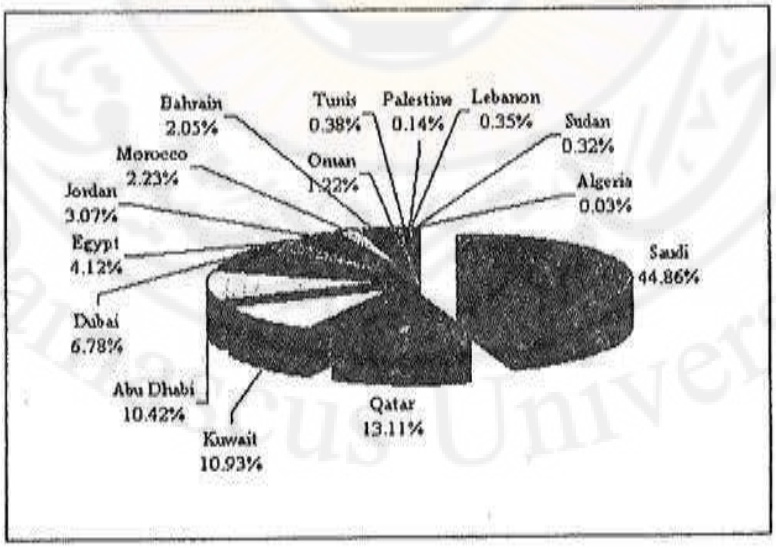
Market				2005		2004	السوق
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
Abu Dhabi Securities Market	337.45	160.92	288.87	787.24	302.40	161.46	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	223.29	127.75	139.44	490.49	402.71	310.76	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	39.19	29.12	19.65	87.96	100.45	71.84	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	915.78	584.48	256.36	1,756.61	1,820.22	2,106.67	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	5,769.64	2,055.36	1,853.93	9,678.93	6,945.44	10,254.33	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	5.26	7.88	4.73	17.87	153.44	5.56	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.0002	0.0000	0.0001	0.0003	0.0021	0.0059	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	2.91	1.40	1.37	5.68	6.76	4.27	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	1,274.40	785.45	1,217.25	3,277.10	2,369.67	402.24	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	273.54	146.46	111.36	531.35	357.71	876.76	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	55.73	35.31	14.00	105.04	-	-	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	52.60	26.43	35.99	115.02	61.49	91.81	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	92.78	74.55	42.17	209.49	57.41	93.04	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	8.32	3.57	1.74	13.63	8.94	3.66	بورصة بيروت
Cairo& Alexandria Stock Exchanges	511.70	375.20	333.80	1,220.70	628.00	507.50	بورصتي القاهرة والاسكندرية
TOTAL	9,562.57	4,413.88	4,320.68	18,297.13	13,214.65	14,889.90	المجموع

المعدل اليومي لعدد الاسهم المتداولة
(مليون دولار أمريكي)
Daily Average Shares Traded
(Million USD)

Market				2005		2004	السوق
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
Abu Dhabi Securities Market	12.4983	6.9963	13.1305	10.9339	4.4471	2.2425	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	9.7084	6.7237	7.7468	8.1748	6.8256	5.2671	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	1.7039	1.6180	1.0342	1.4660	1.7025	1.2175	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	33.9176	24.3532	12.8181	24.7410	25.6369	29.6713	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	262.2563	120.9037	97.5755	166.8782	112.0232	176.7989	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	0.2285	0.4147	0.2490	0.2929	2.3976	0.0882	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.0002	-	0.0001	0.0001	0.0003	0.0007	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	0.1324	0.0778	0.0720	0.0963	0.1040	0.0689	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	47.1998	34.1502	55.3298	45.5153	34.8480	5.5867	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	12.4334	7.3228	6.1868	8.8559	5.8641	14.8603	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	55.7277	35.3114	14.0048	1.7507	-	-	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	2.1917	1.3215	1.7994	1.7972	1.0602	1.4808	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	4.0338	3.7275	2.1083	3.3253	0.9568	1.4538	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	0.3961	0.2380	0.0966	0.2524	0.1465	0.0620	بورصة بيروت
Cairo& Alexandria Stock Exchanges	26.9316	19.7474	14.5130	20.0115	10.1290	8.3197	بورصتي القاهرة والاسكندرية
TOTAL	469.36	262.91	226.66	294.09	206.14	247.12	المجموع

أوزان الأسواق المدرجة
في مؤشر صندوق النقد العربي
الربع الأول 2005
Market Weights in the AMF Index
First Quarter 2005

Market	الوزن في المؤشر المركب للصندوق Weight AMF in index	القيمة السوقية (مليون دولار أمريكي) Market Capt. (million $)	عدد الشركات المدرجة في المؤشر Companies listed in Index	السوق Market	الترتيب Rank
Saudi	44.86	254,918.04	62	السعودية	1
Qatar	13.11	74,506.89	21	قطر	2
Kuwait	10.93	62,091.91	65	الكويت	3
Abu Dhabi	10.42	59,204.42	20	أبو ظبي	4
Dubai	6.78	38,514.08	11	دبي	5
Egypt	4.12	23,417.47	101	مصر	6
Jordan	3.07	17,435.98	60	الأردن	7
Morocco	2.23	12,680.06	39	المغرب	8
Bahrain	2.05	11,651.97	25	البحرين	9
Oman	1.22	6,924.31	82	عمان	10
Tunis	0.38	2,164.41	38	تونس	11
Palestine	0.14	771.91	10	فلسطين	12
Lebanon	0.35	1,966.26	12	لبنان	13
Sudan	0.32	1,819.27	11	السودان	14
Algeria	0.03	142.43	3	الجزائر	15



اسعار صرف العملات المحلية
مقابل الدولار الأمريكي
Exchange Rates

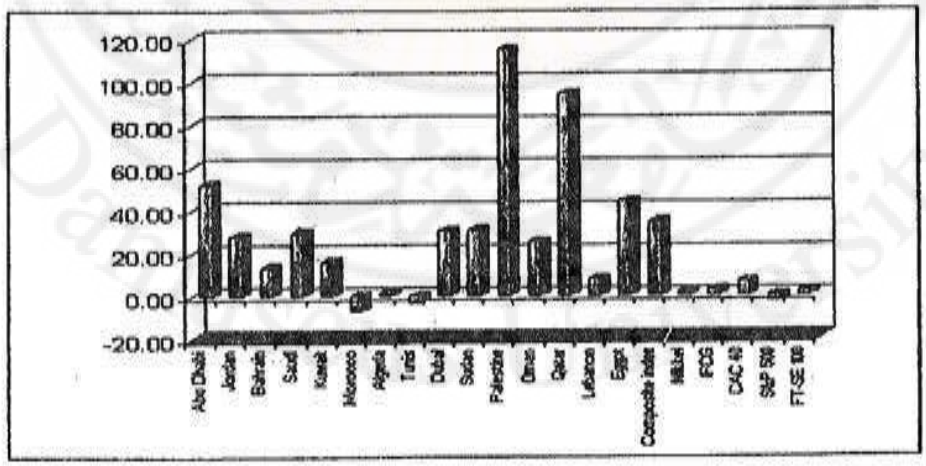
Currencies				2005		2004	العملات
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
UAE Dirham	3.6729	3.6729	3.6729	3.6729	3.6729	3.6730	الدرهم الإماراتي
Jordanian Dinar	0.709	0.7090	0.7090	0.7090	0.7090	0.7090	الدينار الأردني
Bahraini Dinar	0.377	0.3770	0.3770	0.3770	0.3770	0.3770	الدينار البحريني
Saudi Riyal	3.7502	3.7504	3.7502	3.7502	3.7506	3.7502	الريال السعودي
Kuwaiti Dinar	0.2922	0.2918	0.2920	0.2922	0.2947	0.2948	الدينار الكويتي
Moroccan Dirham	8.5634	8.4015	8.5285	8.5634	8.2033	8.9993	الدرهم المغربي
Algerian Dinar	70.9107	69.9585	70.8032	70.9107	72.0050	69.1741	الدينار الجزائري
Tunisian Dinar	1.2495	1.2252	1.2351	1.2495	1.1984	1.2527	الدينار التونسي
Sudanese Dinar	249.34	249.98	250.60	249.34	262.25	260.45	الدينار السوداني
Omani Riyal	0.385	0.3850	0.3850	0.3850	0.3850	0.3850	الريال العماني
Qatari Riyal	3.6395	3.6398	3.6405	3.6395	3.6402	3.6411	الريال القطري
Lebanese Pound	1514.00	1514.00	1514.00	1514.00	1513.50	1515.50	الليرة اللبنانية
Egyptian Pound	5.7935	5.8100	5.8300	5.7935	6.1425	6.2050	الجنيه المصري

نسبة التغير لأسعار صرف العملات المحلية
Percentage Change in Exchange Rates

Currencies				2005		2004	العملات
	مارس Mar	فبراير Feb	يناير Jan	الربع الأول Q1	الربع الرابع Q4	الربع الأول Q1	
UAE Dirham	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.00	الدرهم الإماراتي
Jordanian Dinar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	الدينار الأردني
Bahraini Dinar	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	الدينار البحريني
Saudi Riyal	0.01	-0.01	0.01	0.01	-0.01	0.00	الريال السعودي
Kuwaiti Dinar	-0.14	0.07	0.92	0.85	0.07	-0.10	الدينار الكويتي
Moroccan Dirham	-1.93	1.49	-3.96	-4.39	7.53	-1.68	الدرهم المغربي
Algerian Dinar	-1.36	1.19	1.67	1.52	-2.03	4.09	الدينار الجزائري
Tunisian Dinar	-1.98	0.80	-3.06	-4.26	4.48	-2.68	الدينار التونسي
Sudanese Dinar	0.26	0.25	4.44	4.92	-1.40	-0.75	الدينار السوداني
Omani Riyal	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.00	الريال العماني
Qatari Riyal	0.01	0.02	-0.01	0.02	0.06	0.00	الريال القطري
Lebanese Pound	0.00	0.00	-0.03	-0.03	0.05	-0.10	الليرة اللبنانية
Egyptian Pound	0.28	0.34	5.09	5.68	1.76	-0.51	الجنيه المصري

مؤشرات الصندوق لاسعار الاسهم
وبعض المؤشرات الأسواق الدولية
AMF Indices and other Market Indices

Market	نسبة التغير خلال العام Percent change during the year	نسبة التغير خلال الربع الأول Percent change during first quarter	نسبة التغير خلال شهر مارس Percent change during Mar	السوق
Abu Dhabi	136.98	51.88	27.91	ابوظبي
Jordan	85.92	27.85	8.78	الاردن
Bahrain	36.03	13.15	0.34	البحرين
Saudi	121.17	29.29	12.01	السعودية
Kuwait	27.81	15.73	8.79	الكويت
Morocco	-6.41	-7.36	-2.98	المغرب
Algeria	-4.06	1.54	-1.34	الجزائر
Tunis	-1.62	-3.25	0.65	تونس
Dubai	163.78	30.11	14.65	دبي
Sudan	94.81	30.54	-15.72	السودان
Palestine	-	114.74	47.58	فلسطين
Oman	39.72	25.17	16.19	عمان
Qatar	127.90	94.22	10.37	قطر
Lebanon	48.56	7.53	8.91	لبنان
Egypt	113.67	43.99	3.07	مصر
Composite index	85.68	34.42	11.55	المؤشر المركب
Nikkei	-0.40	1.57	-0.61	نيكاي
IFCG	15.04	2.70	-4.96	مؤسسة التمويل الدولية
CAC 40	12.21	6.45	1.01	كاك 40
S&P 500	4.83	-2.59	-1.91	ستاندرد و بورز
FT-SE 100	11.60	1.66	-1.49	فوتسي



المنهجية العامة

يتم ترجيح مؤشر الصندوق بالقيمة السوقية. ويتم قياس التغير في قيمة المكونات، معدلة لاستيعاب التغيرات في القيمة السوقية الناتجة عن إضافة أو حذف الأسهم من المؤشر.

الصيغة الرياضية

تستند الصيغة الرياضية في حساب مؤشر الصندوق على رقم باش القياسي المتسلسل. والصيغة العامة للمؤشر هي: عندما تكون $i > 1$.

$$Bi = Bi\text{-}1 * \frac{\underline{Mi}}{Mi} \qquad Xi = \frac{\underline{Mi}}{Bi} * 100$$

عندما تكون $i = 1$

$$Bi = Mi \qquad Xi = 100$$

حيث:

Xi = المؤشر عند الفترة i

Bi = القيمة السوقية عند فترة الأساس، أي عندما تكون i = 1 (الفترة الأولى).

$\underline{Mi}$ = القيمة السوقية لمكونات المؤشر عند الفترة i

$\overline{Mi}$ = القيمة السوقية المعدلة (تعدل لاستيعاب آثار إضافة أسهم جديدة للمؤشر، أو حقوق الإصدار، أو الإصدارات الجديدة من الأسهم، وحذف الأسهم).

القيمة السوقية (M)

تساوي مجموع القيمة السوقية لكافة الأسهم المدرجة في المؤشر.

والقيمة السوقية لكل سهم: Pi * ni

حيث:

Pi = أخر سعر تم تداول السهم به في الفترة i

ni = عدد الأسهم المكتتب بها في نهاية الفترة i

القيمة السوقية المعدلة

يتم تحديد القيمة السوقية المعدلة ($\overline{Mi}$) عن الفترة i بموجب المعادلة التالية:

$$\overline{Mi} = (Mi - Ii - Ri - Ni + "Qi\text{-}1")$$

حيث:

Ii = القيمة السوقية للإصدارات الجديدة من الأسهم للفترة i. وتعامل الأسهم الناتجة عن تحويل الأوراق المالية الأخرى معاملة الإصدارات الجديدة.

Ri = القيمة السوقية لحقوق الإصدار عن الفترة i، ويتم احتسابها وفق سعر السوق لكل سهم مضروباً بعدد الأسهم.

Ni = القيمة السوقية لأية أسهم جديدة قد يتم إضافتها إلى المؤشر خلال الفترة i .

Qi-1 = القيمة السوقية لأية أسهم في المؤشر في الفترة السابقة والتي تم حذفها خلال الفترة i .

ويمكن حذف الأسهم من المؤشر، من خلال دمج الشركات أو إخراجها من قائمة الشركات المدرجة في السوق.

المؤشرات لكل دولة (بالدولار الأمريكي)

تستخدم الصيغ أعلاه لاحتساب مؤشرات صندوق النقد العربي بالعملات المحلية لكل دولة. ويحتسب الصندوق مؤشراته بالدولار الأمريكي بتحويل أسعار السهم بالعملة المحلية إلى الدولار الأمريكي، ومن ثم يتم احتساب المؤشر.

المؤشر المركب

يشمل مؤشر الصندوق المركب، مؤشرات الأسواق المالية في أربع عشرة سوقا، وهي الأسواق في كل من الأردن والبحرين وتونس والسعودية وعُمان والكويت، ولبنان ومصر والمغرب وأبوظبي ودبي وقطر والسودان والجزائر. ويعتمد الصندوق في احتساب المؤشر المركب على منهجية احتساب المؤشر لكل دولة على حدة وذلك بمعاملة كافة الأسهم بالدول التسع وكأنها لدولة واحدة، ويتم احتساب المؤشر المركب بالدولار الأمريكي فقط وليس بالعملات المحلية.

طريقة اختيار العينات

يتم اختيار الأسهم المدرجة في عينة المؤشر وفق الشروط التالية:

- القيمة السوقية.
- معدل دوران السهم.
- تصنيف الشركات قطاعياً.

يتضمن المؤشر الأسهم نشطة التداول والممثلة بصورة كبيرة للقطاعات المختلفة والتي تشكل مجمل قيمتها السوقية حوالي 70 في المائة على الأقل من إجمالي القيمة السوقية في نهاية كل عام. وتتم مراجعة الأسهم المدرجة في عينة المؤشر بشكل دوري للتأكد من موافاتها لهذه الشروط.

ثانياً:حالة البورصات العربية لعام ٢٠٠٧[1]:

مؤشر صندوق النقد العربي
AMF Indices

Market					2007	2006	السوق
	يونيو Jun	مايو May	إبريل Apr	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1	الربع الثاني Q2	
Abu Dhabi Securities Market	300.4	304.3	261.3	300.4	254.3	296.3	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	379.0	386.5	398.7	379.0	410.3	410.3	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	172.8	172.1	160.8	172.8	160.3	173.9	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	327.5	351.6	350.5	327.5	363.1	691.4	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	421.8	415.1	376.6	421.8	363.4	391.0	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	530.5	542.5	580.3	530.5	529.0	324.6	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	68.8	67.3	68.6	68.8	68.1	63.7	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	55.4	58.3	61.4	55.4	60.8	38.5	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	502.3	509.2	446.2	502.3	444.8	406.2	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	171.9	204.2	202.8	171.9	177.7	192.9	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	178.2	175.9	188.8	178.2	221.9	190.8	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	125.6	121.5	115.2	125.6	113.1	182.6	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	370.6	367.7	328.2	370.6	308.2	388.7	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	105.4	110.8	107.1	105.4	108.9	126.2	بورصة بيروت
Cairo & Alexandria Stock Exchanges	271.8	277.5	259.9	271.8	244.9	121.1	بورصتي القاهرة والاسكندرية
Composite Index	239.9	246.9	234.5	239.9	234.8	314.9	المؤشر المركب

نسبة التغير العلوي في مؤشر صندوق النقد العربي
(Percentage Change in AMF Indices)

Market					2007	2006	السوق
	يونيو Jun	مايو May	إبريل Apr	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1	الربع الثاني Q2	
Abu Dhabi Securities Market	-1.3	16.5	2.7	18.1	-5.3	-3.1	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	-2.0	-3.1	-2.8	-7.6	11.9	-14.1	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	0.4	7.0	0.3	7.8	-21.0	-3.8	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	-6.8	0.3	-3.5	-9.8	-0.5	-22.9	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	1.6	10.2	3.6	16.1	3.5	1.8	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	-2.2	-6.5	9.7	0.3	33.8	-1.3	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	2.2	-2.0	0.8	1.0	1.9	-37.6	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	-5.0	-5.0	1.0	-8.8	15.7	3.0	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	-1.3	14.1	0.3	12.9	-10.6	-33.2	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	-15.8	0.7	14.2	-3.2	-9.5	-5.5	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	1.3	-6.8	-15.0	-19.7	1.0	-36.2	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	3.4	5.4	1.8	11.0	-4.1	-10.4	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	0.8	12.0	6.5	20.2	-16.3	-15.0	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	-4.9	3.4	-1.6	-3.2	5.9	-4.0	بورصة بيروت
Cairo & Alexandria Stock Exchanges	-2.0	6.8	6.1	11.0	-7.9	-22.5	بورصتي القاهرة والاسكندرية
Composite Index	-2.9	5.3	-0.1	2.2	-2.1	-19.8	المؤشر المركب

* مقارنة بالفترة السابقة

[1] تم اقتباس هذه المعلومات والجداول الإحصائية من النشرة الربعية الثانية لصندوق النقد العربي لعام ٢٠٠٧

المؤشرات المحلية لأسعار الأسهم
(نهاية الفترة بالعملة المحلية)
Local Indices of Stocks
(End of Period in Local Currency)

Market					2007	2006	السوق
	يونيو Jun	مايو May	إبريل Apr	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1	الربع الثاني Q2	
Abu Dhabi Securities Market	3,544.7	3,577.5	3,052.7	3,544.7	2,883.7	3,557.0	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	5,761.7	5,831.1	5,971.0	5,761.7	6,148.7	6,055.1	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	2,409.3	2,310.8	2,106.7	2,409.3	2,159.8	2,046.2	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	6,969.7	7,492.7	7,423.6	6,969.7	7,666.1	13,145.3	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	12,131.0	11,489.0	10,710.0	12,131.0	10,221.0	10,001.9	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	11,469.9	11,864.6	12,330.3	11,469.9	11,497.9	7,173.7	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	1,879.9	1,939.5	1,941.9	1,879.9	1,921.4	1,340.5	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	4,408.6	4,476.1	3,820.9	4,408.6	3,727.3	4,276.6	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	2,644.9	2,724.5	2,715.0	2,644.9	2,715.0	2,949.1	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	509.7	504.1	522.9	509.7	622.9	536.7	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	6,339.0	6,202.4	5,795.3	6,339.0	5,550.5	4,862.1	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	7,349.2	7,307.5	6,515.9	7,349.2	6,050.4	7,627.9	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	102.4	106.2	105.9	102.4	105.4	130.8	بورصة بيروت
Cairo& Alexandria Stock Exchanges	2,733.7	2,744.3	2,557.4	2,733.7	2,483.0	1,696.9	بورصتي القاهرة والاسكندرية

نسبة التغير المئوي للمؤشرات المحلية لأسعار الأسهم
Percentage Change in Local Stock Indices

Market					2007	2006	السوق
	يونيو Jun	مايو May	إبريل Apr	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1	الربع الثاني Q2	
Abu Dhabi Securities Market	-0.9	17.2	5.9	22.9	-3.9	-20.6	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	-1.2	-2.3	-2.9	-6.3	11.4	-14.4	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	4.3	9.7	-2.5	11.6	-2.6	-4.3	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	-7.0	0.9	-3.2	-9.1	-3.4	-22.9	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	5.6	7.3	4.8	18.7	1.5	1.1	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	-3.3	-3.8	7.2	-0.2	21.3	-2.4	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	-3.1	-0.1	1.1	-2.2	20.2	1.8	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	-1.5	17.1	2.5	18.3	-9.7	-31.6	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	-2.9	0.3	0.1	-2.6	-8.7	-5.7	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	1.1	-3.6	-16.1	-18.2	3.0	38.4	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	2.2	7.0	4.4	14.2	-0.6	-9.1	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	0.6	12.1	7.7	21.5	-15.2	-14.7	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	-3.5	0.3	0.4	-2.9	3.0	-3.1	بورصة بيروت
Cairo& Alexandria Stock Exchanges	-0.4	7.3	3.0	10.1	4.3	-22.1	بورصتي القاهرة والاسكندرية

* مقارنة بالفترة السابقة

القيمة السوقية الإجمالية لأسواق الأسهم
(مليون دولار امريكي)
Stock Markets Capitalization
(Million SUS.)

Market					2006		السوق
	يونيو Jun	مايو May	ابريل Apr	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1	الربع الثاني Q2	
Abu Dhabi Securities Market	95,665	96,131	83,570	95,665	77,375	93,762	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	31,597	31,850	32,362	31,597	33,143	31,837	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	22,768	21,839	19,913	22,768	20,416	17,313	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	296,638	312,989	308,556	296,638	318,336	525,040	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	122,468	116,159	110,442	122,468	111,127	105,863	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	59,821	61,490	64,934	59,821	59,798	37,497	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	98	96	98	98	97	91	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	4,681	4,771	4,941	4,681	4,919	3,317	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	95,963	96,728	86,519	95,963	85,450	83,589	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	4,066	4,174	4,334	4,066	4,477	3,563	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	2,374	2,382	2,502	2,374	2,857	2,277	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	15,088	14,848	13,772	15,088	12,583	12,034	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	66,421	65,912	58,107	66,421	54,839	64,048	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	8,474	8,638	8,614	8,474	8,559	7,003	بورصة بيروت
Cairo & Alex. Stock Exchang	105,719	104,717	97,670	105,719	96,195	65,508	بورصتي القاهرة والاسكندرية
Total	931,840	942,726	896,337	931,840	890,171	1,052,744	المجموع

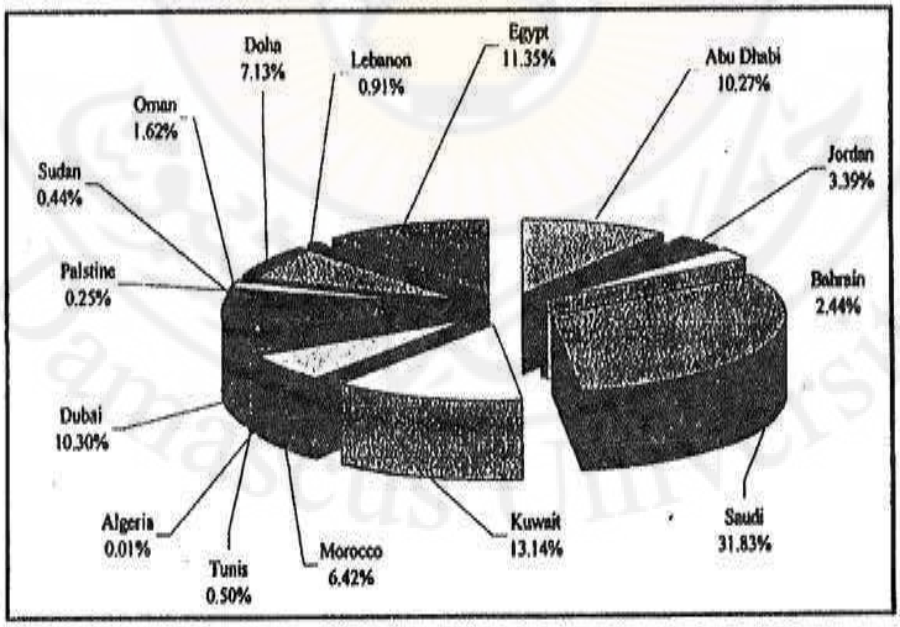
عدد الشركات المدرجة
(نهاية الفترة)
Number of Listed Companies
(End of Period)

Market					2006		السوق
	يونيو Jun	مايو May	ابريل Apr	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1	الربع الثاني Q2	
Abu Dhabi Securities Market	64	64	63	64	63	59	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	233	232	230	233	229	214	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	50	50	50	50	50	49	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	95	89	88	95	88	80	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	186	185	183	186	181	172	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	65	64	64	65	64	55	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	2	2	2	2	2	2	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	49	48	48	49	48	46	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	51	51	51	51	50	36	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	52	52	52	52	52	51	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	36	36	36	36	34	27	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	123	123	123	123	122	124	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	36	36	36	36	36	34	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	16	16	16	16	16	15	بورصة بيروت
Cairo & Alex. Stock Exchang	555	550	558	555	565	656	بورصتي القاهرة والاسكندرية
Total	1613	1598	1600	1613	1600	1620	المجموع

الحجم النسبي للأسواق المالية العربية
(النسبة المئوية من اجمالي القيمة السوقية)

Relative Market Capitalization
(% of Total)

Market					2007	2006	السوق
	يونيو Jun	مايو May	ابريل Apr	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1	الربع الثاني Q2	
Abu Dhabi Securities Market	10.3	10.2	9.3	10.3	8.7	8.9	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	3.4	3.4	3.6	3.4	3.7	3.0	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	2.4	2.3	2.2	2.4	2.3	1.6	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	31.8	33.2	34.4	31.8	35.8	49.9	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	13.1	12.3	12.3	13.1	12.5	10.1	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	6.4	6.5	7.2	6.4	6.7	3.6	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	0.5	0.5	0.6	0.5	0.6	0.3	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	10.3	10.3	9.7	10.3	9.6	7.9	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	0.4	0.4	0.5	0.4	0.5	0.3	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	1.6	1.6	1.5	1.6	1.4	1.1	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	7.1	7.0	6.5	7.1	6.2	6.1	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	0.9	0.9	1.0	0.9	1.0	0.7	بورصة بيروت
Cairo & Alex. Stock Exchanges	11.3	11.1	10.9	11.3	10.8	6.2	بورصتي القاهرة والاسكندرية
Total	100	100	100	100	100	100	المجموع



قيمة الأسهم المتداولة
(مليون دولار أمريكي)
Value Traded of Stocks
(Million $U.S.)

Market					2007	2006	السوق
	يونيو Jun	مايو May	ابريل Apr	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1	الربع الثاني Q2	
Abu Dhabi Securities Market	4,235	4,630	1,616	10,481	3,540	7,600	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	1,432	1,189	1,069	3,691	4,973	6,275	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	108	91	45	244	109	378	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	34,082	64,661	70,253	168,986	227,838	355,372	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	14,464	15,751	17,034	47,331	18,210	15,716	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	598	1,522	947	3,070	2,701	2,006	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.000	0.016	0.007	0.023	0.074	0.198	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	57	32	42	130	192	180	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	4,876	11,614	6,151	22,638	11,763	31,525	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	55	136	113	304	177	318	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	81	61	55	198	256	187	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	270	355	368	993	540	518	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	2,083	3,995	1,326	7,403	4,454	4,956	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	37	88	44	168	166	395	بورصة بيروت
Cairo & Alex. Stock Exchanges	5,802	5,315	3,169	14,281	11,265	8,751	بورصتي القاهرة والاسكندرية
Total	68,179	109,440	102,231	279,918	286,184	434,176	المجموع

معدل حجم التداول اليومي
(مليون دولار أمريكي)
Daily Average Value Traded
(Million $U.S.)

Market					2007	2006	السوق
	يونيو Jun	مايو May	ابريل Apr	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1	الربع الثاني Q2	
Abu Dhabi Securities Market	211.8	201.3	73.5	161.2	57.1	98.7	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	71.6	51.7	50.9	57.7	82.9	101.2	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	5.4	4.2	2.1	3.9	1.8	6.0	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	1,622.9	2,939.1	3,193.3	2,599.8	3,735.0	5,005.2	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	688.8	716.0	740.6	717.1	325.2	245.6	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	28.5	69.2	47.4	48.7	42.9	32.3	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.0000	0.0018	0.0008	0.0009	0.0028	0.0099	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	2.7	1.4	2.1	2.1	3.1	2.9	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	243.8	505.0	279.6	348.3	189.7	409.4	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	3.1	6.8	5.7	5.2	3.1	5.1	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	4.1	2.8	2.5	3.1	4.3	3.0	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	15.9	15.5	16.7	16.0	8.7	8.1	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	104.1	173.7	60.3	113.9	71.8	76.2	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	1.8	4.0	2.3	2.8	2.8	6.5	بورصة بيروت
Cairo & Alex. Stock Exchanges	290.1	241.6	176.0	238.0	187.7	145.9	بورصتي القاهرة والاسكندرية
Total	3,294	4,932	4,653	4,318	4,716	6,146	المجموع

عدد الأسهم المتداولة
(مليون سهم)
Number of Shares Traded
(Million Shares)

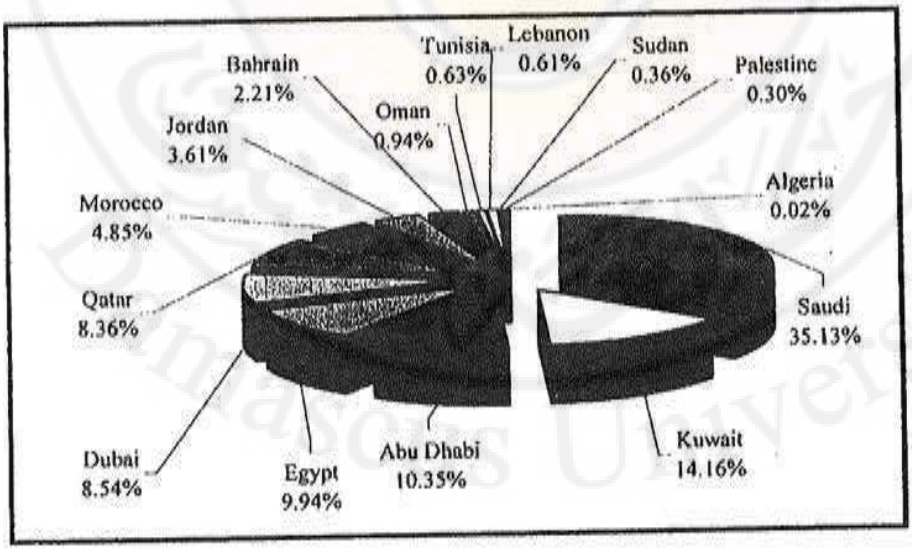
Market					2007	2006	السوق
	يونيو Jun	مايو May	إبريل Apr	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1	الربع الثاني Q2	
Abu Dhabi Securities Market	6,789	5,477	1,740	14,006	4,265	3,884	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	436	346	275	1,057	1,029	1,202	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	68	75	19	162	62	220	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	3,008	5,000	5,921	13,929	18,792	18,845	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	7,750	7,218	6,410	21,378	9,518	10,613	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	7.65	12.26	8.45	28.36	27.80	47.48	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.000	0.003	0.001	0.004	0.013	0.037	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	8.18	3.29	3.88	15.35	18.32	9.82	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	5,076	11,238	6,933	23,247	8,554	12,989	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	46	6,175	119	6,340	3,026	5,143	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	37	25	23	85	92	44	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	112	212	181	504	316	272	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	265	443	156	864	542	367	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	3.08	5.00	2.28	10.36	11.76	33.52	بورصة بيروت
Cairo & Alexandria Stock Exchanges	1,862	1,532	653	4,046	2,618	1,606	بورصتي القاهرة والاسكندرية
Total	25,468	37,762	22,443	85,673	48,872	55,274	المجموع

المعدل اليومي لعدد الاسهم المتداولة
(مليون سهم)
Daily average shares traded
(Million Shares)

Market					2007	2006	السوق
	يونيو Jun	مايو May	إبريل Apr	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1	الربع الثاني Q2	
Abu Dhabi Securities Market	339.5	238.1	79.1	215.5	68.8	50.4	سوق أبوظبي للأوراق المالية
Amman Stock Exchange	21.8	15.0	13.1	16.5	17.2	19.4	بورصة عمان
Bahrain Stock Exchange	3.41	3.43	0.90	2.58	1.03	3.48	سوق البحرين للأوراق المالية
Saudi Stock Market	143.3	227.3	269.1	214.3	308.1	265.4	سوق الأسهم السعودي
Kuwait Stock Exchange	369.1	328.1	278.7	323.9	170.0	165.8	سوق الكويت للأوراق المالية
Casablanca Stock Exchange	0.364	0.557	0.423	0.450	0.441	0.766	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
Algeria Stock Exchange	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.002	بورصة الجزائر
Tunis Stock Exchange	0.389	0.150	0.194	0.244	0.295	0.156	بورصة الأوراق المالية بتونس
Dubai Financial Market	253.8	488.6	315.1	357.6	138.0	168.7	سوق دبي المالي
Khartoum Stock Exchange	2.56	308.74	5.97	109.32	52.17	82.96	سوق الخرطوم للأوراق المالية
Palestine Stock Exchange	1.84	1.15	1.05	1.33	1.53	0.71	سوق فلسطين للأوراق المالية
Muscat Securities Market	6.57	9.22	8.21	8.13	5.09	4.24	سوق مسقط للأوراق المالية
Doha Securities Market	13.2	19.3	7.1	13.3	8.7	5.6	سوق الدوحة للأوراق المالية
Beirut Stock Exchange	0.154	0.227	0.120	0.170	0.196	0.550	بورصة بيروت
Cairo & Alexandria Stock Exchanges	93.1	69.6	36.3	67.4	43.6	26.8	بورصتي القاهرة والاسكندرية
Total	1,249	1,710	1,015	1,331	815	795	المجموع

أوزان الأسواق المدرجة
في مؤشر صندوق النقد العربي
الربع الثاني 2007
Market Weights in the AMF Index
Second Quarter 2007

Market	الوزن في المؤشر المركب للصندوق Weight in AMF index	القيمة السوقية (مليون دولار أمريكي) Market Capt. (million $)	عدد الشركات المدرجة في المؤشر Companies listed in Index	السوق Market	الترتيب Rank
Saudi	35.13	210,624	62	السعودية	1
Kuwait	14.16	84,891	65	الكويت	2
Abu Dhabi	10.35	62,023	25	أبو ظبي	3
Egypt	9.94	59,570	100	مصر	4
Dubai	8.54	51,179	14	دبي	5
Qatar	8.36	50,120	23	قطر	6
Morocco	4.85	29,092	35	المغرب	7
Jordan	3.61	21,660	58	الاردن	8
Bahrain	2.21	13,273	26	البحرين	9
Oman	0.94	5,626	72	عمان	10
Tunisia	0.63	3,796	33	تونس	11
Lebanon	0.61	3,637	11	لبنان	12
Sudan	0.36	2,144	11	سوق الخرطوم	13
Palestine	0.30	1,784	10	سوق فلسطين	14
Algeria	0.02	98.42	2	بورصة الجزائر	15



اسعار صرف العملات المحلية
مقابل الدولار الأمريكي
Exchange Rates per $U.S.

Currencies				2007	2006	العملات
	يونيو Jun	مايو May	إبريل Apr	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1	الربع الثاني Q2	
UAE Dirham	3.6730	3.6723	3.6729	3.6730	3.6728	3.6729	الدرهم الإماراتي
Jordanian Dinar	0.7086	0.7086	0.7090	0.7086	0.7090	0.7085	الدينار الاردني
Bahraini Dinar	0.3770	0.3770	0.3770	0.3770	0.3770	0.3770	الدينار البحريني
Saudi Riyal	3.7508	3.7504	3.7507	3.7508	3.7505	3.7503	الريال السعودي
Kuwaiti Dinar	0.2881	0.2884	0.2892	0.2881	0.2891	0.2892	الدينار الكويتي
Moroccan Dirham	8.2651	8.3141	8.2147	8.2651	8.3633	8.6724	الدرهم المغربي
Algerian Dinar	70.3106	70.5967	69.2150	70.3106	69.7566	71.0728	الدينار الجزائري
Tunisian Dinar	1.2952	1.2996	1.2879	1.2952	1.2997	1.3255	الدينار التونسي
Sudanese Dinar	200.52	200.61	200.51	200.52	200.54	217.54	الدينار السوداني
Omani Riyal	0.3850	0.3850	0.3850	0.3850	0.3851	0.3850	الريال العماني
Qatari Riyal	3.6396	3.6396	3.6396	3.6396	3.6396	3.6405	الريال القطري
Lebanese Pound	1,512.5	1,511.5	1,512.0	1,512.5	1,512.0	1,502.3	الليرة اللبنانية
Egyptian Pound	5.6925	5.6918	5.6850	5.6925	5.6962	5.7550	الجنيه المصري

نسبة تغير أسعار صرف العملات المحلية *
Percentage change in Exchange Rates

Currencies				2007	2006	العملات
	يونيو Jun	مايو May	إبريل Apr	الربع الثاني Q2	الربع الأول Q1	الربع الثاني Q2	
UAE Dirham	-0.019	0.016	-0.003	-0.005	0.003	0.005	الدرهم الإماراتي
Jordanian Dinar	0.000	0.056	0.000	0.056	0.000	0.071	الدينار الاردني
Bahraini Dinar	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.053	الدينار البحريني
Saudi Riyal	-0.011	0.008	-0.005	-0.008	-0.005	0.005	الريال السعودي
Kuwaiti Dinar	0.104	0.277	-0.035	0.346	0.000	1.061	الدينار الكويتي
Moroccan Dirham	0.589	-1.210	1.777	1.174	0.916	4.478	الدرهم المغربي
Algerian Dinar	0.405	-1.996	0.776	-0.794	0.504	0.737	الدينار الجزائري
Tunisian Dinar	0.339	-0.908	0.908	0.346	0.062	1.967	الدينار التونسي
Sudanese Dinar	0.045	-0.050	0.015	0.010	0.392	3.726	الدينار السوداني
Omani Riyal	0.000	0.000	0.026	0.026	0.000	0.130	الريال العماني
Qatari Riyal	0.000	0.000	0.000	0.000	0.027	0.000	الريال القطري
Lebanese Pound	-0.066	0.033	0.000	-0.033	0.000	0.017	الليرة اللبنانية
Egyptian Pound	-0.012	-0.120	0.197	0.065	0.264	-0.230	الجنيه المصري

* مقارنة بالفترة السابقة.

مؤشرات الصندوق لأسعار الأسهم
ونسب تغير بعض مؤشرات الأسواق الدولية (%)
AMF Indices and other Market Indices (% change)

Market	خلال العام حتى تاريخه Year to date	الربع الثاني 2007- الربع الأول 2007 2nd Q 2007 - 1st Q 2007	الربع الثاني 2007- الربع الثاني 2006 2nd Q 2007 - 2nd Q 2006	السوق
Abu Dhabi	11.9	18.1	-0.9	ابوظبي
Jordan	3.4	-7.6	-7.6	الاردن
Bahrain	-7.6	7.8	15.2	البحرين
Saudi	-10.2	-9.8	-52.6	السعودية
Kuwait	20.2	16.1	7.9	الكويت
Morocco	34.2	0.3	63.4	المغرب
Algeria	2.8	1.0	7.9	الجزائر
Tunis	-17.2	-8.8	35.1	تونس
Dubai	0.9	12.9	1.5	دبي
Sudan	-12.4	-3.2	-10.9	السودان
Palestine	-17.4	-19.7	-6.6	فلسطين
Oman	6.6	11.1	25.6	عمان
Qatar	0.7	20.2	-4.7	قطر
Lebanon	2.5	-3.2	-16.5	لبنان
Egypt	58.0	11.0	57.1	مصر
AMF Index	3.6	2.2	-23.8	المؤشر المركب
Nikkei	5.3	4.9	17.0	نيكاي
IFCG	19.1	15.4	40.2	مؤسسة التمويل الدولية
CAC 40	9.3	7.5	21.9	كاك 40
S&P 500	6.0	5.8	18.4	ستاندرد و بورز
FT-SE 100	6.2	4.8	13.3	فوتسي

٤- وجود زعامات تقليدية تسيطر على حركة السوق ويعمل لديها سماسرة وقد يمتد تأثير هذه الزعامات إلى إدارة البورصة ولجان التأديب مما يفقد البورصات القدرة على المعاقبة.

لذلك ومن خلال هذه الأسباب يلاحظ بطء إجراءات معاقبة المنحرفين في الأسواق العربية في حين قطعت البورصات في الدول المتقدمة شوطاً كبيراً في قمع المديرين في الحصول على المعلومات والمضاربة بشروط استثنائية لتحقيق الأرباح الاستثنائية.

٣- المضاربة والتمويل المصرفي:

تقوم جميع المصارف التجارية بتمويل أي مستثمر يشتري مسكناً أو شركة تجارية أو مصنعاً بنسبة من القيمة التقديرية تصل إلى ٧٥ % وتضع المصارف إشارة الرهن على الأشياء المشتراة (مسكن – متجر – مصنع) وتعتبر هذه الأشياء ضماناً للقرض ، لكنه لوحظ في الفترة الأخيرة إقدام البنوك على قبول الأوراق المالية كضمانة للقروض نظراً لسهولة تقديرها وسرعة بيعها في حال تعثر المدين.[١]

إلا أن تعرض بعض البورصات لمخاطر الأزمات وهبوط الأسعار قد دفع المصارف من جديد للاحتفاظ برهن عقاري أو عيني أو ضمانات شخصية بهدف تنويع الضمانات ، خاصة بعد أزمة جنوب شرق آسيا، وأزمة المصارف في الأرجنتين عام ٢٠٠١ أما المضاربة في الأسواق المالية فكانت مهنة محببة لدى المصارف ذات أرباح مضمونة ويضع المصرف إشارة الرهن على الأسهم والسندات المشتراة لصالحه فوراً ويجد سهولة في حساب القيمة وقيمة القرض والبيع في حال تعرض المضارب لأي أزمة مهما كان شكلها أو نوعها فتكون خسارة المصارف بنسبة محددة في حالات الأزمات الشخصية بعكس القروض بضمانات عينية التي قد تخسر ٢٥% أو أحيانا ٥٠% من القيمة، لذلك شجعت المصارف المضاربين في أسواق المال على الشراء والمضاربة مقابل

---

[١] سامي عفيفي – اقتصاديات النقود والبنوك ، الدار الذهبي للطبعة القاهرة ٢٠٠٤ ص ٢٤٠- ٢٤١

المراجع:

١- تشارلز وولف الابن: الأسواق أم الحكومات ترجمة د .علي حسين حجاج دار البشر عمان ١٩٩٦

٢- عبد المطلب عبد الحميد: النظام الاقتصادي العالمي الجديد، مجموعة النيل العربية القاهرة ٢٠٠٣

٣- محمد صالح جابر: الاستثمار بالأوراق المالية، شركة المطابع النموذجية عمان ١٩٨٩

٤- زينب حسين عوض الله : اقتصاديات النقود والمصارف ، الدار الجامعية بيروت ١٩٩٨

٥- منير إبراهيم هندي : الأوراق المالية وأسواق رأس المال توزيع منشأة المصارف الإسكندرية ١٩٩٧

٦- محمد عثمان إسماعيل حميد :أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ، دار النهضة العربية جامعة القاهرة ١٩٩٣

٧- موريس سلامة: الأسواق المالية ترجمة يوسف الشدياق ، منشورات عويدات بيروت ١٩٨٣

٨- محسن أحمد الخضير: كيف تتعلم البورصة ، ايتران للنشر والتوزيع. القاهرة ٢٠٠١

٩- محمود محمد الداغر: الأسواق المالية، دار الشروق للنشر عمان ٢٠٠٥

١٠- علي كنعان: اقتصاديات المال والسياستين المالية والنقدية، إصدار دار الحسنين دمشق ١٩٩٧

١١- فريد النجار: البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية ١٩٩٩

١٢- حسين علي خربوش وعبد المعطي رضا أرشيد: الأسواق المالية،مكتبة الجامعة الأردنية عمان ١٩٩٥

١٣- عبد الغفار حنفي: البورصات، المكتب العربي الحديث، جامعة الإسكندرية ١٩٩٥

١٤- فرانسوا الرو : الأسواق والرساميل الدولية، المؤسسة الجامعية للدراسات بيروت ١٩٩١ ترجمة حسن الضيقة

١٥- أحمد زهير شامية: اقتصاديات النقود والمصارف، مديرية الكتب والمطبوعات الجامعية جامعة حلب ٢٠٠٠

١٦- عبد الكريم حمامي: صناديق الاستثمار المشتركة، فصلت للدراسات والترجمة والنشر حلب ٢٠٠٠

١٧- عادل عبد الحميد عز: مبادئ التأمين، الدار الجامعية بيروت ١٩٩٢

١٨- توماس ماير وزملائه: النقود والبنوك والاقتصاد، ترجمة أحمد عبد الخالق وأحمد فؤاد بليع، دار المريخ الرياض ٢٠٠٠

١٩- عبد الستار الظاهر: دار المعلومات المحاسبية في توجيه الاستثمارات المالية، رسالة ماجستير جامعة حلب ٢٠٠٤

٢٠- سهير السيد : المدخل في النظرية الاقتصادية ،ايتراك للطباعة و النشر و التوزيع القاهرة ٢٠٠٢

٢١- حسني علي خر بوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أحمد حودة:إدارة المحافظ الاستثمارية الشركة الدولية للتجهيزات و الخدمات عمان١٩٩٥

٢٢- عبد الرحمن أحمد، أحمد الناقة االنظرية الاقتصادية الكلية، مؤسسة شباب الجامعة الإسكندرية

٢٣- محمد محروس إسماعيل: الصناعة و التصنيع، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية ١٩٩٧

٢٤- ضياء مجيد: الاقتصاد النقدي ،مؤسسة شباب الجامعة،الإسكندرية

٢٥- منى قاسم: الإصلاح الاقتصادي، الدار المصرية اللبنانية القاهرة ١٩٩٧

٢٦- محمد محروس إسماعيل و إسماعيل أحمد الشناوي :مقدمة في التطور الاقتصادي -الدار الجامعية الاسكندرية١٩٩٣

٢٧- عصام فهد العربيد: دراسات معاصرة في محاسبة البنوك التجارية و البورصات-دار الرضا للنشر ٢٠٠١

٢٨- عبد النافع الزرري- غازي فرح: الأسواق المالية، دار وائل، جامعة فلادليفيا عمان ٢٠٠١

٢٩- جاك آدا : عولمة الاقتصاد، ترجمة مطانيوس حبيب ، دار طلاس للنشر دمشق ١٩٩٨

٣٠- منير إبراهيم هندي: أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، دار المعارف الإسكندرية ١٩٩٩ص٢٧٤

٣١- عبد الكريم حمامي: طرق الاستثمار في الأسواق المالية، فصلت للدراسة والترجمة والنشر، حلب ١٩٩٩

٣٢- كمال شرف – هاشم أبو عراج : النقود والمصارف، جامعة دمشق ١٩٩٤

٣٣- منى قاسم: صناديق الاستثمار، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة ١٩٩٥

٣٤- أسواق وبورصات: المجلة الاقتصادية العدد ٢٢٢ تاريخ ٢٧ تشرين الثاني ٢٠٠٥ دمشق

٣٥- محمد غياث شيخة الأسواق المالية: نشر عادل بحركش دمشق ٢٠٠٢

٣٦- عبد الغفار حنفي- زكية قرياقص: البورصات الجامعة الإسكندرية ٢٠٠٤

٣٧- عصام فهد العربيد: دراسات معاصرة في محاسبة البنوك التجارية والبورصات ، دار الرضا للنشر والتوزيع دمشق ٢٠٠١

٣٨- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار: أسواق الأوراق المالية العربية ، الكويت ١٩٨٥

٣٩- منير هنيدي : مستقبل أسواق رأس المال العربية ، توزيع منشـــاة المصـــارف بالإسكندرية ١٩٩٥

٤٠- سامي عفيفي: اقتصاديات النقود والبنوك ، النسر الذهبي للطبعـــة القـــاهرة ٢٠٠٤

٤١- موريس آلية: الشروط النقدية لاقتصاد السوق ، ترجمة المعهـــد الإســـلامي للبحوث والتدريب منشورات البنك الإسلامي، جدة ١٩٩٣

٤٢- حسين عبد المطلب الاسرج : تحليل أداء البورصات العربية ، بنك الكويـــت الصناعي ، الكويت ٢٠٠٤

٤٣- سام ويلسون – نورد هاوس : الاقتصاد ، الأهلية – للنشر والتوزيع ، ترجمة هشام عبد الله عمان ١٩٩٥

٤٤- عرفان الحسيني: التمويل الدولي، دار مجدلاوي للنشر ، عمان ٢٠٠٢

٤٥- ألان بيرنيت: المعجزة في الاقتصاد من المدن الفينيقية إلى اليابان ترجمة- بســـام حجار- دار النهار بيروت ١٩٩٧

٤٦- جون بيج : معجزة دول شرق آسيا – معجزة النمو ، مجلة التمويل والتنميـــة العدد ١ المجلة ٣١

٤٧- إبراهيم العيسوي نموذج النمور الآسيوية ، دار الثقافة الجديدة القاهرة ١٩٩٥ ص ٧١

٤٨- منى قاسم: الإصلاح الاقتصادي، الدار المصرية اللبنانية القـــاهرة ١٩٩٧ ص ١٨٤

٤٩- رمزي زكي: المحنة الآسيوية، دار المدى للثقافة والنشر دمشق ٢٠٠٠

٥٠- جاك الحكيم: الشركات التجارية – جامعة دمشق، كلية الحقوق ١٩٩٤

٥١- محمد جليلاتي: محاسبة الشركات- جامعة دمشق ١٩٩٥

المدقق اللغوي :

د. أحمد جاسم الحسين

حقوق الطبع والترجمة والنشر محفوظة لمديرية الكتب والمطبوعات الجامعية

وقل رب زدني علما
جامعة دمشق
Damascus University