

جامعة 08 ماي 1945 قالمة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



الموضوع

الإستثمار المحفظي و آثاره على أسواق الأوراق المالية العربية

— دراسة بورصة تونس (2008-2011) —

مدرسه مقدمه ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية

تخصص: نقود و مؤسسات مالية

إشراف الأستاذة:

أ. سامية

إعداد الطالبتين:

بزازي

◀ مريم بكوش

◀ نبيلة ستيتي

السنة الجامعية: 2012-2013

المقدمة

لقد كان للأسواق المالية أمرا فعلا في دفع عجلة التنمية الاقتصادية و الاجتماعية بمرور الوقت تزايد الاهتمام بها نظرا للوظائف التي تؤديها من خلال توجيه المدخرات نحو المجالات الأكثر إنتاجية، و هذا ما يعرف بالتخصيص الكفاء للموارد المالية.

و مع ظهور العولمة المالية تم إلغاء القيود و الحواجز المفروضة على تدفقات رؤوس الأموال فيما بين الأسواق المالية لمختلف الدول، حيث أصبحت الموارد المالية تتدفق بين الدول في شكل استثمارات أجنبية مباشرة و غير مباشرة، تسابقت الدول لجذب مثل هذه الاستثمارات خاصة الاستثمارات في الحوافز المالية نظرا لسهولة تسهيلها و التخلص منها بسرعة عن طريق بيعها في سوق الأوراق المالية.

منذ التسعينات تزايد الاهتمام بهذه التدفقات الأجنبية خاصة بالنسبة للاقتصاديات النامية بصفة عامة و العربية بصفة خاصة، غير أن الاستثمار المحفظي يكن محل اهتمام الكثير من الدول النامية كونها لم تكن خالية من المخاطر خاصة قصيرة الأجل أو ما يعرف بدخول و خروج الأموال الساخنة مما أدى إلى نشوء أزمات مالية في العديد من الأسواق المالية، خاصة الناشئة منها، مما دفع الدول العربية إلى محاولة الاستفادة من دروس هذه الأزمات المالية و تداعياتها حتى تستطيع تطوير قواعدها لتصل إلى درجة الأسواق الكفوءة.

من هذا المنطلق اتضح الاهتمام المتزايد لدى الدول العربية لموضوع إنشائها لأسواق الأوراق المالية و تطويرها لاستقطاب الاستثمار المحفظي من جهة و المحافظة على مدخراتها المحلية من جهة أخرى و ذلك من خلال سعيها وراء تعديل و تفعيل الأطر التنظيمية و التشريعية و الرقابية في مجال التعامل بالأوراق المالية، و كذا تخفيض أو إلغاء الضرائب المفروضة على المتعاملين في هذه الأسواق سواء المحليين منهم أو الأجانب. كل هذا أدى إلى الاقتناع بأهمية الدور الذي يؤديه الاستثمار الأجنبي في محافظ الأوراق المالية في البورصات العربية.

و بورصة تونس كغيرها من البورصات العربية لم تكن بمنأى عن هذا الاتجاه، حيث قامت بتطوير سوق أوراقها المالية، و ذلك من خلال التعديلات و التحفيزات الممنوحة في السنوات الأخيرة. فكل هذا لم يكن عائقا وراء جذب الاستثمار الأجنبي خاصة.

أولاً: أهمية الدراسة.

تلعب سوق الأوراق المالية دورا كبيرا في تأمين الموارد اللازمة لتمويل المشروعات و الاستثمارات من جهة و استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية من جهة ثانية، حيث تشكل الاستثمارات الأجنبية أحد الدعام الرئيسية لعملية التنمية.

و تنبع أهمية الدراسة من أهمية الاستثمار المحفظي بصفة أحد أشكال الاستثمار الأجنبي يمكن أن يساهم في تعويض النقص في المدخرات المحلية بالاستثمارات المحلية بالدول العربية و هو ما يؤدي إلى النهوض بمستويات التنمية و زيادة معدلات النمو الاقتصادي فيها.

ثانيا: أهداف البحث.

تكمّن أهداف البحث في :

- ◀ محاولة التعرف على الأسواق المالية بصفة عامة و أهم الأدوات المالية المتداولة بها؛
- ◀ محاولة التقرب من الأسواق المالية العربية و التعرف على أسباب قيامها و خصائصها؛
- ◀ إبراز مدى تأثر أسواق الأوراق المالية العربية بالاستثمار المحفظي؛
- ◀ معرفة التطورات التي شهدتها مؤشرات بورصة تونس و ما مدى مساهمتها في جذب المستثمرين الأجانب؛
- ◀ الوقوف على المعوقات التي واجهت الأسواق المالية العربية و أهم سبل تطويرها.

ثالثا: دوافع اختيار الموضوع.

تبرز أهم الأسباب التي دفعتنا لاختيار هذا الموضوع فيما يلي:

- للحقل قلة الدراسات و الأبحاث التي تناولت هذا الموضوع؛
- للحقل تزايد أهمية الاستثمار المحفظي كمصدر تمويلي؛
- للحقل زيادة الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في جذب رؤوس الأموال الأجنبية.

رابعا: إشكالية الدراسة.

جاءت دراسة هذا الموضوع لمعالجة العلاقة التي تربط بين الاستثمار المحفظي و أسواق الأوراق المالية العربية ، لذلك سنحاول الإجابة على السؤال الجوهرى الموالي:

ما مدى تأثير الاستثمار المحفظي على سوق الأوراق المالية العربية عامة، و بورصة تونس خاصة ؟

تدعيما للإشكالية الرئيسية قمنا بطرح التساؤلات التالية:

- ◀ ما المقصود بسوق الأوراق المالية؟ وما هي الأدوات المالية المتداولة بها؟
- ◀ ما المقصود بالاستثمار المحفظي؟
- ◀ ما هي العوامل التي أدت لزيادة الاهتمام بالاستثمار المحفظي؟
- ◀ ما مدى مساهمة التطورات التي شهدتها أسواق الأوراق المالية العربية في جذب الاستثمار المحفظي؟ وما هي انعكاساته بها؟
- ◀ ما هو الاستثمار المحفظي ببورصة تونس؟ وما هي آثاره عليها؟

خامسا: فرضيات الدراسة.

للإحاطة بموضوع الدراسة و الإجابة عن الاشكالية الرئيسية قمنا بطرح جملة من الفرضيات:

1. يعد سوق الأوراق المالية أحد أهم مكونات سوق رأس المال التي يتم التعامل بها بواسطة أدوات مالية طويلة الأجل؛
2. يسعى الأفراد و المؤسسات من وراء الاستثمار المحفظي إلى تملك بعض الأوراق المالية دون ممارسة أي نوع من المشاركة و الرقابة في إدارة المشروع؛
3. يعتبر الاستثمار المحفظي أحد نتائج التحرر المالي، تحكمه العديد من المحددات و تكون له آثار متباينة بين إيجابية و السلبية على الدول المضيفة له؛
4. للاستثمار المحفظي آثار إيجابية على سوق الأوراق المالية العربية؛
5. يعرف الاستثمار المحفظي ببورصة تونس تزايدا مستمرا بفعل الإجراءات المتخذة لتنشيطها؛
6. للاستثمار المحفظي آثار إيجابية على سوق الأوراق المالية التونسية.

سادسا: حدود الدراسة.

هذه الدراسة ستكون في حدود أسواق الأوراق المالية العربية ، مع إسقاطها على بورصة تونس كعينة لمعرفة الآثار المترتبة عن الاستثمار المحفظي بها. و فيما يتعلق بالإطار الزمني فقد تم تحديد الفترة (2008-2011) نظرا لتوفر الإحصائيات بها.

سابعا: منهج الموضوع.

نظرا لطبيعة موضوع الدراسة؛ و رغبة للوصول إلى الأهداف المرجوة و إنجاز هذه الدراسة على أحسن وجه؛ سيتم إتباع المنهج الوصفي التحليلي في الجانب النظري قصد توضيح المفاهيم و تحليل أبعاد الموضوع؛ و منهج دراسة حالة الجانب التطبيقي من خلال دراسة بورصة تونس.

ثامنا: الدراسات السابقة.

الدراسات حول الأسواق المالية العربية و الاستثمار المحفظي فيها نادرة بسبب قلة المراجع و المعلومات حول الاستثمار المحفظي و قلة الإحصائيات حول بورصة تونس؛ وكذا قلة المراجع و الدراسات التي تتضمن بورصة تونس أو تتضمن العلاقة بين الاستثمار المحفظي و بورصة تونس؛ و من بين الدراسات التي لها علاقة بالأسواق المالية العربية خاصة التونسية و الاستثمار المحفظي بها ما يلي:

الدراسة الأولى:

إحسان بويريمة، « دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية – دراسة حالة الأردن(2005-1996) »، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير ، (غير منشورة) ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة 08 ماي 1945، قالمة 2007/2006،

لقد تضمنت هاته الدراسة معوقات البورصات العربية و دور الاستثمار المحفظي في تنشيطها و قد امتدت فترة الدراسة من (2005-1996) في حين دراستنا صبت فيها الاستثمار المحفظي و آثاره على البورصات العربية بالإيجاب و السلب في بورصة تونس- خلال الفترة (2008-2011) .-

الدراسة الثانية:

عديلة مريميت، « محاولة قياس أثر البورصة في التنمية الاقتصادية-دراسة حالة الجمهورية التونسية(2002-1991) » ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات شهادة الماجستير ، (غير منشورة) ،كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة 08 ماي 1945، قالمة 2004/ 2003؛

لقد انصبت هذه الدراسة على أثر البورصة في عملية التنمية الاقتصادية فهي تتلاقى مع موضوع بحثنا في الإطار المكاني الذي هو بورصة تونس إلا أن جوهر الدراسة و إطارها

الزماني يختلفان لأن بحثنا يركز على الاستثمار المحفظي و آثاره على بورصة تونس كنموذج لآثر الاستثمار المحفظي على البورصات العربية.

تاسعا: صعوبات الدراسة.

واجهتنا عدة صعوبات في دراستنا لموضوع: **آثار الاستثمار المحفظي على سوق الأوراق المالية العربية**، نظرا لحدثة هذا الموضوع نسبيا بالنسبة للاقتصاديات العربية ، و كذا قلة المراجع حول الاستثمار المحفظي بصفة عامة و بالدول العربية خاصة و حتى و إن وجدت فلا توجد هناك علاقة تربط بين الدول العربية و الاستثمار المحفظي كما واجهتنا صعوبات في **الجانب التطبيقي** تمثلت في قلة المعلومات حول البورصات العربية و الاستثمار المحفظي للأجانب بها بالقدر الكافي مما دفعنا إلى حصر دراستنا في بورصة تونس حتى يسهل علينا جمع المعلومات ، إلا أن ذلك لم يكن من السهل علينا لقلة الدراسات السابقة حول موضوعنا و خاصة حول بورصة تونس و الاستثمار الأجنبي غير المباشر بها ، مما تطلب منا بذل المزيد من الجهد و اللجوء إلى مواقع الانترنت التي لم تكن هي الأخرى مزودة بالإحصائيات الجديدة حول البورصات العربية و بورصة تونس و حتى و إن وجدت يصعب علينا جمعها و ترتيبها لكونها متضاربة في الكثير من الأحيان.

عاشرا : هيكل البحث:

للخوض في موضوع هذا البحث ارتأينا بدأه **بمقدمة** تعتبر كباب رئيسي ندخل منه إلى صلب الموضوع ، نقدم للقارئ فكرة عن الغاية من القيام بهذه الدراسة و توضيح الأسباب الرئيسية التي دفعتنا لذلك. ثم قمنا بتقسيم موضوعنا إلى **ثلاث فصول** مترابطة تعالج جوهر الدراسة ، ينفرد كل فصل منها بتمهيد و خلاصة له و يقسم إلى ثلاث مباحث كل مبحث يتناول جملة من المطالب ، و جاء محتوى الفصول الثلاثة كالآتي:

الفصل الأول : تحت عنوان "**التأصيل النظري لأسواق الأوراق المالية**" ،تناولنا فيه ماهية سوق الأوراق المالية وكفاءتها و الأوراق المالية المتداولة فيها مع التطرق إلى أسواق الأوراق المالية العربية.

الفصل الثاني: تحت عنوان "**أدبيات الاستثمار المحفظي و انعكاساته على أسواق الأوراق المالية**"، تناولنا فيه أساسيات حول المحفظة الاستثمارية و عموميات حول الاستثمار المحفظي مع التطرق إلى إستراتيجيات الاستثمار المحفظي و آثاره على سوق الأوراق المالية.

الفصل الثالث: تحت عنوان "**آثار الاستثمار المحفظي على بورصة تونس-دراسة تطبيقية الفترة (2008-2011)**" ، تطرقنا فيه إلى البورصات العربية و الاستثمار المحفظي بها. كما تطرقنا إلى سوق الأوراق المالية التونسية كمدخل ، و أداء الاستثمار المحفظي فيها و انعكاساته.

و في الأخير قمنا بوضع خاتمة للموضوع ، تعتبر حصيلة للبحث بأكمله أجمالنا فيها بعض نتائج البحث والتحليل للإشكالية كمحل الدراسة ثم قدمنا بعض التوصيات و طرحنا بعض الإشكاليات التي يمكن التوسع فيها مستقبلا.

فهرس الجداول

الصفحة	العنوان	رقم الجدول
87	تطور إجمالي أرصدة الاستثمار المحفظي الوارد في الدول العربية.	01
102	بعض مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية التونسية (2008-2011).	02
107	أرصدة الاستثمار المحفظي الوارد بتونس (2008-2011).	03
107	تطور إيرادات الاستثمار المحفظي بتونس (2008-2011).	04
111	عمليات التسجيل لحساب الأجانب ببورصة تونس (2008-2011).	05
111	مجموع العمليات لحساب الأجانب.	06

فهرس الأشكال

الصفحة	العنوان	رقم الشكل
13	الأطراف المتداخلة في سوق الأوراق المالية.	01
19	تقسيمات أسواق الأوراق المالية.	02
23	منحنى يوضح الأشكال المختلفة لكفاءة السوق.	03
25	الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.	04
34	شكل يوضح شجرة المشتقات المالية.	05
57	أثر التنويع في تخفيض المخاطر.	06
71	العلاقة الديناميكية بين القطاع المالي و القطاع العيني في ظل الأزمة الآسيوية.	07
81	المؤشر المركب لصندوق النقد العربي للفترة (2009-2010).	08
83	تطور القيمة السوقية للأسهم المتداولة في البورصات العربية (2008-2011).	09
84	تطور نشاط الإصدارات الأولية للأسهم في البورصات العربية.	10
85	تطور معدل دوران الأسهم للبورصات العربية (2008-2011).	11
86	تطور حجم إصدارات السندات في الدول العربية خلال الفترة (2008-2011).	12
88	أرصدة استثمارات محفظة الأوراق المالية الواردة للدول العربية بنهاية 2010 موزعة حسب الدول.	13
89	أهم الدول المستمرة في محفظة الأوراق المالية في الدول العربية في نهاية 2011.	14
94	الهيكل التنظيمي لبورصة تونس.	15
103	مؤشرات تطور سوق الأوراق المالية التونسية (2008-2011).	16
105	تطور مؤشر تونادكس (2009-2010).	17
106	تطور مؤشر تونادكس (2008-2011).	18
108	حصّة الاستثمار المحفّظي و الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الإيرادات الأجنبية بتونس.	19
108	تطور مساهمة الأجانب في رسملة السوق.	20

فهرس الملاحق

الصفحة	العنوان	رقم الملحق
124	بورصة تونس	01
125	أهم مؤشرات السوق لسنة 2010	02
126	تطور حجم التداول 2010-2009	03
126	توزيع حجم التداول سنة 2010	04
127	مؤشرات حول ملكية الأجانب في الشركات المدرجة	05
127	عمليات التسجيل لحساب الأجانب	06
127	مجموع العمليات لحساب الأجانب	07
128	أهم مؤشرات السوق لسنة 2011	08
129	تطور حجم التداول 2011-2010	09
129	توزيع حجم التداول سنة 2011	10
130	مؤشرات حول ملكية الأجانب في الشركات المدرجة	11
130	عمليات التسجيل لحساب الجانب	12
130	مجموع العمليات لحساب الأجانب	13

21.....	الفرع الثالث: صيغ فرضية السوق
21.....	أولاً: الصيغة الضعيفة
22.....	ثانياً: الصيغة المتوسطة
22.....	ثالثاً: الصيغة القوية
الأوراق	الفرع الرابع: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية
24.....	أولاً: كفاءة التشغيل
24.....	ثانياً: كفاءة التسعير
المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية	
25.....	
26.....	المطلب الأول: أوراق الملكية (الأسهم)
26.....	الفرع الأول: مفهوم السهم
26.....	الفرع الثاني: القيم المختلفة للسهم
26.....	أولاً: القيمة الاسمية
26.....	ثانياً: القيمة الدفترية
27.....	ثالثاً: القيمة السوقية
27.....	رابعاً: قيمة الإصدار
27.....	الفرع الثالث: خصائص الأسهم
28.....	الفرع الرابع: أنواع الأسهم
28.....	أولاً: من حيث حقوق المساهمين
الأسهم	ثانياً: من حيث طبيعة الحصة التي تمنح
29.....	
29.....	ثالثاً: تصنيف الأسهم من حيث الشكل وطريقة التداول
29.....	رابعاً: من حيث استهلاك الأسهم أو عدمه
30.....	خامساً: تصنيف الأسهم وفقاً لأدائها وربحيتها
31.....	المطلب الثاني: أوراق المديونية (السندات)
31.....	الفرع الأول: مفهوم السند
31.....	الفرع الثاني: خصائص السندات
31.....	الفرع الثالث: أنواع السندات
32.....	أولاً: حسب الجهة المصدرة
32.....	ثانياً: حسب الضمان المدفوع
32.....	ثالثاً: حسب طريقة التداول
32.....	رابعاً: حسب المجال الجغرافي
33.....	خامساً: من حيث آجال الاستحقاق
33.....	المطلب الثالث: المشتقات المالية
33.....	الفرع الأول: مفهوم مشتقات المالية
35.....	الفرع الثاني: أنواع المشتقات المالية
35.....	أولاً: الخيارات
36.....	ثانياً: المقايضة (عقود المبادلات)
37.....	ثالثاً: العقود الآجلة: (العقود الملزمة اللاحقة)
38.....	رابعاً: العقود المستقبلية
39....	المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية العربية
39.....	
39.....	المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية العربية و مفهومها

39	الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية العربية.....
40	الفرع الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية العربية.....
40	المطلب الثاني: دوافع قيام الأسواق المالية العربية.....
	المطلب الثالث: الخصائص المشتركة لأسواق الأوراق المالية في الدول العربية.....
41	العربية.....
43	خلاصة الفصل.....

الفصل الثاني: أدبيات الاستثمار المحفظي و انعكاساته على أسواق الاوراق..... 74-45

45	تمهيد.....
46	المبحث الأول: أساسيات حول المحفظة الاستثمارية.....
46	المطلب الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية.....
46	الفرع الأول: المفهوم العام للمحفظة الاستثمارية.....
	الفرع الثاني: المتخصص للمحفظة
46	الاستثمارية.....
	المطلب الثاني: أهداف المحافظة
و	الاستثمارية
47	أنواعها.....
47	الفرع الأول: أهداف المحفظة الاستثمارية.....
47	أولاً: الحفاظ على رأس المال.....
47	ثانياً: استقرار تدفق النقد.....
48	ثالثاً: النمو في رأس المال.....
48	رابعاً: التنويع.....
48	خامساً: القابلية للتسويق و السيولة.....
48	الفرع الثاني: أنواع المحافظ الاستثمارية.....
49	أولاً: محفظة الدخل أو العائد.....
49	ثانياً: محفظة النمو.....
49	ثالثاً: المحفظة المختلطة.....
50	رابعاً: المحفظة المتوازنة.....
	المطلب الثالث: السياسات المتبعة لإدارة المحفظة الاستثمارية و محددات بنائها.....
50	الفرع الأول: السياسات المتبعة لإدارة المحفظة الاستثمارية.....
50	أولاً: السياسة المخاطرة أو الهجومية.....
51	ثانياً: السياسة المتحفظة أو الدفاعية.....
51	ثالثاً: السياسة الهجومية الدفاعية (متوازنة).....
52	الفرع الثاني: محددات بناء المحفظة الاستثمارية.....
52	أولاً: تنويع المحفظة الاستثمارية.....
52	ثانياً: عائد محفظة الأوراق المالية.....
53	المبحث الثاني: عموميات حول الاستثمار المحفظ.....
53	المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المحفظي و أهدافه.....
53	الفرع الأول: مفهوم الاستثمار المحفظي.....

الفرع الثاني: الفرق بين الاستثمار المحفظي و الاستثمار الأجنبي المباشر.....	55
الفرع الثالث: أهداف الاستثمار المحفظي.....	55
المطلب الثاني: دوافع الاستثمار المحفظي.....	56
الفرع الأول: دوافع الاستثمار المحفظي من جانب المستثمر.....	56
أولاً: الاستفادة من مزايا التنوع الدولي.....	56
ثانياً: المضاربة.....	57
الفرع الثاني: دوافع الاستثمار المحفظي من جانب الدول المضيفة.....	58
المطلب الثالث: محددات الاستثمار المحفظي.....	58
الفرع الأول: العوامل الخارجية.....	58
الفرع الثاني: العوامل الداخلية.....	58
أولاً: السياسات الاقتصادية الكلية.....	60
ثانياً: هيكل سوق الأوراق المالية.....	61
المبحث الثالث: استراتيجيات الاستثمار المحفظي و آثاره على سوق الأوراق المالية.....	62
المطلب الأول: استراتيجيات الاستثمار المحفظي.....	63
الفرع الأول: إستراتيجية الاستثمار السلبية.....	63
الفرع الثاني: إستراتيجية الاستثمار النشطة.....	63
المطلب الثاني: الانعكاسات الإيجابية للاستثمار المحفظي على سوق الأوراق المالية.....	64
المطلب الثالث: الآثار السلبية للاستثمار المحفظي على الأسواق المالية.....	65
الفرع الأول: أزمة المكسيك.....	65
أولاً: انفجار الأزمة.....	65
ثانياً: أسباب أزمة المكسيك المالية (1994-1995).....	66
ثالثاً: آثار الأزمة المكسيكية على المستوى الإقليمي و الدولي.....	67
الفرع الثاني: أزمة جنوب شرق آسيا.....	68
أولاً: انفجار الأزمة.....	69
ثانياً: أسباب أزمة جنوب شرق آسيا.....	69
ثالثاً: الانعكاسات الإقليمية و العالمية للأزمة.....	71
خلاصة الفصل الثاني.....	74

الفصل الثالث: آثار الاستثمار المحفظي على بورصة تونس-دراسة تطبيقية الفترة (2008-

2011).....76-111

تمهيد 76

المبحث الأول: البورصات العربية و الاستثمار المحفظي بها 77

المطلب الأول: التطورات التنظيمية و التشريعية..... 77

الفرع الأول: تطور الأطر التشريعي..... 77

77	الفرع الثاني:تطور قوانين الشركة.....
78	الفرع الثالث:تعديل و تطوير الأنظمة الضريبية.....
78	الفرع الرابع:تعديل و استحداث قوانين جديدة خاصة بسوق البورصة.....
79	الفرع الخامس:تحسين البنية التحتية.....
79	المطلب الثاني:تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (2008-2011).....
80	الفرع الأول:المؤشر المركزي لصندوق النقد العربي (2008-2011).....
81	الفرع الثاني :نشاط التداول في البورصات العربية.....
82	أولا:قيمة الأسهم المتداولة.....
83	ثانيا:تطور الإصدارات الأولية للأسهم.....
83	ثالثا:معدل دوران الأسهم.....
85	رابعا:نشاط أسواق السندات.....
86	المطلب الثالث:واقع الاستثمار المحفظي في الدول العربية و انعكاساته.....
86	الفرع الأول:أرصدة الاستثمار المحفظي في الدول العربية.....
88	الفرع الثاني:أهم الدول المستثمرة في المحفظة الاستثمارية في الدول العربية.....
89	الفرع الثالث:انعكاسات الاستثمار المحفظي على أسواق الأوراق المالية العربية.....
90	أولا:الآثار الإيجابية.....
90	ثانيا:الآثار السلبية.....
91	المبحث الثاني : مدخل لسوق الأوراق المالية التونسية.....
91	المطلب الأول : لمحة تاريخية حول سوق الاوراق المالية التونسية.....
91	الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية التونسية.....
94	الفرع الثاني : الهيكل التنظيمي للسوق التونسية.....
95	أولا :وزارة المالية.....
95	ثانيا : هيئة السوق المالية.....
96	ثالثا : بورصة الأوراق المالية التونسية.....
97	رابعا : الشركة التونسية المهنية المشتركة للمقاصة و توظيف القيم المنقولة.....
97	خامسا : الوسطاء في بورصة تونس.....
97	المطلب الثاني : شروط الادراج و المنتجات المالية المتداولة في البورصة التونسية.....

98.....	الفرع الاول : شروط الادراج في البورصة التونسية
	الفرع الثاني :المنتجات المالية المتداولة في سوق الاوراق المالية
	التونسية.....98
98.....	أولا : الأسهم ذات الأسبقية في الأرباح من دون حق تصويت
98.....	ثانيا : شهادات الاستثمار من دون حق التصويت
98.....	ثالثا : سندات المساهمة
99.....	رابعا : السندات القابلة للتحويل إلى أسهم
99.....	المطلب الثالث : مؤشرات سوق الأوراق المالية التونسية
99	الفرع الأول: المؤشر bvmt
100.....	الفرع الثاني :المؤشر tunindex
	المبحث الثالث : أداء الاستثمار المحفظي في سوق الاوراق المالية التونسية و انعكاساته
	101.....
101.....	المطلب الاول :مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية التونسية (2008-2011)
106.....	المطلب الثاني : تدفق الاستثمار المحفظي ببورصة تونس
106.....	الفرع الاول : واقع الاستثمار المحفظي
	الفرع الثاني:تطور إيرادات الاستثمار المحفظي بتونس (-2008
	109.....(2011
	المطلب الثالث : انعكاسات الاستثمار المحفظي على بورصة تونس (-2008
	109..... (2011
108	الفرع الاول :تطور مساهمة الاجانب في رسملة السوق
109.....	الفرع الثاني : عمليات التسجيل لحسابات الاجانب
	الفرع الثالث : مجموع أرصدة العمليات لحساب الاجانب ببورصة تونس (2008-2011)
	109.....
	111..... خلاصة الفصل الثالث
	الخاتمة..... (116-113)
122-118	قائمة المراجع
130-124	الملاحق

تمهيد.

تحتل الأسواق المالية مكانة هامة في النظام الاقتصادي، وتعتبر جزءا لا يتجزأ منه، ومن أهم عناصر الأسواق المالية يوجد سوق الأوراق المالية التي تلعب دورا هاما في أداء الوسيط بين أصحاب الفوائض المالية الذين يبحثون عن مجال لاستثمار تلك الفوائض، و بين من يعانون من العجز و الذين بدورهم يبحثون عن سبل التمويل، وتعتبر سوق الأوراق المالية أيضا المرآة العاكسة للنظم و السياسات المالية و الاقتصادية الحديثة في أية دولة.

تتم عملية الاستثمار في سوق الأوراق المالية عن طريق مجموعة متنوعة من الأدوات كالأسهم والسندات، بالإضافة إلى بعض الأدوات الحديثة، و لكي تحقق هذه الأدوات العوائد و الأرباح المرجوة من الاستثمار فيها، و يجب توفر الكم اللازم من المعلومات التي تمكن المستثمر من اتخاذ قرارات رشيدة، و التي لا تكون إلا إذا كان هناك سوق يتسم بالكفاءة.

و الدول العربية كغيرها من الدول قامت بإنشاء أسواقا للأوراق المالية لأن هذه الأخيرة أصبحت شيئا ضروريا و إلزاميا النهوض باقتصادياتها، لذا سعت لإقامة ودعم مثل هذه الأسواق حتى يكون لها دورا فعالا في التنمية.

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية وكفاءتها.

تعتبر أسواق الأوراق المالية في العصر الحديث ذات أهمية كبرى في الاقتصاد القومي للمستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية، وأيضاً للمستثمر الصغير، وذلك من خلال تجميع المدخرات وإقراضها للمشروعات المختلفة لتمويل عملياتها التجارية والاستثمارية وكذلك لمساهمتها في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بوضع الشركات والمشاريع، لذلك يعتبرها بعض الاقتصاديين مرآة حقيقية تعكس حقيقة الأوضاع الاقتصادية للدولة.

المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية ومفهومها.

قبل التعمق في أساسيات سوق الأوراق المالية لابد من التعرف على مراحل تطورها ونشأتها وكذا مفهومها، وهو ما سنحاول التطرق له من خلال هذا المطلب بنوع من الاختصار.

الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية وتطورها.

نشأت سوق الأوراق المالية من تطور التجارة في المحاصيل الزراعية وغيرها حيث وجد التجار في القرون الوسطى فوائد من اعتماد وسائل الائتمان من سحوبات وسندات أذنية، ويمكن إرجاع نشوء سوق الأوراق المالية في فرنسا إلى القرن الثالث عشر الميلادي حيث كان يجري تداول الكمبيالات أو السحوبات الأذنية، ومن أجل تنظيم هذه العملية، أوجد ملك فرنسا فيليب الأشقر مهنة سماسرة المصرف، وفي نفس الوقت راجت بلجيكا حركة تجارية حيث كان التجار في بلدة "بروج" يجتمعون ليتبادلوا الصفقات أمام قصر عائلة بورسية.

وقد تطورت حركة التبادل هذه لتأخذ اسم العائلة صاحبة القصر إلى أن أصبحت كلمة بورصة تطلق على سوق تداول الأوراق المالية¹.

كما أنه لنفس ظروف التطور التجاري والاقتصادي ظهرت أسواق لتداول الأوراق المالية في البلدان الأخرى كهلندا وبريطانيا والدانمارك وذلك خلال القرن السادس عشر والسابع عشر.

ولتأمين تطور ونمو الحركة التجارية ظهرت الحاجة إلى وجود المصارف وشركات التأمين، كما أن التطورات السياسية دفعت الحكومات إلى البحث عن موارد مالية جديدة، وبالتالي إصدار الأوراق المالية، ومع وجود أسواق لتداول الكمبيالات الأولية التجارية، تطور الأمر بسهولة لإنشاء أسواق الأوراق المالية التي يجري بها تداول الأسهم والسندات.

وخلال القرن السابع عشر كانت أسهم شركة الهند الشرقية الهولندية تتداول في سوق أمستردام. وفي عام 1773م، انتقل تجار الأوراق المالية في لندن إلى مبنى خاص بهم بعد أن

1 محمد صالح جابر، « الاستثمار بالأسهم و السندات و إدارة المحافظ الاستثمارية » ، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الثالثة، 2005، ص 38.

كانوا يجتمعون في مقاهي معينة ومع حلول القرن التاسع عشر أصبح التداول في الأوراق المالية يجري بشكل رسمي في أكثر الدول الصناعية.

والتطور في بريطانيا كان يجري بصورة طوعية وعفوية فسوق السهم في لندن كان ينظم أعماله بنفسه بينما في فرنسا، كانت سوق السهم خاضعة للقانون بصورة مباشرة وقد اتسمت أسواق الأوراق المالية في بعض البلدان بصفات خاصة بتطورها ونوعية القطاعات الاقتصادية الرئيسية فيها، ففي جنوب إفريقيا وكندا، كان التعدين وإنتاج المعادن هو المحرك الأساسي لوجودهما عوضاً عن التجارة وفي ألمانيا فقدت سوق برلين لتبادل الأوراق المالية أهميتها بعد الحرب العالمية الثانية، فانتقلت الأهمية إلى فرانكفورت ودوسلدورف. كما أن سوق الأوراق المالية في اليابان تغيرت بصورة جذرية بعد الحرب العالمية الثانية، حيث خضعت لقوانين شبيهة بالقوانين الخاصة بأسواق تبادل الأسهم في الو. م. أ.

الدول الصناعية سبقتنا في هذا الطريق فمنطقتنا العربية لم تعرف مثل هذه الأسواق المالية المتطورة إلا حديثاً على أثر زيادة المدخرات الفردية والحكومية وبالتالي التطلع إلى فرص استثمارها وتقديمها إلى من يحتاج إليها من المؤسسات والشركات.

إذن تطور بورصات الأوراق المالية يتبع نماذج النمو الاقتصادي في كل بلد وتجيء هذه الأسواق لحل مشاكل معينة بتلك السوق. فبورصة نيويورك مثلاً: قامت بجانب الحائط الذي كان يجتمع خلفه المستوطنون الهولنديون للعناية بقطعانهم في الأبقار والذي شهد بعد ذلك اهتماماً وتركيزاً سياسياً واقتصادياً كبيراً. عند هذا الحائط اتفق أربع وعشرون شخصاً من الذين كانوا يتاجرون بالأسهم والسندات على أن ينظموا اجتماعاتهم بحيث تكون ضمن ساعات معينة، كان هذا الاتفاق الذي حدث في منتصف عام 1792م، هو بداية تنظيم أكبر بورصة في العالم، وهي بورصة نيويورك، وقد سمي ذلك المكان بشارع الحائط نسبة إلى الحائط الذي بناه الهولنديون آنذاك لحماية قطعانهم، وكذلك الحال بالنسبة لبورصة باريس التي تمتد جذورها إلى عام 1138م، عندما كان يجتمع الدائنون والمقرضون للمدينة في مكان ما يطلق عليه "سوق المنتجات المركزية".

أما بورصة باريس الحالية فقد تأسست في عام 1808م¹.

أما بورصة لندن فقد شهدت بدايتها في القرن السابع عشر عندما بدأت الحكومة البريطانية وبعض الشركات التجارية الكبرى تجميع الأموال عن طريق بيع الأسهم والسندات ومع نمو وزيادة تداول هذه الأوراق المالية ظهرت فئة من المتعاملين تقوم بدور الوساطة بين البائعين والمشتريين. وهكذا كان تطور السوق المالية هناك

أما المبنى الحالي لبورصة لندن فيرجع إلى عام 1806م في السنوات الأخيرة حصل تطور كبير في بورصة لندن وذلك بإدخال الكمبيوتر بالتعامل وأطلق على هذه العملية (bing bang)².

1 محمد صالح جابر، مرجع سبق ذكره، ص ص 38، 39.

2 محمد صالح جابر، مرجع سبق ذكره، ص 39.

أما بالنسبة لأسواق الأوراق المالية العربية فهي تعد حديثة العهد في معظم الدول العربية فيما عدا مصر ولبنان حيث ظهرت في مصر أول سوق للأوراق المالية في المنطقة العربية، وذلك بقيام بورصة الإسكندرية 1883 ثم بورصة القاهرة عام 1898م، في حين أن بورصة بيروت لم تظهر إلا عام 1920. وبعد ذلك عملت الدول العربية على إنشاء وتطوير البورصات نظراً لأهميتها، إلا أن هذه الأسواق لم تكتسب بعد سمات الأسواق المتطورة والواسعة مثلما هو الأمر في الدول المتقدمة¹.

الفرع الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية.

لقد قدمت مجموعة من التعاريف لسوق الأوراق المالية نذكر منها:

❖ **التعريف الأول:** سوق الأوراق المالية: "المكان الذي يتلقى فيه البائع والمشتري لأموال مالية من

خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية تمثل النظام الذي يعمل من خلاله السوق المالية سواء كان البائع أو المشتري مدخراً ومستثمراً للأموال ويحقق الصلة بينهما وسيط يساعد على تمويل المدخرات النقدية لأصول استثمارية أو تمويل هذه الأصول النقدية مرة أخرى"².

❖ **التعريف الثاني:** سوق الأوراق المالية عبارة عن: "السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعا

وشراء على نحو تشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب المال فيها بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المختلفة في المجتمع مما يساعد في تعبئة المدخرات وتنصبتها وتهيئتها للمجالات الاستثمارية. التي يحتاجها الاقتصاد القومي"³.

وبناء على التعاريف المقدمة سابقاً يمكننا تعريف سوق الأوراق المالية على أنها: "سوق منظمة تقام في أماكن معينة يجتمع فيها البائعون والمشترون الذين يرغبون في التعامل بالأوراق المالية المقبولة بتسعيرة البورصة، وذلك بموجب قوانين ونظم تحدد قواعد المعاملات والشروط الواجب توافرها في المتعاملين والسلعة محل التعامل وذلك عن طريق الوسطاء والسماسرة".

وبتحليل التعاريف السابقة نستنتج خصائص سوق الأوراق المالية فيما يلي⁴:

- 1- أن أسواق الأوراق المالية تتعامل مع ثلاثة أطراف أساسية: بائع، ومشتري، ووسيط؛
- 2- أن جوهر التعاملات في السوق هو الأموال في شكل أوراق مالية؛
- 3- يتأثر سوق الأوراق المالية بعوامل عديدة منها: سلوك كل من البائع والمشتري والوسيط والعرض والطلب؛

1 حسين عبد المطلب الأسرج، « تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003) مع دراسة خاصة للبورصة المصرية »، عن الموقع: [http:// www.gdnet.org/CMS/fulltext/1167293575-arab-stock.doc](http://www.gdnet.org/CMS/fulltext/1167293575-arab-stock.doc)، يوم: 2012/11/27.

2 أمين عبد العزيز، « الأسواق المالية »، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007، ص 13.

3 عصام حسين، « أسواق الأوراق المالية (البورصة) »، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص 18.

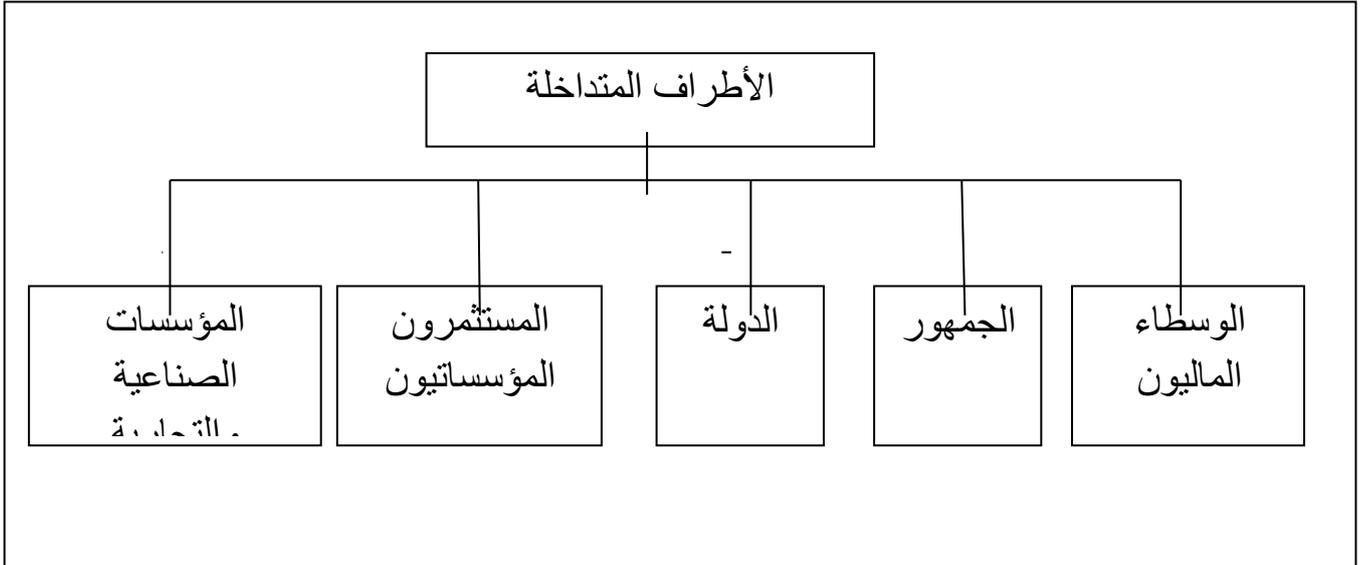
4 أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 14.

4- تزداد حركة أسواق الأوراق المالية بزيادة العلاقة بين العرض والطلب على الأوراق المالية في السوق المالي.

المطلب الثاني: الأطراف المتداخلة في سوق الأوراق المالية.

تخضع سوق الأوراق المالية للعديد من الآليات التي تكفل لها السير الحسن لجل مهامها، مما يسمح للأطراف المتداخلة فيها بتأدية مهامهم والاستفادة منها ويمكن تقسيم الأطراف المتداخلة في سوق الأوراق المالية حسب الشكل الآتي:

الشكل رقم(01): الأطراف المتداخلة في سوق الأوراق المالية



الوسيط المالي: "هو الشخص المرخص بموجب احكام قانون السوق المالي وانظمته وتعليماته، يقوم بأعمال محددة تجله حلقة وصل بين جمهور المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية يتقاضى عملة محددة مقابل خدماته المتمثلة في تنفيذ أوامر البيع والشراء الخاصة بعملائه من الطرفين (البائعين والمشتريين)، مقابل تغطية وتسويق الإصدارات".

وبعبارة أخرى فإن الوسطاء الماليين هم: "عبارة عن أشخاص طبيعيين أو معنويين يشكلون حلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الاستثمار وبين الاستثمار الباحث عن الأموال". ويتدرج تحت مفهوم فئة الوسطاء الفئات التالية:

- * السماسرة.
- * صانعو السوق.
- * متعهدوا الإصدار (التغطية).
- * وكيل الوسيط.
- * المتخصصون.

أولاً: السماسرة: وسيط مالي يؤدي خدماته للعميل في حدود الأوامر التي يصدرها إليه العميل (أمر السوق، الأمر المحدد،...الخ).

ثانياً: صانع السوق: وسيط مالي يمارس نشاطه في السوق الثانوي (أسواق التداول) إما لصالح عملائه أو لصالح نفسه.

ثالثاً: متعهد الإصدار: هو الشخص الذي يشتري الأوراق المالية من مصدرها بهدف تسويقها.

رابعاً: وكيل الوسيط: وهو الشخص الذي يعمل وكيلاً لحساب الوسيط بموجب عقد منظم لدى كاتب العدل بهدف استلام وجمع أوامر بيع وشراء الأوراق المالية تحت إشراف الوسيط.

خامساً: المتخصصون: وهم أعضاء السوق المالي الذي يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة مالية أو مجموعة محدودة من الأوراق المالية، بمعنى أنه لا يمكن أن يتعامل في ورقة مالية أكثر من متخصص واحد.

وبعبارة أخرى فإن المتخصص ما هو إلا سمسار اختار وقف نشاطه على مجموعة محدودة من الأسهم يتم تداولها في مركز واحد، وهو بهذا لا يفارق ذلك المركز، يقوم بتلقي طلبات السماسرة الآخرين لينفذها نيابة عنهم، ولا يحقق لأي وسيط أن يمارس أعمال المتخصص إلا بموافقة لجنة السوق المالي¹.

الفرع الثاني: الجمهور.

يتمثل في الأفراد الطبيعيين الذين يستثمرون في البورصة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، أي باستعمال صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار، ولقد عرف عدد الأفراد المستثمرين في البورصة تطور هائل منذ نهاية السبعينات وخاصة خلال عشرية الثمانينات، ويرجع هذا التطور الكبير إلى موجة الخصخصة وبرامج انتقال ملكية الاستثمارات من القطاع العام إلى القطاع الخاص التي اعتمدها أوروبا آنذاك.

كما كان للإعفاءات الضريبية الأثر الحسن في زيادة الادخار المالي وزيادة عدد المدخرين، ومن أمثلة ذلك التشريع الخاص بحساب الادخار في الأسهم، الإعفاءات الضريبية للقيم المضافة للثروات المتنازل عليها، بشرط أن لا تفوق حد معين، وغيرها من الإعفاءات والتشجيعات الضريبية، أضف إلى ذلك تشجيع خطة شراء العمال لأسهم الشركات التي يعملون بها، حيث عرفت فرنسا مثلاً تطور معتبر في مستوى الادخار المالي، حيث بلغ عدد المدخرين من القطاع العائلي الفرنسي حوالي 9.5 مليون مساهم، في حين أنه كان لا يتجاوز 2.3 مليون سنة 1980.

الفرع الثالث: المستثمرون المؤسسيون.

تتكون هذه الفئة من البنوك وفروعها، من شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الإيداع، وشركات الاستثمار، ويعتبر هؤلاء من المتدخلين المهمين والرئيسيين في البورصة في معظم الدول المتقدمة، وذلك لما تجلبه هذه المؤسسات من ادخار نحو البورصة، حيث تعتبر هذه المجموعة من أهم مزودي البورصة برؤوس الأموال على المدى الطويل لامتيازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدرتها الادخارية والاستثمارية.

يلعب المستثمرون المؤسسيون دوراً فعالاً في تنشيط البورصة وفي تمويل الاقتصاد وتقييم أرباح معتبرة للمدخرين الأفراد، مما جعلهم يمتصون مدخرات ضخمة يقومون بضعها في الدورات الاقتصادية مرة أخرى. ومن هنا فإنه يمكن القول أن للمستثمرين التأسيسيين ثقل مالي كبير في كافة الاقتصاديات الحديثة التي نتجت من وضعية اقتصاد السوق إلى وضعية اقتصاد السوق المالي².

الفرع الرابع: المؤسسات الصناعية والتجارية.

1 حسين بني هاني، «الأسواق المالية طبيعتها وتنظيمها - أدواتها المشتقة»، دائرة المكتبة الوطنية، عمان، الطبعة الأولى، 2002، ص ص 32، 33.

2 أحمد بوراس، «أسواق رؤوس الأموال»، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة 2003، ص ص 95، 96.

المؤسسات الصناعية أو التجارية وسواء كانت تابعة للقطاع العام أو القطاع الخاص، والتي يرغب أصحابها في إقامة مشاريع جديدة أو توسيع وتجديد المشاريع القائمة بالفعل، ففي الحالة الأولى يعمدون إلى تكوين شركات ودعوة مدخرين جدد للمساهمة معهم، وفي الحالة الثانية يميلون إلى زيادة رأس المال بقبول مساهمين جدد أو إصدار سندات أو الاثنين معا¹.

الفرع الخامس: الدولة.

تعتبر الحكومات أيضا من بين المتدخلين في البورصة وخاصة في أسواق السندات، حيث تعتبر السندات الحكومية من أفضل الإصدارات من حيث المخاطر، إذ عادة ما تلجأ الحكومات إلى مثل هذه الإصدارات من أجل تغطية العجز في الميزانية العمومية، أو من أجل التحكم في معدلات التضخم².

المطلب الثالث: وظائف أسواق الأوراق المالية وأنواعها.

تؤدي سوق الأوراق المالية بشكل عام وظائفها التمويلية والاستثمارية من خلال قيامها بتسيير مهمة انتقال الموارد المالية ومن المقرضين إلى المقترضين، الأمر الذي يترتب عليه زيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني ومن ثمة زيادة درجة رفاهية المجتمع.

الفرع الأول: وظائف أسواق الأوراق المالية.

لقد تناول العديد من الكتاب تحديد وظائف أسواق الأوراق المالية من أكثر من زاوية، وبالرغم من تعدد وتنوع هذه الوظائف إلا أنه يمكن تجميعها فيما يلي:

- 1- إيجاد حلقة اتصال بين البائعين والمشتريين الأمر الذي ييسر سبل الاستثمار وتمويل الاقتراض؛
- 2- تشجيع الادخار وذلك بفتح مجالا واسعة لصغار المدخرين لإيجاد فرص استثمارية ملائمة؛
- 3- توجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر كفاءة وإنتاجية ، الأمر الذي يضمن عائدا ملائما للمستثمر ويعود بالنفع العام على مستوى الاقتصاد القومي؛
- 4- وجود السوق يساعد راسمي السياسة النقدية والمالية على تحقيق أهداف تلك السياسات في الرفاهية والتنمية الاقتصادية؛
- 5- أيضا من وظائف السوق توفير المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من حسن اختيار وسائله الاستثمارية وتمكينه من إعادة النظر في استثماراته مما يعود عليه بالنفع والفائدة³؛
- 6- أداة لتمويل المؤسسات وخلق السيولة، حيث يمكن اعتبار أسواق الأوراق المالية قناة تسمح بالانتقال من اقتصاديات أوراق المال، بما يكفل التحول من نظام التمويل الغير مباشر إلى نظام التمويل المباشر، حيث تتمكن المؤسسات من ضمان تمويلها بطريقة مباشرة، انطلاقا من عرض أوراقها المالية مباشرة للاكتتاب في السوق؛

1 حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره ، ص 31.

2 أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره ، ص 96.

3 طاهر جردان، « أساسيات الاستثمار »، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص 36.

7- أداة جذب الاستثمارات الأجنبية وتوظيف التكنولوجيا وذلك عن طريق الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية الدولية¹.

الفرع الثاني: هيكل سوق الأوراق المالية.

يمكن توضيح مكونات سوق الأوراق المالية من خلال العناصر التالية:

أولاً: الأسواق الآجلة.

هي عبارة عن أسواق تتعامل بالأوراق المالية والأصول المالية الأخرى عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق لتاريخ إبرام العقد، يحدد سعرها وقت إنشاء العقد في سوق الأوراق المالية المنظم لهذه الغاية، على أن يلتزم كل من طرفي العقد بإيداع نسبة معينة (هامش) من قيمة العقد لدى السمسار.

ثانياً: الأسواق الفورية (الحاضرة).

هي الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) والتي تسلمها وتسليمها فور إتمام الصفقة²، إذا ما رجعنا إلى السوق الفورية نجد أنها هي الأخرى تنقسم إلى سوقين: سوق أولية وسوق ثانوية.

1- السوق الأولية: وهي سوق توفير الأموال للاستخدام أي سوق الإصدارات الجديدة للأوراق المالية³.

حيث تنشأ فيها علاقة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب لأول مرة، والسوق الأولية هي سوق ظرفية، معنى ذلك أنه بمجرد بيع تلك الإصدارات ولو لمرة واحدة تنتقل إلى التداول في السوق الثانوية.

2- السوق الثانوية: يتم من خلال السوق الثانوية إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتبعاً لذلك يحصل بائع الورقة المالية في السوق الثانوية على قيمتها وليست الشركة أو الجهة المصدرة لها.

تساعد السوق الثانوية في عملية تسعير الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية، حيث أن المشروعات والمؤسسات التي تشتري الأوراق المالية من السوق الأولية سوف تدفع للجهة المصدرة سعراً لا يزيد عن السعر التي تعتقد أن السوق الثانوية تعكسه. وكلما زاد سعر

1 مروة برياش، نوال عميار، «أسواق الأوراق المالية العربية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية»، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قالمة، 2010/2011، ص 11، 12.

2 حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص 18، 14.

3 فريد النجار، «البورصات والهندسة المالية»، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1999، ص 230.

الورقة في السوق الثانوية كلما زاد سعر الورقة المصدرة في السوق الأولية ومن ثم قيمة الأموال التي يمكن أن تجمعها الجهة المصدرة¹.

والجدير بالذكر أن السوق الثانوية تكون في أحيان كثيرة أهم من السوق الأولية، فإذا كانت السوق الأولية تتيح للمستثمرين الحصول على ما يحتاجونه من رؤوس أموال، فإن السوق الثانوية تقوم بتوفير عامل السيولة لحملة الإصدارات، فبدون هذه السوق قد يضطر الحملة للاحتفاظ بما لديهم من أدوات مالية حتى وقت استحقاقها إذ كانت سندا مثلاً، فضلاً على أنه في بعض الحالات قد يكون تطور السوق الأولية صعباً إذا لم تتطور معه السوق الثانوية.

وتنقسم السوق الثانوية إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة كالاتي:

أ- **الأسواق المنظمة:** هي سوق تتميز بمحدودية المكان الذي يلتقي فيه المتعاملون لبيع وشراء الأوراق المالية المسجلة بالبورصة بصفة دورية ومنظمة وفقاً لقوانين تصنعها الجهات الوصية وهي تأخذ شكلين².

أ-1- **السوق المنظمة المركزية أو السوق الرسمية:** ويقصد بها البورصة المركزية أو السوق الرسمية بمعنى تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية، بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الأوراق، مثل بورصة طوكيو، بورصة لندن.

أ-2- **السوق المنظمة المحلية:** ويقصد بها البورصة المحلية التي يتعامل فيها بالأوراق المالية للمنشآت الصغيرة، التي تهتم المستثمرين في النطاق الجغرافي في السوق أو المناطق القريبة منه، ويسمح فيها أيضاً بالتعامل بالأوراق المالية المعروفة والمتداولة في البورصات المركزية.

ب- **السوق غير المنظمة:** هي أسواق لا تحوز على موقع جغرافي محدد فضلاً عن تعاملها بالأوراق المالية سواء كانت مسجلة أو غير مسجلة في البورصة، ويستخدم اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج التسوق المنظم. ويتضمن السوق غير المنظم سوقين هما³:

ب-1- **السوق الثالثة:** هو جزء من السوق غير المنظمة يتكون من بيوت السمسرة من غير الأعضاء في الأسواق المنظمة، تتميز معاملات هذه السوق بسرعة كبيرة في التنفيذ وإمكانية التفاوض في مقدار العمولة التي يحصل عليها السماسرة.

ب-2- **السوق الرابعة:** تنشأ هذه السوق عن طريق المؤسسات المالية والاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية بكميات كبيرة، جاءت هذه الأسواق للحد من العمولات الإضافية التي يدفعها البائع والمشتري إلى السمسار وتتميز هذه الأسواق بالسرعة في إتمام الصفقة وبكلفة أقل لذلك تعد منافساً قوياً للأسواق المنظمة.

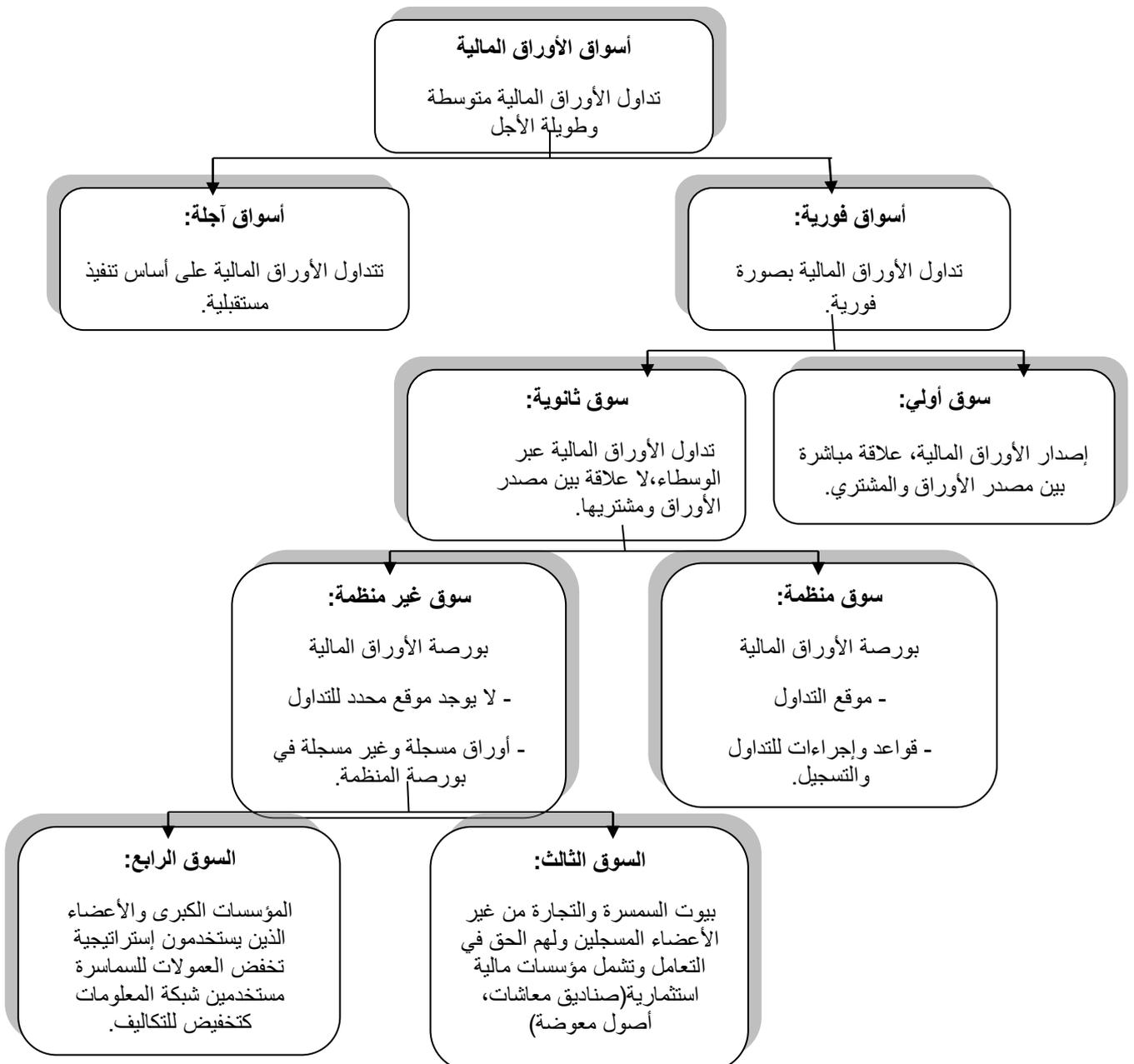
1 عاطف وليم أندراوس، «أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطورها»، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006، ص ص 27، 28.

2 مروة برباش، نوال عميار، مرجع سبق ذكره، ص ص 7، 8.

3 وفاء بومعيزة، جويده غوتي، «سياسة التحرر المالي و متطلبات زيادة كفاءة الأسواق المالية - عرض تجرية مصر»، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، قامة، 2012/2011، ص ص 11، 12.

والشكل التالي يوضح تقسيمات أسواق الأوراق المالية.

الشكل رقم (02): تقسيمات أسواق الأوراق المالية.



المصدر: محمود محمد الداغر، «- الأسواق المالية- مؤسسات أوراق البورصات -»، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص45.

المطلب الرابع: كفاءة سوق الأوراق المالية.

إن أي شخص طبيعي أو معنوي حينما يقرر شراء أو بيع خدمة معينة فإنه يلتقي بشكل مباشر أو غير مباشر مع البائع أو المشتري، الاتفاق على الاستلام والتسليم، وذلك بهدف تحقيق منافع مادية أو معنوية، وهذا الهدف لا يمكن بلوغه إلا من خلال توافر عوامل موضوعية (المكان، الزمان، البائع، المشتري، الخدمة). وعوامل ذاتية تتمثل في التضحية والرغبة والقبول من الطرف الآخر وهذا ما يعني توفر السوق الكفاء، حيث أن بورصة الأوراق المالية تكون أكثر كفاءة وتنظيماً من الأسواق العادية.

الفرع الأول: تعريف السوق الكفاء.

يمكن تعريف السوق الكفاء على أنه: " السوق العادل الذي تعكس أسعار البيع فيه كافة المعلومات التاريخية أو الحالية أو المستقبلية المتاحة، أي هو السوق الذي يشعر الجميع فيه بأنهم أمام مباراة عادلة لا ظلم فيها ولا تحيز لاسيما وأن السوق الكفاء تعد هي المقياس الحقيقي للقيمة فمن غيرها لا يمكن ضمان التخصيص الأمثل للموارد والتشغيل الكفاء لعمليات البيع والشراء والانتقال الكفاء للأموال ممن يملكونها إلى من هم بحاجة إليها بعدالة"¹.

وعليه فالسوق الكفاء هو: " السوق التي يتم فيه تخصيص الموارد المالية بشكل كفاء من خلال استجابة أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، ما يؤدي إلى تساوي القيمة الترقية للاستثمارات مع قيمتها الحقيقية"².

الفرع الثاني: أنواع كفاءة السوق.

يمكن تقسيم كفاءة السوق إلى نوعين الكاملة والاقتصادية:

أولاً: الكفاءة الكاملة.

الكفاءة الكاملة هي نفس مفهوم كفاءة السوق والتي تقتضي هذه توافر شروط تتمثل في²:

1- المعلومات عن السوق متاحة للجميع في ذات اللحظة وبدون تكاليف وفي ظل هذا الشرط تكون توقعات كافة المستثمرين متماثلة نظراً لتمائل المعلومات المتاحة لكل منهم؛

2- لا توجد أي قيود على التعامل فلا توجد تكاليف للمعاملات أو ضرائب أو غير ذلك من التكاليف، كما يمكن للمستثمر أن يشتري ويبيع أي كمية من الأسهم مهما صغر حجمها

1 فيصل محمود الشوارة، «الاستثمار في بورصة الأوراق المالية-الأسس النظرية العلمية»، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص 49.

2 عبد الغفار حنفي، «البورصات: أسهم-سندات-صناديق الاستثمار»، المكتب العربي للحديث، الإسكندرية، ص- ص 147-151.

وذلك ببسر وسهولة هذا إلى جانب عدم وجود أي قيود تشريعية للدخول أو الخروج من السوق وذلك بالنسبة للمستثمرين أو المنشآت الراغبة في الحصول على الأموال، كما لا يوجد قيود أخرى من أي نوع؛

3- تواجد عدد كبير من المستثمرين، ومن ثم فإن تصرفات أي منهم لا يحتمل أن تؤثر تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم، وهذا يعني أن على كل مستثمر أن يقبل الأسعار المعلنة على أنها قضية مسلم بها؛

4- أن المستثمرين يتصفون بالرشد، ومن ثم فإنهم يسعون إلى تغطية المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

ثانياً: الكفاءة الاقتصادية.

في ظل الكفاءة يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق وحتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأسهم، وهو ما يعني أن القيمة السوقية لسهم ما قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل. غير أنه من المعتقد أنه بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبيراً إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية خاصة في المدى الطويل¹.

الفرع الثالث: صيغ فرضية السوق الكفاء.

جرى تقسيم صيغ فرضية السوق الكفاء إلى ثلاثة أشكال بالاعتماد على فرضية كل شكل حول وفترة وكلفة المعلومات.

أولاً: الصيغة الضعيفة .

تتضمن هذه الصيغة للفرضية إطاراً محتواً، أن أسعار الأصول المالية الجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين والبائعين عن المدة السابقة (بيانات تاريخية)، وتشمل معدلات أسعار الأصول وحجم التعاملات، وهذه المدة متاحة وشائعة للجميع لتحقيقها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر، وتعرف هذه الصيغة أيضاً بنظرية الحركة العشوائية، إذ ترى أن المعلومات التاريخية لا تمكن من تسعير مرتبط بها مستقبلاً، ولا بد أن يكون السعر مستقلاً عن الماضي، أي أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها، ولا يوجد ترابط، وهو ما يمكن التعبير عنه بالحركة العشوائية².

ثانياً: الصيغة المتوسطة.

يقصد بهذه الصيغة أن السعار الحالية للأوراق المالية تعكس المعلومات التاريخية كافة والمتاحة للجمهور، أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية،

1 عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 150.

2 محمود محمد الداغر، «الأسواق المالية-مؤسسات أوراق البورصات»، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص 284.

ظروف الصناعة أو المنشأة، التقارير المالية)، بمعنى آخر إن أسعار الأسهم والأصول الأخرى لا تعكس فقط التغيرات السابقة بل تعكس كذلك المعلومات المتوفرة والتنبؤات الخاصة بتلك المعلومات، إذ تؤكد صيغة الكفاءة المتوسطة (شبه القوية) للسوق بأن جميع المعلومات التي تم نشرها يجب أن تنعكس مباشرة على أسعار الأسهم والسندات، فإذا ما استطاع مستثمر الحصول على هذه المعلومات من خلال مصادر، فمن غير المرجح للمشاركين الذين يعتمدون هكذا معلومات في تقييم الورقة المالية أن يحققوا عوائد غير اعتيادية كونها مبينة على وجهة نظر أولية بشأن أهمية تلك المعلومات لينعكس أثرها على أسعار الأسهم ليتمكن المستثمر من تحقيق أرباح غير عادية، خصوصاً إذا ما استطاع أن يدرك القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل هذه المعلومات، عندئذ فقط يمكن تحقيق الأرباح غير العادية، والتي تتمثل في الفرق بين القيمة السوقية للسهم قبل وصول المعلومات وبين قيمته الحقيقية في ظل المعلومات الجديدة¹.

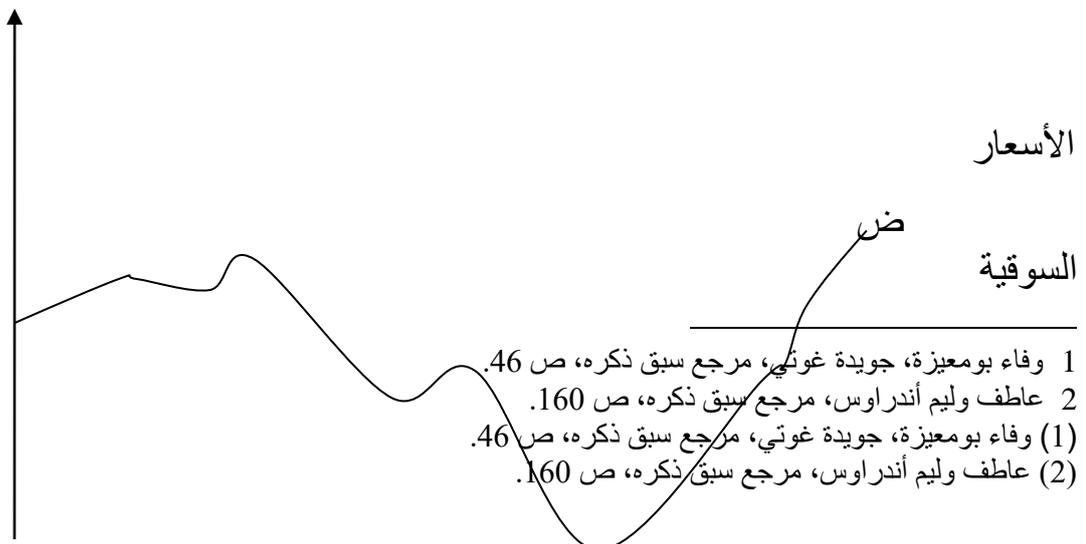
ثالثاً: الصيغة القوية.

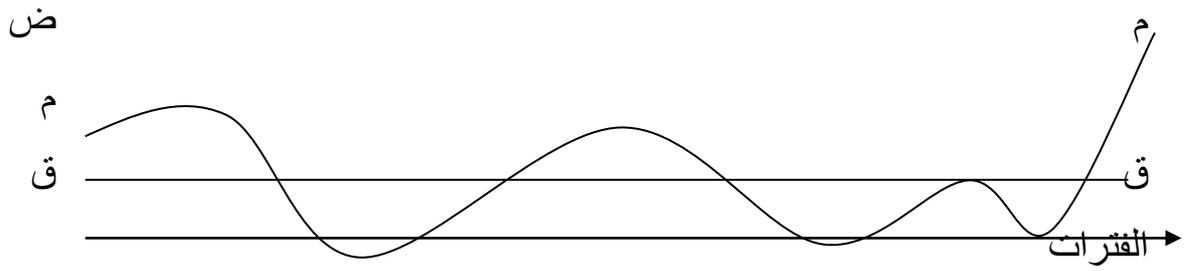
تشير فرضية الصيغة القوية إلى أن أسعار الأوراق المالية تعكس كافة المعلومات التاريخية والعامة وكذلك المعلومات الخاصة المتاحة لمساهمي الشركة وأعضاء مجلس إدارتها.

وفي ظل هذا القرض يستحيل على أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين².

والشكل التالي يوضح القروض الثلاثة الخاصة بدرجة كفاءة سوق الأوراق المالية: الصيغة الضعيفة، الصيغة المتوسطة، الصيغة القوية.

الشكل رقم (03): منحنى يوضح الأشكال المختلفة لكفاءة السوق.





المصدر: عاطف وليم أندراوس، «أسواق الأوراق المالية-بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطویرها-»، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006، ص 163.

- يتضح من المنحنى مايلي:

- 1- يمثل الخط (ق) السعر الحقيقي ويعكس الكفاءة التامة للسوق والتي يمثلها فرض السوق القوي حيث يتساوى السعر السوقي مع القيمة للسهم في أي لحظة وبدون أي اختلافات؛
- 2- يمثل المنحنى (م) الشكل المتوسط لكفاءة السوق حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية صغيرة؛
- 3- يمثل المنحنى (ض) الشكل الضعيف لكفاءة السوق، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية واسعة.

الفرع الرابع: متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية.

حتى يحقق السوق هدف التخصيص الكفاء للموارد المتاحة يتعين أن يتوفر على سمتين أساسيتين هما:

أولاً: كفاءة التشغيل.

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها أن تكون تكاليف إبرام الصفقات عند حدها الأدنى، أي قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يدفع المتعاملين فيه تكاليف عالية للسمسرة، دون أن يتاح للتجار المتخصصين وصناع السوق فرص لتحقيق هامش ربح متعال فيه. وعليه يمكن القول أن كفاءة التشغيل هي كافة العوامل التي تساعد على تنشيط وتحسين تسويق الأوراق المالية في البورصة خاصة فيما يتعلق بتخصيص تكلفة التعامل هناك، فالمشتري الذي لا تصادفه عقبات مادية يتحمس للشراء أكثر، نفس الشيء يمكن أن يقال عن البائع فبمجرد حصوله على هامش ربح معقول كان

ينتظره، يقوم بعرض أوراق مادامت تكاليف الصفقات منخفضة نسبياً، بذلك يسعى كافة المتعاملون للحصول على المعلومات وعقد الصفقات ويزداد التنافس والنشاط في البورصة¹.

ثانياً: كفاءة التسعير.

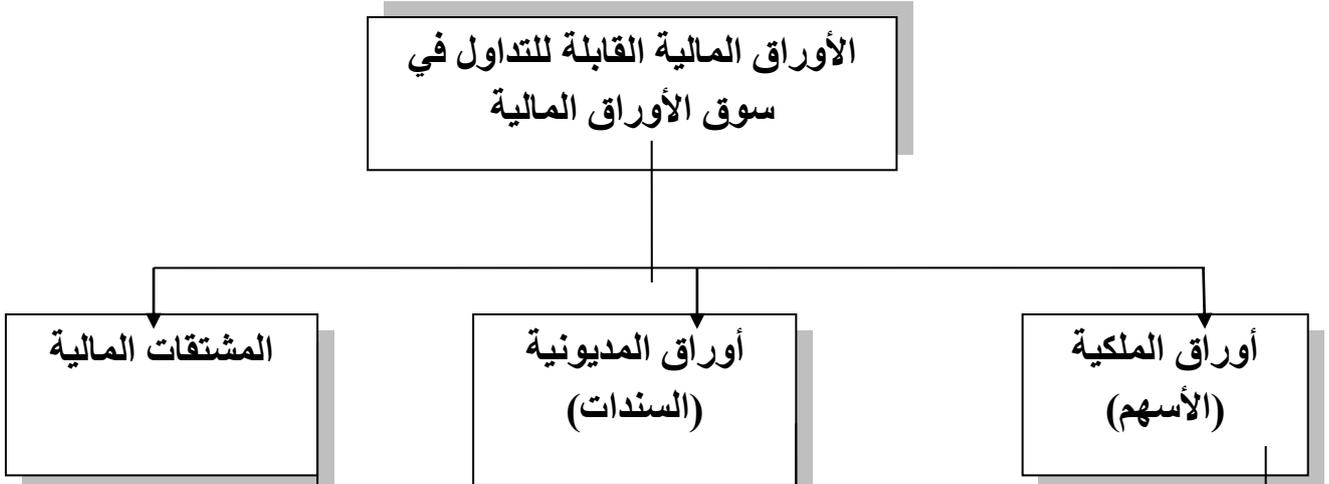
يطلق عليها بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة-دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، ليس فقط هذا بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، وبهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين².

وبالتالي يمكن القول أن: سوق الأوراق المالية هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية ولم يعد الإطار المكاني شرطاً ضرورياً لوجودها، بل يكفي وسيلة اتصال فعالة لقياسها، وتوسع السوق المالية بالدرجة الأولى لتكون كحلقة وصل بين أصحاب الفائض المالي والعجز المالي.

كما تجدر الإشارة إلى أن الأسواق كفاءة إلا أن درجة كفاءتها تختلف باختلاف درجة المعلومات المتاحة والملائمة التي تعكسها.

المبحث الثاني: الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

تمثل الورقة المالية الأصل (السلعة) الذي يجري تداوله بياعاً وشراءً في السوق المالية لذلك فهي العمود الفقري في هذه الأسواق وذلك راجع لخصائصها .
والشكل التالي يوضح الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية:
الشكل رقم (04): الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.



1 عاطف وليم أندراوس، «السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق»، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص 60.
منير ابراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، 2.501

الخيار	← حسب الجهة المصدرة ←	عقود
المبادلات	←	عقود
← أسهم عادية الأجلة	← حسب الضمان المدفوع ←	العقود
المستقبلية	←	العقود
← أسهم ممتازة	← حسب طريقة التداول ←	
	← حسب المجال الجغرافي ←	
	← حسب آجال الاستحقاق ←	

المصدر: من إعداد الطالبتين

المطلب الأول: أوراق الملكية (الأسهم).

تعتبر الأسهم أداة ملكية شائعة الاستعمال وسنقوم من خلال هذا المطلب بتبيان مفهومها، خصائصها، إضافة إلى أهم أنواعها حسب مجموعة من التصنيفات.

الفرع الأول: مفهوم السهم.

هو عبارة عن ورقة مالية أو احد الأصول المالية التي تمثل نصيبا في ملكية إحدى الشركات ويمثل السهم حقا في أصول الشركة وإيراداتها، وكلما تملك عدد أكبر من الأسهم كلما ازداد القدر الذي تملكه من أصول الشركة وإيراداتها¹ ولحامل الأسهم حقوق نذكر منها²:

- 1- حق البقاء في الشركة (باعتباره شريكا فيها) فلا يجوز فصله عنها لأنه مشارك في ملكيتها ولا يجوز نزع هذه الملكية إلا برضاه، إلا في حالة تأميم الشركة؛
- 2- حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة والاشتراك في إدارتها؛

1 حسن حمدي، «دليلك إلى البورصة والاستثمار»، دار الكتاب العربي، القاهرة، 2006، ص 40.
2 محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، «بورصة الأوراق المالية بين النظرة و التطبيق»، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، 2002، ص 34.

3- حق الرقابة على أعمال الشركة بمراجعة ميزانيتها وحساب الأرباح والخسائر وتقارير مجلس الإدارة؛

4- حق في الحصول على جزء من الأرباح والخسائر والحق في احتياطي الموال في القطاعات من الأرباح؛

5- حق التنازل عن السهم بالبيع أو الهبة أو غير ذلك؛

6- الحق في اقتسام موجودات الشركة عند تصفية الشركة باعتباره أحد ملاكها.

الفرع الثاني: القيم المختلفة للسهم.

يتميز السهم بعدة قيم نذكر أهمها¹:

أولاً: القيمة الاسمية.

هي القيمة المدونة على قسيمة السهم.

ثانياً: القيمة الدفترية.

تتمثل في حقوق الملكية بالمنشأة المصدرة للأسهم مقسومة على عدد السهم العادية.

$$\frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}}$$

ثالثاً: القيمة السوقية.

هي القيمة التي يباع ويشترى بها السهم في السوق وتحدده قوي العرض والطلب، ويدرك المتعاملون على الأسهم بأنه لا القيمة الاسمية ولا الدفترية تمثل التقييم الحقيقي للسهم والذي سيتم التعامل على أساسها في السوق فأسعار السوق تتوقف على العائد الذي يتوقع تولده أو يجنيها المستثمر من جراء التعامل والمتاجرة به.

رابعاً: قيمة الإصدار.

هي التي يتم الاكتتاب بها على مستوى السوق الأولية، عند إصدار أسهم جديدة بغرض زيادة رأس المال للشركة أو بهدف التوسع في مشاريع مستقبلية، كما يمكن أن ترفع قيمة الإصدار عن القيمة الاسمية بسعر يعرف بـ: علاوة الإصدار.

الفرع الثالث: خصائص الأسهم.

تتميز الأسهم بالخصائص التالية¹:

1 منى قاسم، « دليل الاستثمار في البورصة المصرية و البورصات العربية » ، الدار المصرفية اللبنانية، القاهرة، الطبعة الأولى، 2007، ص 127.

1- الأسهم أجزاء متساوية القيمة لأنه لا يمكن أن تكون للأسهم قيم مختلفة، وهذا ليحصل كل سهم على نفس الحقوق والالتزامات سواء على مستوى التوزيعات في الأرباح أو التصويت أو في التعويضات المقدمة في حالة تصفية الشركة، أو في تحمل الديون والالتزامات الخاصة بالشرك ؛

2- عدم إمكانية تعدد ملكية السهم إلى أكثر من شخص نتيجة لإرث أو هبة أو وصية تتيح لفئة من الأشخاص إمكانية تجزئة الأسهم ، وتتجلى أهمية هاتين الخاصيتين في تسهيل عمل الشركة وقدرتها على توزيع الأرباح للمساهمين وإمكانية تقدير أغلبية المساهمين في الجمعية العام ؛

3- قابلية الأسهم للتداول حيث يمكن لحاملها التنازل عنها بسرعة في البورصة وهو الأمر الذي يكسب البورصة مرونة عالية وحركية كبيرة، وتعتبر قابلية السهم للتداول من الخصائص الجوهرية التي تختص بها شركات المساهمة؛

4- الاستثمار في الأسهم بمنح الوقاية من التضخم، فأحد أسباب التضخم المعروف وهو انخفاض في القدرة الشرائية بسبب ارتفاع الأسعار، أما الأسهم فتعد من الاستثمارات الواقية من التضخم بسبب التوزيعات والعوائد الرأسمالية، وذلك لأن المؤسسة تستجيب للارتفاع في الأسعار بالعمل ومعدلات التضخم ما يمكنها من تحقيق أرباح يتم توزيعها على المساهمين؛

5- يعتبر الأسهم لعبة ايجابية ذلك لأنها تتيح لجميع المساهمين في الشركة إمكانية تحقيق نفس الفرصة من الأرباح، غير أن مقدار الأرباح التي يتحصل عليها المساهمين غير متساوية للجميع فهي ترتبط بحجم الوراق المالية التي يمتلكها كل مساهم؛

الفرع الرابع: أنواع الأسهم.

يمكن تصنيف الأسهم وفقا لاعتبارات عديدة كما يلي:

أولاً: من حيث حقوق المساهمين.

تصنف الأسهم بحسب الحقوق التي تمنح لمالكها إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة.

1- **الأسهم العادية:** يقسم رأس مال الشركة إلى حصص متساوية القيمة كل حصة سهم، ويترتب على مبدأ المساواة في القيمة، المساواة في الحقوق التي يعطيها السهم لمالكه والالتزامات التي يترتبها تبعاً لذلك، حيث يعتبر مالك السهم العادي مالكا لجزء من الشركة في حدود قيمة السهم، فإذا ما أراد التصرف فيه فليس أمامه سوى بيعه في البورصة من خلال السمسار في حالة إفلاس المنشأة المصدرة ليس هناك ما يضمن استرداد الأسهم للقيمة التي دفعوها، كما أن ليس من حقهم المطالبة بنصيبهم من الأرباح المحققة طالما أن المنشأة لم تقرر توزيعها، فهي عبارة عن صكوك تعطي لحاملها حقوق في التصويت وفي الحصول على التوزيعات².

1 شعيب صحراوي و آخرون، «دور أسواق الأوراق المالية في تمويل التنمية-دراسة تجارب بعض الدول العربية»، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة 08 ماي 1945، قالمة ، 2010/2009، صص 14-25.

2 منى قاسم ، مرجع سبق ذكره، ص 128.

2- الأسهم الممتازة: يمتلك حملة الأسهم الممتازة الحق في الأولوية للحصول على الأرباح واسترداد قيمة أسهمهم عند تصفية المؤسسة المصدرة ولكن لا يملكون الحق في التصويت¹. وهي تعتبر هجين من الأسهم العادية والسندات².

ثانياً: من حيث طبيعة الحصة التي تمنح الأسهم عنها.

وحسب هذا التصنيف يمكن تقسيمها إلى³:

1- الأسهم النقدية (المالية): السهم النقدي هو السهم الذي يدفع مبلغه نقداً عند الاكتتاب بشرط عدم إمكانية تداوله إلا بعد التأسيس النهائي للشركة.

2- الأسهم العينية: هي التي تمثل حصة عينية من رأسمال شركة المساهمة وتتمثل الحصة العينية في عقار أو في مصنع أو الآلات أو بضائع تجارية... الخ.

ثالثاً: تصنيف الأسهم من حيث الشكل وطريقة التداول.

تنقسم الأسهم من حيث الشكل وطريقة التداول إلى ثلاثة أنواع⁴:

1- السهم الاسمي: وهو السهم الذي يحمل اسم مالكة.

2- السهم لحامله: وهو السهم الذي لا يذكر اسم مالكة وتثبت ملكيته لحامل السهم وفقاً لقاعدة الحيابة في المنقول سند الملكية.

3- السهم الإذني: وهو السهم الذي يكون لأمر أو إذن مالكة، وترد عبارة الأمر أو الإذن مقرونة باسم مالك السهم ويتم تداوله بالتظهير.

رابعاً: من حيث استهلاك الأسهم أو عدمه.

تنقسم وفقاً لهذا الاعتبار إلى⁵:

1- أسهم رأس المال: ويقصد بسهم رأس المال، السهم الذي لا يحق لمالكة استرداد قيمته الاسمية طالما بقيت المنشأة المصدرة له قائمة تزاوّل نشاطها.

2- أسهم التمتع: أما سهم التمتع فهو السهم الذي يحصل مالكة على قيمته أثناء قيام الشركة أو المنشأة المصدرة له، ويحدث ذلك في حالة ما إذا كان من المتوقع هلاك رأس مال المنشأة

1 شعيب صحراوي و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص26.

2 منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص5.

3 شعيب صحراوي و آخرون، مرجع سبق ذكره، ص25.

4 منى قاسم، مرجع سبق ذكره، ص ص 131، 132.

5 المرجع نفسه، ص ص 131، 132.

المصدرة له بحسب طبيعة نشاطها كشركات النقل البحري أو بحسب نظام الشركة القانوني كالشركات القائمة على حق الانتفاع بأحد المرافق العامة لمدة محددة، وتنص المادة 35 من قانون الشركات 159 لسنة 1981: على أنه لا يجوز إصدار أسهم تمتع إلا بالنسبة إلى الشركات التي ينص نظامها على استهلاك أسهمها قبل إنقضاء أجل الشركة، بسبب تعلق نشاط الشركة التي ينص نظامها على استهلاك أسهمها قبل انقضاء أجل الشركة، بسبب تعلق نشاط الشركة بالتزام استغلال موارد الثروة الطبيعية أو مرفق من المرافق العامة مما يستهلك بالاستغلال أو يزول بعد مدة معينة ويستفيد أصحاب أسهم التمتع من جميع الحقوق التي يستفيد منها أصحاب الأسهم.

خامسا: تصنيف الأسهم وفقا لأدائها وربحياتها.

وحسب هذا التصنيف تنقسم إلى ثلاثة أنواع وهي 1:

1- الأسهم ذات القيمة المرتفعة: هي أسهم الشركات الرابحة والتي تباع بأسعار معقولة مقارنة بقيمتها الحقيقية، وتكمن المهارة والخبرة بالطبع في تحديد أي من الشركات تستحق بالفعل، فبعض الأسهم منخفضة السعر تبدو عند شرائها ناجحة ولكنها تكون منخفضة.

2- أسهم الدخل: هي التي تضم أسهم الشركات التي تعيد الأموال إلى حملة الأسهم في شكل توزيعات أسهم أو عوائد عن هذه الأسهم، ويميل بعض المستثمرين الذين يقتربون من التقاعد إلى أسهم الدخل لأنهم يعيشون على ذلك الدخل الذي يكون في صورة أرباح وفوائد على هذه الأسهم التي يمتلكونها وهي تكون: أقل تقلبا هذه الأسهم.

3- أسهم النمو أو الأسهم النامية: هي أسهم الشركات التي يكون من المتوقع لها أن تنمو أسرع من مثيلاتها ومنافسيها في هذا المجال وغالبا ما تكون في صناعات التكنولوجيا المتقدمة، ويمكن أن تكون أسعارها مرتفعة حتى لو لم تكن أرباح الشركة كبيرة بسبب أن المستثمرين في هذه الأسهم يعتقدون أن المؤسسة المصدرة للسهم سوف تحقق أرباحا في المستقبل وهم على استعداد لتحمل المخاطر.

و عليه فالسهم يمثل مقدار الاشتراك في رأسمال الشركة المساهمة، فالسهم عبارة عن منتج مالي يعطي الحق لصاحبه في ملكية جزء من رأسمال الشركة التي أصدرته، والأسهم هي قيم ذات عائد متغير، والسبب يكمن في أن المساهم يحصل على نسبة من الأرباح تتماشى مع ما يملكه من أسهم.

المطلب الثاني: أوراق المديونية (السندات).

1 منى قاسم ، مرجع سبق ذكره ، ص ص 132 ، 133 .

تعد السندات أداة من أدوات الاستثمار القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وسنقوم بعرض مفهومها، خصائصها، إضافة إلى أنواعها.

الفرع الأول: مفهوم السند.

يمكن تعريف السند على أنه:

"التزام مالي تعاقدى مكتوب يتعهد بموجبه المقرض (مصدر السند) بتقديم مدفوعات إلى المقرض (المحتفظ بالسند) والتي هي فائدة تدفع خلال عدد محدد من السنوات (وحتى تسديد القرض في وقت مستقبلي). بالإضافة إلى أصل المبلغ أو القيمة الاسمية¹".

أ- وتمثل السندات بالنسبة للمقرض (مصدر السند) مصادر تمويل طويلة الأجل، والموال المتحصل عليها ينبغي أن تستثمر استثماراً طويل الجل والعمل بغير هذا يكون كمثل من يقترض من البنك لشراء حاجات استهلاكية².

وعليه فالسند يعتبر شهادة مديونية تصدرها منشآت الأعمال المختلفة، ويلجأ إلى الاستثمار فيها المستثمرين الراغبين بعائد ثابت وبدرجة من الأمان في التحقق.

الفرع الثاني: خصائص السندات.

للسندات خصائص يمكن إجمالها فيما يلي³:

1- تعد أداة دين للمشتري على البائع أو المصدر للورقة المالية؛

2- لا يحق لحاملها التدخل في إدارة الشركة؛

3- يكون من حق حاملها الحصول على فوائد ثابتة؛

4- تنتهي علاقة الحامل بالمقرض حال تسديد قيمتها؛

5- تحقق للمقرض ميزة غريبية وذلك لكون فوائدها تطرح من الوعاء الضريبي؛

الفرع الثالث: أنواع السندات.

لقد تميزت السندات عن غيرها من الأوراق المالية حيث قسمت إلى عدة أقسام بحسب

عدة معايير نوردتها فيما يلي:

أولاً: حسب الجهة المصدرة.

يمكن تصنيفها إلى⁴:

1- **سندات عامة:** هي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل فيها الدولة الطرف المدين، أما دانتوها فهم: البنوك، الشركات، القطاع العام أو القطاع الخاص.

2- **سندات خاصة:** وهي السندات التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلاً من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة والتي من شأنها أن تؤدي إلى انضمام مساهمين جدد وبالتالي ينخفض مقدار الربح المنتظر وتوزيعه، و من

1 هوشيار معروف، «الاستثمارات و الأوراق المالية»، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص 109.

2 محمود أمين زويل، «بورصة الأوراق المالية-موقعها من الأسواق-أحوالها و مستقبلها»، دار الوفاء لنديا الطباعة و النشر، الإسكندرية، بدون سنة، ص 45.

3 فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص 76.

4 مروة برياش و نوال عميار، مرجع سبق ذكره، ص 19- 21.

أهم مميزاتها أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية، وبالمقابل فإن حاملها أكثر تعرضاً من حامل السندات الحكومية لما يعرف بالمخاطرة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين.

ثانياً: حسب الضمان المدفوع.

تصنف حسب هذا المعيار إلى 1:

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

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

ثالثاً: حسب طريقة التداول: تقسم حسب هذا المعيار إلى 2:

1- سندات اسمية: هي سندات تصدر باسم صاحبها وتكون مقيدة في دفاتر الشركة باسمه ولا تتداول إلا بعد موافقته وإثبات التنازل عنها.

2- سندات لحاملها: هي سندات تخلو من اسم حاملها ويتم تداولها بالتسليم ولا يحتاج التنازل عنها، وتحصل فوائدها من خلال كوبونات مرفقة بالسند.

رابعاً: حسب المجال الجغرافي.

وتصنف إلى 3:

1- سندات محلية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين محليين.

2- سندات أجنبية: تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين أجانب ويتم التداول عليها أيضاً في الداخل.

3- سندات دولية: تصدرها مؤسسات دولية لصالح مقترضين محليين كتلك التي يصدرها البنك الدولي.

خامساً: من حيث آجال الاستحقاق: ويضم هذا التقسيم 4:

1- سندات فقيرة الأجل: هي سندات لا تتجاوز مدتها عاماً واحداً. وهذا النوع من السندات أداة تمويل قصيرة الأجل، فيتداول في سوق النقد. وهذه السندات تتمتع بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها. لذا تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبياً.

2- السندات متوسطة الأجل: وهي السندات التي يزيد أجلها عن عام ولا يتجاوز 7 أعوام، وتعتبر أداة تمويل متوسطة الأجل وتكون معدلات الفائدة عليها أعلى من تلك التي على السندات قصيرة الأجل.

1 مروة برياش و نوال عمبار، مرجع سبق ذكره ، ص 21 .

2 وفاء بومعيزة، جريدة غوتي، مرجع سبق ذكره، ص25.

3 فيصل محمود الشاورة، مرجع سبق ذكره، ص 78.

4 أمانة حفناوي وآخرون، «قياس كفاءة السوق-حالة سوق الأسهم السعودي»، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة 08ماي1945، قالمة، 2010/2009، ص 115.

3- السندات طويلة الأجل: وهي السندات التي يزيد أجلها عن 7 أعوام، وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا تتداول في سوق الأوراق المالية، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك التي على السندات قصيرة الأجل أو متوسطة الأجل.

وعليه فالسندات التي تصدرها المؤسسات تعتبر بمثابة اتفاق بين الشركة والمستثمر، وبمقتضى هذا الاتفاق يقوم الطرف الثاني بإقراض الطرف الأول، والذي يتعهد بدوره برد المبالغ والعوائد المتفق عليها في تواريخ محددة على اعتبار أن السند قد يكون لحامله وقد يكون اسمياً.

المطلب الثالث: المشتقات المالية.

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات الدين بمختلف أنواعها يوجد هناك أنواع أخرى من الأدوات المالية المتداولة في البورصة لا يمكن اعتبارها أسهم ولا سندات لأنها تجمع بين صفاتها وخصائصهما معاً، ونظراً لتداول هذه الأدوات بمختلف أشكالها يتم وفق صورتين: إما عمليات آجلة أو عاجلة، أدى هذا إلى ظهور أنواع من العقود قابلة للتداول في السوق يطلق عليها: المشتقات.

الفرع الأول: مفهوم المشتقات المالية.

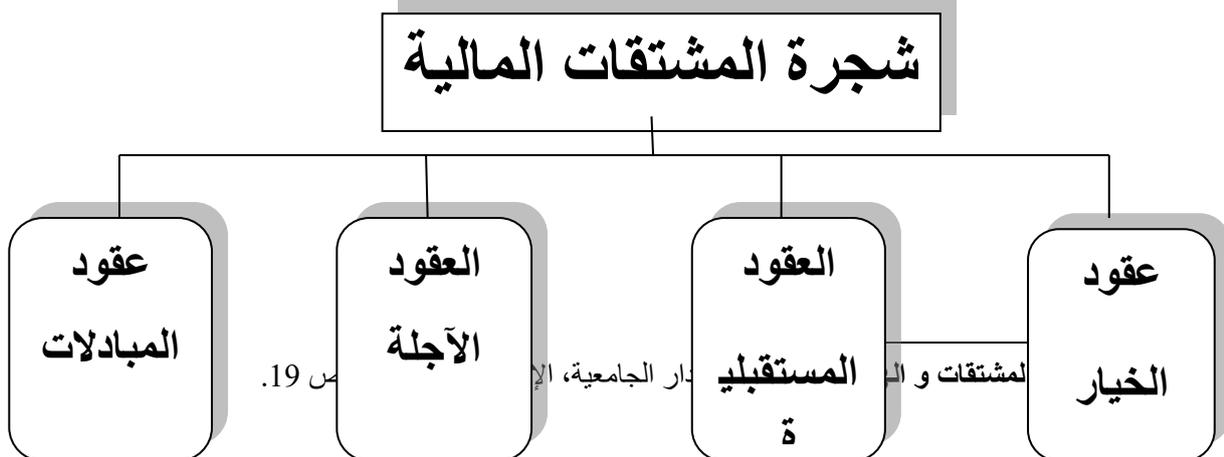
عرفها صندوق النقد الدولي بأنها: "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري"¹.

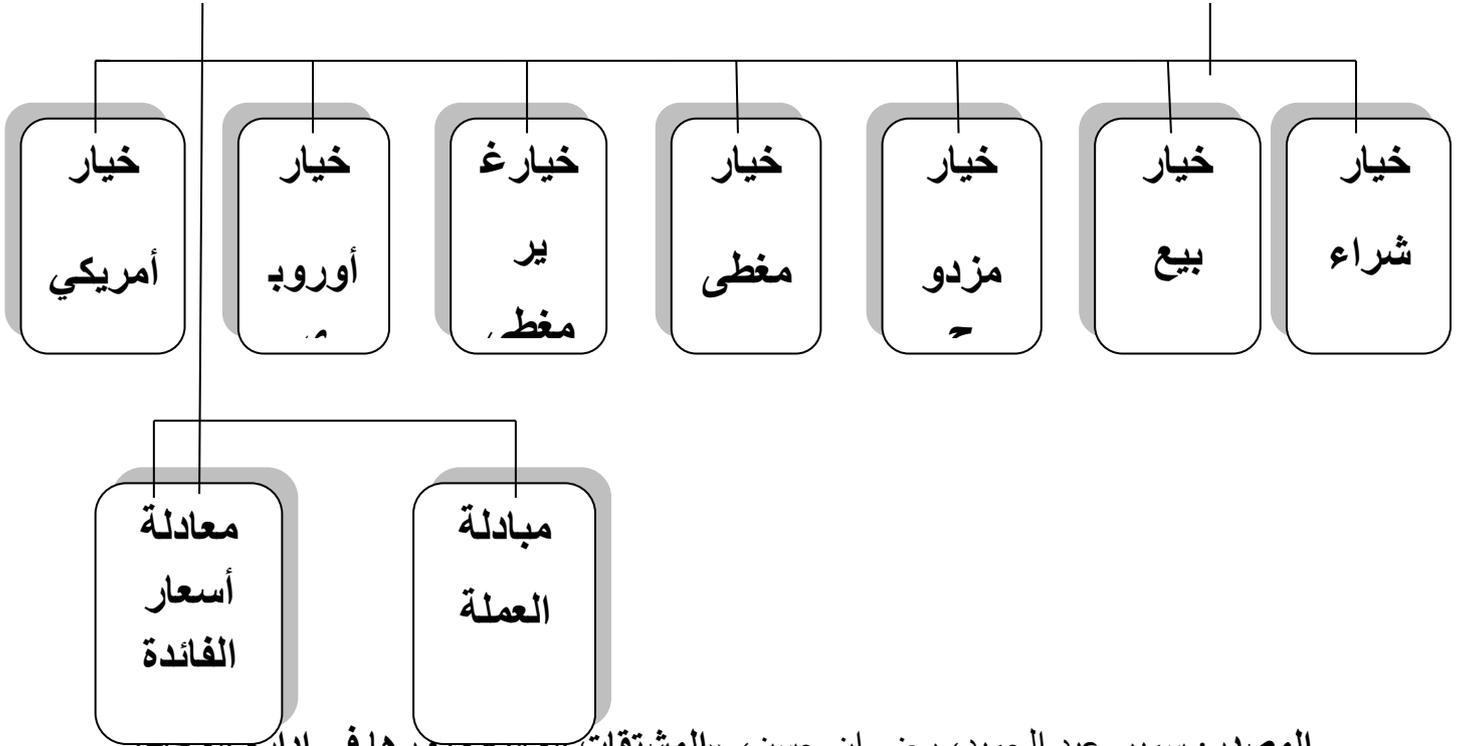
وتعرف أيضاً على أساس أنها أدوات مالية يعتمد العائد منها على أدوات مالية أخرى، أي مشتقة من أدوات مالية أخرى، إذ تعتمد على نتائج وأدوار الأدوات المالية الرئيسية على قياس وإدارة المخاطر المالية المشتقة، وتعتمد المشتقات المالية على الأصول الحقيقية والأصول المالية¹.

و عليه فالمشتقات المالية هي: عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المعنية (أي الأصول التي تمثل موضع العقد) وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصول موضع العقد.

والشكل الموالي يوضح أهم أنواع المشتقات التي سوف يتم تناولها بنوع من التفصيل ضمن هذا المطلب

الشكل رقم (05): شكل يوضح شجرة المشتقات المالية





المصدر: سمير عبد الحميد، رضوان حسن، «المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها»، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005، ص 59.

الفرع الثاني: أنواع المشتقات المالية.

للمشتقات المالية عدة أنواع:

أولاً: الخيارات. تعرف عقود الخيارات بأنها: "ورقة مالية ذات سمعة خاصة، يعطي هذا العقد لحامله الحق في شراء وبيع ورقة مالية خلال فترة محددة، يطلق عليه الخيار الأمريكي أو في تاريخ محدد ويسمى الخيار الأوروبي بسعر متفق عليه مقدماً¹."

ويقال عليه أيضاً أنه: "عنصر تحكم الذي يمنح حامله القابلية لتحويل الحق²."

ويمكن تقسيم حقوق الخيار كما يلي³:

1- حق الخيار الأوروبي. هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) غير أن هذا الحق يتم ممارسته أو تنفيذه في الموعد المحدد لانتهاء العقد؛

2- حق الخيار الأمريكي. هو حق اختيار (شراء أو بيع أو كلاهما) غير أن هذا الحق تم ممارسته أو تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تنقضي بين إبرام العقد وتاريخ انتهائه؛

3- حق خيار الشراء. يتيح هذا الحق للمستثمر (مشتري حق الخيار) شراء عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين نظير مكافأة بدفعها المشتري لمحرر الخيار؛

1 أمانة حفياني، مرجع سبق ذكره، ص 19.

2 ERUAN le Saout, «INTRODUCTION AUX Marches Financiers», édition Euronext, paris, 2008, p71.

3 أمانة حفياني، مرجع سبق ذكره، ص 20.

- 4- **حق خيار البيع.** يتيح هذا الحق للمستثمر (مشتري حق الخيار) بيع عدد من الأوراق المالية بسعر محدد في تاريخ معين نظير مكافأة بدفعها المشتري لمحرر الخيار؛
- 5- **حق الخيار المزدوج (المختلط).** هو عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء و بمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون شارياً للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعاً لها، وذلك رهن بمصلحة الشاري حيثما كانت، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان شارياً وإذا انخفضت كان بائعاً، ومع تعاضم المحاضرة التي يتعرض لها بائع الخيار، فلا غرور أن يتقصى ضعف ثمن شراء خيار البيع أو خيار الشراء؛
- 6- **حق الخيار المغطى.** هو حق خيار شراء أو بيع أو كلاهما، يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها؛
- 7- **حق الخيار غير المغطى.** هو حق خيار شراء أو بيع أو كلاهما، لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها؛

ثانياً: المقايضة (عقود المبادلات).

1- مفهوم عقود المبادلة.

هي التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق أو موجود آخر، وبموجب شروط يتفق عليها التعاقد.

2- أنواع عقود المبادلة.

ومن أهم أنواع عقود المبادلة نجد¹ :

***مبادلة أسعار الفائدة.** أحد الأطراف الداخلة في المبادلة يوافق على أن يدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة (أو المتغيرة)، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر الداخل في عقد المبادلة على استلام سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة مقابل دفع سلسلة من معدلات الفائدة العائمة (المتغيرة).

***مبادلة أسعار الصرف.** يوجد طرف يمتلك عملة معينة ويرغب في حيازة عملة مختلفة، وتنشأ المبادلة عندما يقوم أحد أطراف المعاملة بتقديم أصل معين بعملة معينة لطرفه الآخر الداخل في المعاملة وذلك بغرض تبادل كمية مساوية من عملة أخرى، وكل طرف سوف يدفع الفائدة على العملة التي يتسلمها في المبادلة¹.

3- خصائص عمليات المبادلة.

المشتقات (عقود المبادلة) «، عن الموقع: <http://www.djelfa.info/vb/showthread>، يوم: 2012/11/20

تتمثل خصائص عمليات المبادلة في العناصر التالية:

- 1- عمليات المبادلة مضمونة ضد تقلبات أسعار الصرف وضد تخفيض قيمة النقد؛
- 2- عمليات مؤقتة عادة لمدة ثلاثة (03) أشهر قابلة للتمديد؛
- 3- تأخذ طابع السلفة من بلد إلى آخر؛
- 4- تساهم عمليات المبادلة في زيادة السيولة النقدية الدولية؛
- 5- تحقق السير المنتظم لأسواق الصرف من خلال تنوع الاحتياطات من العملات الأجنبية؛
- 6- تتم عمليات المبادلة في إطار الدول المتقدمة أكثر منه في الدول المتخلفة ذات النقد الضعيف.

4- خصائص عقود المبادلة.

تتميز عقود المبادلات بالخصائص التالية:

- 1- يجب أن لا يقل مبلغ العقد عن (05) ملايين دولار أمريكي أو ما يقابله بالعملات الأخرى؛
- 2- تواريخ الإنجاز محددة؛
- 3- العملات الصعبة المتعامل بها في عقود المبادلات الصعبة هي العملات الرئيسية مثل: الدولار الأمريكي، الين الياباني، المارك الألماني... الخ؛
- 4- تتراوح مدة المبادلة بين: سنتين وعشر سنوات بالنسبة للأجل الطويلة وهي تخص عقود مبادلة العملات الصعبة طويلة الأجل؛
- 5- تاريخ أو تواريخ تسوية الفوائد قد تكون على أساس سنوي أو نصف سنوي.

ثالثاً: العقود الآجلة (العقود الملزمة اللاحقة).

عرف صندوق النقد الدولي العقد الآجل كالاتي:

"بمقتضى العقد الآجل يتفق الطرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقياً أم مالياً، بكميات معينة، وفي تاريخ معين، وبسعر تعاقد متفق عليه، والعقود الآجلة ليست عقوداً مالية شرطية لأنها تنطوي على التزام بتسوية العقد في تاريخ معين"¹.

* كما تعرف بأنها: "عقود غير قابلة للتداول تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقاً وبسعر يحدد مسبقاً وبسعر يحدد مسبقاً أيضاً، ويظهر هنا سعران أحدهما يعرف بسعر التسليم الذي هو السعر السائد

1 سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 207.

والآخر بالسعر الآجل يتساوى السعران وقت التعاقد، إلا أن السعر الأول يكون ثابتاً والسعر الثاني يكون قابلاً للتغيير¹.

رابعاً: العقود المستقبلية.

1-العقد المستقبلي .

"هو اتفاقية بين بائع ومشتري، على الترتيب-لتسليم وتسلم سلعة أو ورقة مالية في تاريخ معين مستقبلي، والمستقبليات المالية هي: عقود مكتوبة بخصوص أوراق مالية، عملات نقدية، أو مؤشرات أسهم (مرتبطة بمؤشر البورصة) وعلى غير السلع المستقبلية، فالتسليم لا ينطوي على سلعة مادية، ولكن يحتاج إلى الأوراق المالية والنقد في أي تسليم متطلب لاستيفاء العقد"².

2- أهم خصائص العقود المستقبلية.

تتمثل فيما يلي³:

1- نمطية شروط التعاقد فلا تتباين العقود من عقد لآخر ولا تخضع لرغبة المتعاقدين من حيث: حجم العقد ومدته وصفاته أو جودته؛

2- ولأن هذه العقود يجري التعامل عليها من خلال السوق الرسمية، لذلك فإنها تكون قابلة للتداول وتحرر

بذلك المتعاقدين من التزاماتهم بتسليم أو تسلم المعقود عليه؛

3- التعامل في هذه العقود يودع تأميناً لا يتجاوز 20% من القيمة الكلية للعقد؛

4- العقود المستقبلية لا يقبل المتعاقدون عليها بغرض الحصول على الأصل محل التعاقد بل إن هذا المقصد يكاد يتضاءل لدرجة العدم حيث يجري استخدام هذه العقود لأغراض المضاربة أو تقل المخاطرة أو لمجرد المراهنة على محض اتجاهات الأسعار؛

5- بوسع المستثمر في السوق الرسمية أن يتجنب الاستلام الفعلي للسلعة من خلال بيع العقد الآخر.

✓ إذن يمكن القول أن سوق الأوراق المالية تمارس عملها من خلال الأوراق المالية المتداولة بها سواء التقليدية

1 هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 154، 155.

2 جلال البناء، مرجع سبق ذكره، ص 231.

3 سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص 217، 218.

المتمثلة في الأسهم والسندات باختلاف أنواعها، أو الأوراق المالية الحديثة المتمثلة في المشتقات المالية التي اتسع التعامل بها في التسعينات.

المبحث الثالث: أسواق الأوراق المالية العربية.

أدركت الدول العربية خلال السنوات الأخيرة أهمية الأسواق المالية في الاقتصاد الوطني، بحيث يعمل على توفير رؤوس الموال اللازمة لأغراض الاستثمار، الأمر الذي يضمن تحريك المدخرات الخاصة بين القطاعات الاقتصادية المختلفة، وهذا الأمر دفعها إلى القيام بعدة إصلاحات على أسواقها المالية، فقد قامت بإنشاء أسواق الأوراق المالية (البورصات) من منطلق أن مثل هذه الأسواق سوف تساعد على زيادة النمو الاقتصادي وتقليل الاعتماد على التمويل الخارجي، وتشجيع حركة انتقال هذه الموارد من بلدان الفائض المالي إلى بلدان العجز المالي في المنطقة العربية.

المطلب الأول: نشأة سوق الأوراق المالية العربية و مفهومها

نحاول من خلال هذا المطلب التعرف على ظروف نشأة أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، ومن ثم تقديم مفهومها.

الفرع الأول: نشأة سوق الأوراق المالية العربية

عربياً قد تم إنشاء بورصة للأوراق المالية في مدينة الإسكندرية في عام 1883م، وبعد سبع سنوات تم تأسيس سوق الأوراق المالية في القاهرة، وفي النصف الأول من القرن الماضي شهدت بعض الدول العربية الأخرى تأسيس أسواق للأوراق المالية بتأثير علاقاتها مع الدول الأوروبية مثل: لبنان والمغرب وتونس والأردن والسودان وظلت بورصة لبنان معطلة حتى عام 1995 بسبب ظروف الحرب الأهلية، إلا أن دول الخليج العربي لم تعرف أسواق الأوراق المالية إلا بعد تزايد الموارد المالية فيها اعتباراً من عام 1973م إثر تصحيح أسعار النفط¹.

وفي عام 1989م تم إنشاء 03 بورصات جديدة هي: البحرين ومسقط والعراق، وفي نفس العام كذلك بدأت سوق نشيطة للأسهم في المملكة العربية السعودية، لكنها لم تتخذ صورة البورصة المنظمة، وجاء عام 1999م ليشهدوا إنشاء أربع بورصات أخرى في كل من السودان وقطر والجزائر وفلسطين، وفي عام 2000م تم إنشاء بورصة الإمارات، ولا تزال فكرة إنشاء البورصة تحت الدراسة في كل من سوريا واليمن².

ولقد أصبح في المنطقة العربية أربعة عشرة بورصة منظمة، تنقسم إلى مجموعتين من البورصات وهي³:

المجموعة الأولى. وهي مجموعة الأعضاء في اتحاد البورصات العربية وهيئات أسواق المال العربية وتضم: سوق عمان المالي بالأردن، وسوق الأوراق المالية بالبحرين، وهيئة

1 «لمحة تاريخية عن نشأة أسواق المال»، عن الموقع: <http://www.shmsi.com> يوم 2012/11/10.

2 حسن حمدي، مرجع سبق ذكره، ص11.

3 وفاء بومعيزة، جويذة غوتي، مرجع سبق ذكره، ص117.

السوق المالية بتونس وسوق الدوحة للأوراق المالية في قطر وسوق الأوراق المالية بالكويت، وبورصة بيروت بلبنان العربية وتضم : سوق عمان المالي بالأردن، وسوق الأوراق المالية بالبحرين، وهيئة السوق المالية بتونس وسوق الدوحة للأوراق المالية في قطر وسوق الأوراق المالية بالكويت، وبورصة بيروت بلبنان، وبورصة الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية، بالإضافة لهيئة سوق المال ببورصة الدار البيضاء.

المجموعة الثانية. وهي مجموعة الدول غير الأعضاء في اتحاد البورصات العربية، وتضم سوق الخرطوم للأوراق المالية بالسودان، وسوق بغداد للأوراق المالية بالعراق، وسوق فلسطين للأوراق المالية بفلسطين، وسوق مسقط للأوراق المالية بسلطنة عمان، وبورصة الجزائر بالجزائر.

ويبقى عدد من الدول العربية لا يوجد بها بورصات وهي: جيبوتي وسوريا والصومال وليبيا، موريتانيا واليمن.

الفرع الثاني: مفهوم سوق الأوراق المالية العربية.

قدمت عدة تعاريف للأسواق المالية العربية من بينها:

التعريف الأول. "السوق المالي العربي هي تلك السوق التي يمر اقتصادها في مرحلة تحول باتجاه اقتصاد السوق"¹.

التعريف الثاني. "سوق الأوراق المالية هي السوق التي توجد خارج الدول الأكثر تقدماً وينتمي إلى دول عربية في مرحلة التحول إلى اقتصاد السوق، وأهم ما يميزها هو الزيادة الكبيرة في القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة"².

✓ من خلال ما سبق يمكن إعطاء تعريف شامل لسوق الأوراق المالية العربية على النحو التالي:

" سوق الأوراق المالية العربية هي مجموع الأسواق المتواجدة بالدول العربية تشترك جميعها بارتفاع عوائد الاستثمار فيها، وارتفاع تقلبات أسعارها، تمثل فرصاً لتنويع الربح بالنسبة للمستثمرين في الأسواق المتقدمة".

المطلب الثاني: دوافع قيام الأسواق المالية العربية.

في ضوء الأحداث العالمية والإقليمية التي شهدتها المنطقة العربية، وتزايد الاتجاه نحو العولمة المالية والتحرير المالي، تزايد الاهتمام بأسواق الأوراق المالية في الدول العربية، وهناك العديد من العوامل التي اعتبرت مواتية لقيام هذا النوع من الأسواق بها، نذكر منها¹:

1 وسام ملاك، «البورصات و الأسواق المالية العالمية»، دار المنهل اللبناني للطباعة و النشر، لبنان، الطبعة الأولى، 2003، ص 93.

2 رشيد بوكساني، «معوقات الأسواق المالية العربية و سبل تفعيلها»، (2006)، عن الموقع: www.iefpedia.com ، يوم: 2012/11/21.

1- تحسن مناخ الاستثمار في معظم الدول العربية إلى جانب التحسن الذي شهدته مستويات التوازن الداخلي (نسبة عجز/فائض الموازنة للناتج المحلي الإجمالي) أو الخارجي (نسبة عجز/فائض الحساب الجاري للناتج المحلي الإجمالي) وانخفاض معدلات التضخم في معظم الدول العربية؛

2- انتشار برامج الخصخصة في الدول العربية إذ أنه منذ بداية 90 عملت العديد من الدول العربية على تطوير أسواق الأوراق المالية بهدف تحقيق الأهداف الاقتصادية والاجتماعية. فوجود سوق نشط للأوراق المالية يستند على قواعد تشريعية يساعد على تحقيق الأهداف النهائية لبرامج الخصخصة. ومن جهة أخرى فهذه الأخيرة تشكل حافزا فعالا لتطوير أسواق الأوراق المالية؛

3- التطورات المؤسسية والتشريعية لجذب المستثمرين الأجانب للاستثمار في الدول العربية، فوجود أسواق

نشطة للأوراق المالية يساعد على زيادة المستثمرين الأجانب وما ينجز عنه من مكاسب لهذه الدول.

المطلب الثالث: الخصائص المشتركة لأسواق الأوراق المالية في الدول العربية.

تشترك أسواق الأوراق المالية في الدول العربية في السمات الآتية 2:

1- إن دور بعض أسواق الأوراق المالية في الدول العربية ضعيف ضمن إقتصاداتها الوطنية وإن معدلات نموها لا زالت منخفضة مقارنة بتعاظم قيمة الاستثمارات في الأسواق المالية وذلك راجع لعدة عوامل؛

2- إن تنظيمات الأسواق الأوراق المالية في الدول العربية وآليات العمل فيها وأساليب الاتصال متابعة وتحليل المعلومات على مدار الساعة لا زالت دون المستوى المطلوب؛

3- تركز أسواق الأوراق المالية في الدول العربية على السهم والسندات وهي لا زالت بعيدة عن تنويع الأدوات الاستثمارية وخاصة بالنسبة للدورات النقدية والمشتقات؛

4- إن ضيق أسواق الأوراق المالية العربية مع الرقابة الحكومية قد ساعدا على نشر المعلومات وبما يضمن (إلى حد مقبول) الشفافية داخل السوق وخاصة عندما يتم نشر الأسعار بانتظام؛

5- إن ضعف أو عدم وجود مراكز علمية بحثية متخصصة لتحليل المعلومات المالية في إطار مؤسسات الأسواق المعنية قد أسهم في أن غالبية العمليات تجري بقرارات ارتجالية أو عفوية؛

1 حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سبق ذكره، ص 81.
2 سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره ، ص ص 305-308.

6- تشرف على أسواق الأوراق المالية في الدول العربية هيئات (أو مجالس أو لجان) تضم في عضويتها ممثلين عن جهات أو سلطات متخصصة وخاصة: البنك المركزي والشركات المساهمة المسجلة ومكاتب أو شركات الوساطة والبنوك التجارية ومؤسسات مالية أخرى؛

7- تسيطر المضاربة على نشاطات التعامل اليومي في أسواق الأوراق المالية المعنية حيث أن غالبية المعاملات تبحث عن الأرباح السريعة من خلال التركيز على فروقات الأسعار وبشكل خاص في مجال أسهم الشركات؛ ويلاحظ في بعض الحالات تداول أسهم شركات لم تنته بعد إجراءات تأسيسها. وبالتالي يصبح مشتروا هذه الأسهم ضحايا ما يعرف: بالشركات الوهمية؛

8- التقلب الشديد في قيم الاستثمارات الكلية من سنة إلى أخرى، وهذا ما يعكس مدى وقوع الأسواق المالية المعنية تحت طائلة المتغيرات العشوائية. إن حدود التباين واسعة أحيانا تكشف عن ارتفاع مخاطر الاستثمار في هذه الأسواق.

✓ من خلال هذا المبحث لاحظنا أن الأوراق المالية العربية تشكل آلية هامة في تجميع الموارد وتوظيفها في

المشروعات الاستثمارية وتشجيع حركة انتقال هذه الموارد من البلدان التي لديها فائض مالي إلى البلدان التي تعاني من عجز في مواردها المالية لكن السمات الأساسية لهذه البورصات العربية تحول دون قيامها بهذا الدور المطلوب في حصد وتجميع المدخرات العربية والأجنبية بدرجة الكفاية واستخدامها في مجالات التنمية الشاملة في المنطقة العربية.

خلاصة الفصل الأول.

ختاماً نستخلص أن أسواق الأوراق المالية لعبت دوراً فعالاً بالغ الأهمية في النظم الاقتصادية الحديثة وعلى الأخص تلك التي تعتمد على نشاط القطاع الخاص والعام في

تجميع رؤوس الأموال التي تمكن قوى الإنتاج من القيام بدفع عجلة التنمية الاقتصادية ويتوقف هذا التجميع بطبيعة الحال على الادخار والاستثمار، وإن هذا الدور يقتضي توفر قدرا كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها من أسهم وسندات ومشتقات مالية، وحتى تعطي للمستثمرين الثقة والأمان في هذه الأسواق، فالسوق الكفاء هو الذي يحقق تخصيصا كفاءا للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية.

ومن خلاله تطرقنا لأسواق الأوراق المالية العربية يتضح لنا جليا أنها تعتبر أسواق حديثة النشأة لذلك فعن جها يندرج تحت الأسواق الناشئة، وعليه فهي تمثل للمستثمر فرصة جيدة لتحقيق خاصية التنوع.

وبصفة عامة فإن أسواق الأوراق المالية توفر تشكيلة واسعة من الأوراق المالية، والتي يمكن للمستثمر اختيارها حسب رغباته لتشكيل محفظة الأوراق المالية، هذه الخيرة تعتبر جوهر ما يعرف بالاستثمار المحفظي والذي يشكل محور الدراسة في الفصل الموالي.

تمهيد.

يعد الاستثمار من أهم الأنشطة المعول عليها للخوض بالاقتصاد من أجل اللحاق بركب المجتمعات المتقدمة، و لقد أدى الاتجاه المتزايد لأسواق الأوراق المالية لكثير من الدول نحو رفع شعار المالية، و التحرر المالي إلى بروز شكل جديد من الاستثمار، و هو ما يعرف بالاستثمار المحفظي، و الذي بالرغم من تعدد التسميات المقدمة له من طرف الكتاب والاقتصاديين كالاستثمار في المحفظة المالية، والاستثمار الأجنبي للأوراق المالية، وأيضا الاستثمار غير المباشر، إلا أنها جميعها تصب في نفس السياق.

وتوفر سوق الأوراق المالية للمستثمر أدوات و طرق مختلفة للاستثمار فيها، إذ بإمكانه الاستثمار بصفة فردية بأداة مالية معينة، غير أنها تنطوي على العديد من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر نتيجة تركيزه على أداة استثمارية واحدة يمكنه تشكيل محفظة من الأوراق المالية.

المبحث الأول: أساسيات حول المحفظة الاستثمارية.

يؤدي الاستثمار دورا هاما في النشاط الاقتصادي خاصة مع تحولات تجارية، لذلك فإن وسائله تعددت وفقا لرغبات المستثمر و ميوله، و من هذه الوسائل تكوين محفظة استثمارية ، تهدف إلى تعظيم الثروة عن طريق الحصول على أكبر عائد بأقل مخاطرة.

المطلب الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية.

تعددت تعاريف المحفظة الاستثمارية إلا أنها تصب في قالب واحد، ومن خلال هذا المطلب سنتطرق إلى المفهوم العام و الخاص لها.
الفرع الأول: المفهوم العام للمحفظة الاستثمارية.

يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية على أنها: "مجموعة أو تشكيلة من الأصول قد تكون حقيقية

مثل: العقارات أو الذهب، أو مالية مثل: الأسهم و المستندات أو مزيج من النوعين من الأصول، يقرر مستثمر معين تكوينها بهدف تحقيق عائد يتناسب مع مستوى معين من المخاطر من خلال تنويع مكوناتها"¹.

كما يمكن تعريفها على أنها: "عبارة عن كل ما يملكه الفرد من أصول حقيقية أو مالية من أجل تنمية قيمتها السوقية"².

مما سبق يمكن إعطاء تعريف واسع للمحفظة الاستثمارية على أنها مجموعة من الأصول الاستثمارية (الأسهم و السندات) التي تعتمد في تكوينها على موقف المستثمر من العلاقة بين العائد و المخاطرة، و مدى إسهام كل أصل استثماري مضاف إلى المحفظة ، أو خارج منها في الحجم الكلي للمخاطر و العائد الإجمالي للمحفظة.

الفرع الثاني: التعريف المتخصص للمحفظة الاستثمارية.

يقصد بالمحفظة الاستثمارية المتخصصة، المحفظة التي تتكون جميع أصولها من استثمارات مالية فقط كالأسهم و السندات، شهادات الإيداع و سجلات المديونية.....الخ³ .
ويقصد بها أيضا تلك المحفظة التي تتكون جميع أصولها من استثمارات مالية فقط كالأسهم و السندات و العملات⁴ .

و عليه يمكننا القول من خلال المفهومين السابقين أن مفهوم المحفظة المتخصصة يختلف عن المفهوم العام للمحفظة الاستثمارية، بانتصارها على الاستثمار في الأوراق المالية.

1 مؤيد عبد الرحمان ، « إدارة الاستثمار و المحافظ الاستثمارية »، دار إثراء للنشر و التوزيع ، عمان، الطبعة الأولى ، 2010، ص 199.

2 أحمد معجب العتيبي، « المحافظ المالية الاستثمارية »، دار النفائس للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2007، ص 26.

3 حسنى علي خربوش وآخرون، « إدارة المحافظ الاستثمارية »، دار زهران، الأردن، 1999، ص 18.

4 أحمد معجب العتيبي ، مرجع سبق ذكره، ص 101.

المطلب الثاني: أهداف المحافظة الاستثمارية و أنواعها.

يسعى المستثمر من خلال إنشاء محفظة للأوراق المالية إلى تنويع المخاطر بالدرجة الأولى و الحصول على الفوائد، و هو ما أدى لبروز مجموعة مختلفة من المحافظ الاستثمارية.

الفرع الأول: أهداف المحفظة الاستثمارية.

هناك عدة أهداف تدفع المستثمر إلى إنشاء محفظة استثمارية بدلا من الاستثمار المنفرد و من أهمها ما يلي:

أولا: الحفاظ على رأس المال الأصلي.

من أهم شروط الاستثمار هو أن يكون الفرد على استعداد دائم لتحمل المخاطر التي هي جزء من العملية الاستثمارية، إلا أن هذا الاستعداد يجب أن لا يشمل المخاطرة برأس المال الأصلي، فالحفاظ على رأس المال هو أساسي لاستمرار المستثمر المستمر بالسوق ، فمهما زادت طموحات الفرد يجب أن لا تصل مغامراته إلى تعريض رأس ماله الأصلي إلى الخطر، ورأس المال لا يعني فقط المبالغ المجردة من الأموال التي بدأ بها الاستثمار أساسا وإنما يجب أن تشمل على ما تمثله هذه الأموال من قوة شرائية وهذا يعني اعتبار معدلات التضخم بالاقتصاد¹ . و عليه فالمحفظة الاستثمارية تساعد على المحافظة على رأس المال الأصلي عن طريق تنويع الأوراق المالية ، و بالتالي تنويع درجة المخاطرة.

ثانيا: استقرار تدفق النقد.

على مدير المحفظة اختبار أوراق مالية تحقق دخل شبه ثابت و ذلك لضمان معدل معين من استمرار تدفق النقد من المحفظة، فهناك أوراق مالية تحقق دخلا ثابتا، مثل السندات و كذلك بعض الأسهم و خصوصا أسهم الشركات القوية و التي تحقق دخلا ثابتا أيضا.

ثالثا: النمو في رأس المال

يضع مدير المحافظ المالية نصب عينيه هدفها أساسيا و هو تنمية رأس المال و هو الهدف الذي على أساسه يتم تأسيس المحفظة المالية²، و ذلك عن طريق القيام بعملية التنويع و اختيار أوراق الشركات ذات النمو المحتمل مستقبلا.

1 محمد صالح جابر، مرجع سبق ذكره، ص 25.

1 غازي الفلاح المومني، « إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة » ، دار المناهج للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 2003، ص ص 20، 21.

رابعاً: التنويع.

إن تنويع الاستثمار يقلل من تعرض المستثمر للمخاطر فكلما زاد عدد الأسهم في المحفظة الاستثمارية انخفض الانحراف القياسي للمحفظة بأجمعها، و مع هذا فإن زيادة عدد الأسهم يتطلب جهوداً إضافية للمتابعة و الحصول على المعلومات عن عدد من الشركات، و هذا ما يسبب بعض النفقات الإضافية. لذلك يجب على المستثمر أن يوازي بين جميع هذه العوامل و يختار حلاً وسطاً.

خامساً: القابلية للتسويق و السيولة.

يجب على المستثمر أن يركز على الأسهم التي يتمكن من بيعها في السوق في أي وقت تعرض فيه و من ثم، فإنه من المفضل أن يتركز الاستثمار على الأسهم المرغوب بها في السوق، و إلا تعرض المستثمر لهبوط أسعار أسهمه فيها من طرف فئة عريضة من المستثمرين¹، كذلك لا بد على مدير المحفظة اختيار الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى سيولة في أي وقت بدون تحمل خسائر².

الفرع الثاني: أنواع المحافظ الاستثمارية.

تتنوع المحافظ الاستثمارية في ضوء مكوناتها التي تتحدد بعد وضع أهداف المستثمرين أو إدارة المحفظة ويسعى المستثمر في المحافظ الاستثمارية إلى تحديد الأهداف لكي تقوم إدارة المحفظة بعكس هذه الأهداف بأدوات استثمارية ملائمة لتحقيق هذه الأهداف بشكل واضح و دقيق و حسب الأولويات التي يطمح إليها المستثمر و عليه ستكون لدينا أنواع متعددة من المحافظ الاستثمارية أهمها: محافظ العائد و محافظ النمو و محافظ استثمارية متنوعة.

أولاً: محفظة الدخل أو العائد.

هي تلك التي تهدف إلى تحقيق أعلى عائد بأقل درجة من المخاطر و تحصل على الدخل النقدي من الأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر في محفظته لأغراض تحقيق العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو الأسهم العادية ذات المخاطر المنخفضة. و على هذا فإن وظيفة العائد هي تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت و المستقر للمستثمر و تخفيض المخاطر بقدر الإمكان³.

ثانياً: محفظة النمو.

و هي عبارة عن المحفظة التي تهتم بأسهم الشركات القابلة للنمو مع الوقت، و اختيار الأسهم النامية عملية صعبة يجب أن تعتمد على قياس الأرباح و قياس المخاطر و مقارنتها

2 مروان شموط، كنجو عبود كنجو، «أسس الاستثمار»، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة، 2008، ص 264.

3 غازي الفلاح المومني، مرجع سبق ذكره ص 21.

1 دريد كامل آل شبيب، «إدارة المحافظ الاستثمارية»، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 2010، ص 21.

مع أسهم أخرى، مع الأخذ بعين الاعتبار أن كل شركة تمر بمراحل نمو حتى تصل إلى مرحلة تبدأ بالسكون و الثبات ، يمكن حصر ميزات الأسهم في تكوين محفظة النمو بالتالي¹:

❖ تحقيق نمو جيد في العوائد، ويقصد بها التوزيعات السنوية للأرباح وفروق أسعار

الأوراق المالية ؛

- ❖ استقرار في معدل النمو ، أي الزيادة في المبيعات أو الأرباح سنة بعد أخرى؛
- ❖ ارتفاع عوائد السهم الواحد و هي نسبة الأرباح بعد الضريبة على عدد الأسهم؛
- ❖ تحمل مخاطرة قليلة نسبة للأسهم الأخرى.

ثالثاً: المحفظة المختلطة.

هذه المحفظة التي يمكن أن تقوم بمزج أوراقها ما بين الأوراق المالية التي لا تحمل مخاطرة مع الأوراق المالية الأخرى التي تحقق دخلاً مرتفعاً، ولكنها تحتوي على مخاطرة مرتفعة، و هي في الواقع تشكل حالة وسطى بين محفظة النمو و محفظة الدخل².

و عليه فمدير هذه المحفظة يحاول اختيار توفيقات من الأوراق المالية ذات المخاطر الفردية المتنوعة مقابل دخل مستقر من جهة و نمو الفائدة من جهة أخرى.

رابعاً: المحفظة المتوازنة.

و هي تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها و هو ما يمكن انجازه من خلال ربط التوازن قصير الأجل (في مجال الأدوات التي تتصف بالتحول السريع للسيولة) ، و الطويلة الأجل (في مجال البحث عن التدفقات الجاذبة للعوائد) ، و هذا بالتأكيد يتطلب توافقاً بين العائد و المخاطرة و بما يتجاوز حالات الإفراط في المخاطرة³.

المطلب الثالث: السياسات المتبعة لإدارة المحفظة الاستثمارية و محددات بنائها.

القرار الاستثماري يعتمد على ركيزتين أساسيتين عند انتهاجه لسياسة أو إستراتيجية معينة لبناء و إدارة المحفظة الاستثمارية تتمثل هاتين الركيزتين في: العوائد و المخاطرة. و المستثمر بطبيعته يهدف إلى زيادة عوائده و ثرواته و ذلك بأقل المخاطر الممكنة، إلا أن هذه الفلسفة تتضمن تعارضاً واضحاً في أساسياتها، إذ من المعروف أنه كلما ازدادت فرص المكاسب كلما ارتفعت معها احتمالات الخسائر على هذا الأساس فإن المقارنة بين العوائد و المخاطر تعتبر من أهم التحديات التي يتعرض لها المستثمر عند بناء و إدارة محفظته الاستثمارية.

2 أحمد معجب العتيبي، مرجع سبق ذكره، ص 101.

3 مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص 268.

1 هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره ، ص 227.

الفرع الأول: السياسات المتبعة لإدارة المحفظة الاستثمارية.

مما لا شك فيه أن نمط السياسة التي يتبناها مدير المحفظة في بناء محفظته ستؤثر حتما على تشكيلة أصولها، و السياسات المتعارف عليها لدى رجال الأعمال في مجال إدارة المحافظ ثلاثة أنواع نتناولها من خلال هذا العنصر:

أولاً: السياسة المخاطرة أو الهجومية.

ويتبناها مديرو المحافظ المضاربون الذين يفضلون عنصر العائد عن عنصر الأمان، فيركزون أهدافهم على جني أرباح رأسمالية يحققونها بفعل التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية لأدوات الاستثمار التي تتكون منها المحفظة.

و النموذج الشائع للمحفظة الاستثمارية المثلى الملائمة لهذه السياسة ، هي ما يعرف بمحفظة رأس المال أو المحفظة التي يكون هدف مديرها جني عائد ليس عن طريق توزيعات الأرباح و إنما عن طريق النمو الحادث في رقم الأصول و محفظة كهذه تقوم قاعدتها الأساسية على الأسهم العادية و بنسبة قد تتراوح بين 80% - 90% من رأس المال المحفظة ويلجأ مديروا المحافظ إلى تبني هذه السياسة من خلال الظروف التي تلوح فيها مؤشرات ازدهار اقتصادي محتمل، فيطبقونها بشراء أسهم متدنية السعر لشركات مساهمة ما زالت في طور الأول من نموها، و ذلك في انتظار ارتفاع أسهمها في فترات لاحقة مما يوفر الفرصة لجني أرباح رأسمالية¹.

ثانياً: السياسة المتحفظة أو الدفاعية.

تهدف هذه السياسة لكسب لأرباح شبه ثابتة بقليل من المخاطرة، ولذلك يعتمد في الدرجة الأولى على السندات و الأسهم المختارة حيث لا مخاطرة و أن معدل الفائدة محدد و العائد ثابتا و كما هو معروف

يمكن أن تحتوي المحفظة على أسهم الشركات الكبيرة الراسخة المستقرة، حيث أن هذه الشركات لا تتأثر كثيرا في التغيرات الاقتصادية و تقلبات أسواق المال و خصوصا سوق الأوراق المالية، و بفضل تطبيق هذه السياسة عندما يكون الاقتصاد في حالة كساد و ركود، حيث أن أسهم الشركات الكبيرة القوية يكون تأثرها قليلا بالتغيرات الاقتصادية لذا سيكون هبوط أسعارها اقل بكثير من هبوط أسعار الشركات النامية².

ثالثاً: السياسة الهجومية الدفاعية (متوازنة).

تمزج هذه السياسة بين المحافظة و المخاطرة و لذلك تستخدم بشكل كبير من قبل أغلب مدراء المحافظ الاستثمارية كونها تتلاءم مع رغبات المستثمرين الرشيديين الذين يركزون على تحقيق الاستقرار النسبي في العائد. و الحصول على أرباح معقولة بمخاطر مقبولة و عليه، تقوم سياسة المحفظة على أساس توزيع رأس مالها إلى قسمين: الأول هو قسم للأوراق المالية ذات الربحية العالية و

1 محمد مطر، فايز تيم « إدارة المحافظ الاستثمارية »، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2005 ، ص 183 .

2 غازي الفلاح المومني ، مرجع سبق ذكره ، ص 24.

المخاطرة العالية، و القسم الآخر للأوراق المالية ذات الدخل الشبه الثابت و الذي لا يتغير بتقلبات السوق.

✓ و هنا نقول بأن هذه السياسة توفر المرونة العالية للإدارة المحفظة في اختيار و تشكيل المحفظة وفق الأهمية النسبية لكل أداة، و هنا يستعمل الخبراء في إدارة المحفظة على زيادة الأدوات الاستثمارية ذات العائد المرتفع عند حصول الازدهار و الرواج الاقتصادي و العكس صحيح¹.

الفرع الثاني:محددات بناء المحفظة الاستثمارية.

عندما يقوم المستثمر بإنشاء محفظة استثمارية فإنه يعمل على مراعاة كل من عنصري المخاطرة و العائد عند توزيع مكونات محفظة لتحقيق أهدافه.

أولاً:تنويع المحفظة الاستثمارية.

إن الميزة الأساسية لتكوين المحفظة الاستثمارية هي التنويع أي تمكين المستثمر من اختيار توليفة من الأوراق المالية بهدف تقليل المخاطرة ، و من أهم صور التنويع ما يلي²:

1- تنويع المحفظة الاستثمارية (السادج).

يقوم هذا النوع على مبدأ أنه كلما زادت الأوراق المالية التي تحتوي عليها المحفظة زاد تنويعها و بالتالي تقل خطورتها الكلية فيتحقق الأمان النسبي بشكل أكبر من مواجهة مخاطر الاستثمار ، فالمحفظة المكونة من ثلاث أوراق أقل خطورة من المحفظة ذات الورقتين.

2- تنويع ماركويتز.

تقوم فكرته على أساس أن مخاطر المحفظة لا تتوقف على مخاطر الاستثمار، بل على العلاقة التي تربط بين أدوات الاستثمار المكونة للمحفظة، فإذا كانت العلاقة بينهما طردية فالمخاطرة تكون بينهما أكبر مما لو كانت العلاقة عكسية أو مستقلة، فمثلاً انخفاض قيمة أسهم الشركات العقارية سيؤثر في قيمة أسهم شركات مواد البناء لوجود علاقة بينهما، بينما لا يؤثر هذا الانخفاض في أسهم شركة الغزل و النسيج.

3- التنويع الجغرافي (الدولي).

3 دريد كامل آل شبيب ،مرجع سبق ذكره ، ص43.

1 أحمد معجب العتيبي،مرجع سبق ذكره، ص35 .

هو التنوع من خلال الاستثمار في أوراق مالية موجودة في أكثر من دولة، و يمتاز هذا النوع بتنوع الأصول التي تتكون منها المحفظة الاستثمارية، و توزيع رأس المال في أكثر من دولة، و تنوع العملات.

ثانيا: عائد محفظة الأوراق المالية.

عائد المحفظة هو المتوسط المرجح بالنسب المئوية للأوراق المالية التي تتشكل منها المحفظة و بشكل عام يحسب العائد لأي محفظة وفق الصيغة التالية:

$$R_p = \sum R_x \cdot P(R_x)$$

حيث: R_p : العائد المتوقع R_x : عائد الأصل x .

أما العائد المتوقع للمحفظة فهو متوسط المرجح بالنسب المئوية في كل استثمار للعوائد على الاستثمارات و يمكن حسابه من خلال العلاقة الموالية:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n x_i E(R_i)$$

$E(R_p)$: العائد المتوقع

$E(R_i)$: العائد المتوقع للأصل i .

X_i : نسبة الأصل i في المحفظة.

N : عدد الأصول المالية.

المبحث الثاني: عموميات حول الاستثمار المحفظي.

يعتبر الاستثمار المحفظي و الذي في صورة الاستثمار في الأوراق المالية مصدر مهما في دفع عجلة التنمية الاقتصادية في مختلف الدول.

و قد زادت أهميته لا سيما في عقد التسعينات نتيجة تدفق جزء كبير منه اتجاه العديد من الأسواق، و قد ساعد على ذلك التدفق مجموعة من العوامل الدفع الخارجية كانخفاض أسعار الفائدة العالمية و غيرها و كذلك توفر مجموعة من عوامل الجذب المحلية كتحرير الدول لأسواقها المالية، و بالتالي تحفيز الاستثمار غير المباشر و زيادة تدفقات رؤوس الأموال دون أن تنسى أن للاستثمار المحفظي مخاطر عدة متعددة المصادر لذا لا بد من تجنب هذه المخاطر أو التقليل من حدتها، لأن هذه المخاطر سوف تؤدي بالمستثمرين إلى عدم اللجوء لهذا الشكل من أشكال الاستثمار الأجنبي.

المطلب الأول: مفهوم الاستثمار المحفظي و أهدافه.

تمثل قضايا الاستثمارات الأجنبية المباشرة و المحفظية محورا الاهتمام الكثير من الكتاب و رجال الأعمال والحكومات في الدول النامية و المتقدمة معا و ذلك منذ بداية النصف الثاني من هذا القرن، و فيما يلي سوف يتم التطرق إلى الاستثمار المحفظي لكونه موضوع دراستنا.

الفرع الأول: مفهوم الاستثمار المحفظي.

يعرف بأنه: «امتلاك الأوراق المالية من الأسهم و السندات و الني يحتفظ بها المستثمر بهدف توزيع المخاطر و تحقيق مزيج من الاستثمار يحقق له أرباح قصيرة الأجل أو طويلة الأجل إذا توقع هناك ارتفاع في القيمة على المدى الطويل.¹»

2 دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص 92.

و عرف كذلك الاستثمار المحفظي بـ: «هو كل التوظيفات المالية في السندات الحكومية و المؤسسة و كل أنواع الأسهم²».

و يقصد كذلك: «الاكتتاب في السندات أو الأسهم التي تصدرها الدولة أو المشروعات التي تقام بها³».

كما عرف كذلك بأنه: «الاستثمار الذي يتم من خلال الاستثمار في أسهم و سندات الشركات خارج الحدود الوطنية، فالمستثمر هنا لا يتحكم في الإدارة و بالتالي تتراءى لنا محدودية هذا النوع في المساهمة في تنمية

الدول النامية نظرا لافتقارها لسوق مالي متطور ، و لقد بلغ صافي تدفقات الاستثمار في الحوافظ في الدول النامية بلايين دولار سنة 2002⁴.

من خلال التعاريف السابقة يتضح لنا : «الاستثمار المحفظي يتمثل في مجموعة التوظيفات المالية في السندات و الأسهم و المشتقات المالية التي يقوم بها مستثمر أجنبي بهدف توزيع المخاطر و تحقيق معدل للعائد لفترات قد تكون قصيرة أو طويلة المدى. «
بناء على التعاريف السابقة تبرز لنا مجموعة من الخصائص الخاصة بالاستثمار المحفظي و نوجز أهمها مايلي⁵:

- ❖ هذه الاستثمارات تتجه عادة نحو الأغراض الاستهلاكية، ولا تعمل على نقل الخبرات الفنية أو نقل
- التقنية، و أنها من الممكن أن تحقق أرباحا على المدى القصير ؛
- ❖ يشترط وجود سوق أموال مالية منظمة ذات تكنولوجيا متقدمة في الإفصاح و بث المعلومات بسرعة و
- دقة و شفافية عالية ؛
- ❖ يتميز بسرعة حركته في الدخول و الخروج المفاجئ، من و إلى الأسواق المحلية و الدولية لذا يطلق عليه

1 نوزاد عبد الرحمان الهيتي ، منجد عبد اللطيف، «مقدمة في المالية الدولية»، دار المناهج للنشر و التوزيع ، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص 181 .

2 يوسف مسعداوي، «تسيير مخاطر الاستثمار الأجنبي المباشر مع إشارة لحالات بعض الدول العربية»، أبحاث اقتصادية و إدارية، جامعة سعد دحلب، البليدة، العدد 03، جوان 2008، ص164 .

1 نزيه عبد المقصود مبروك، «الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية»، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص56.

2 أمال براهيمية ،ظريفة سلابمية، «أساسيات التمويل و أثرها على الاقتصاديات و المؤسسات-دراسة حالة الجزائر و الدول النامية»، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الوطني حول : «تعزيز الاستثمار الأجنبي المباشر: التعجيل بالتغيير هو المفتاح للتنمية الاقتصادية»، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و مخبر العلوم الاقتصادية و التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الأيام 21-22 نوفمبر 2006، ص08.

3 عمار صايفي، «محددات الاستثمار المحفظي و آثاره على الأسواق المالية-دراسة مقارنة بين مصر، تونس و الجزائر «مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير (غير منشورة). كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة ،بومرداس، 2008/2009، ص ص 54، 53.

- عادة اسم: "الأموال الساخنة في سوق الأوراق المالية ؛
- ❖ ينحصر الاستثمار المحفظي في المبادلة و المتاجرة بالأوراق المالية الدولية أو الأوراق المالية المسجلة في أسواق مالية أجنبية بالنسبة للمستثمر ؛
 - ❖ يقتصر على إعداد أوامر أو تقديم أموال لجهة معينة لتقوم بهذا النوع من الاستثمار دون أن يكون للمستثمر الحق في إدارة و مراقبة المشروع، إلا عند نسبة تملك معينة تحددها الدولة المضيفة؛
 - ❖ يعتبر مصدر تمويل هام للدولة و مختلف الشركات التي تطرح أوراقا مالية في الأسواق و تسمح بتداول المستثمر الأجنبي له؛
 - ❖ عادة ما يتسبب في حدوث أزمات بورصية حادة و معدية و ذلك لكون الاستثمار المحفظي يتأثر بشكل كبير بعامل الطمع و الخوف الذي يتملك المستثمر¹.

الفرع الثاني: الفرق بين الاستثمار المحفظي و الاستثمار الأجنبي المباشر.

- إن مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر ينطوي على تملك المستثمر الأجنبي لجزء أو كل الاستثمارات في مشروع معين، هذا بالإضافة إلى قيامه بالمشاركة في إدارة المشروع مع المستثمر الوطني في حالة الاستثمار المشترك، أو سيطرته الكاملة على الإدارة و التنظيم في حالة ملكية المطلقة لمشروع الاستثمار فضلا عن قيام الاستثمار الأجنبي بتحويل كمية من الموارد المالية و التكنولوجية و الخبرة الفنية في جميع المجالات إلى الدول المضيفة².
- أما مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر (المحفظي) فهو ينطوي على تملك الأفراد أو الهيئات أو الشركات على بعض الأوراق المالية دون ممارسة أي نوع من الرقابة أو المشاركة في تنظيم و إدارة المشروع الاستثماري³.

الفرع الثالث: أهداف الاستثمار المحفظي.

- يهدف الاستثمار المحفظي إلى تحقيق جملة من الأهداف نذكر أهمها ما يلي:
- ❖ الهدف الرئيسي له يتمثل في الحصول على معدل العائد و أرباح رأسمالية في البلدان الأجنبية التي تكون أعلى من تلك التي يحققها في السوق المحلية¹؛

1 عبد الله عبد الكريم، «ضمانات الاستثمار في الدول العربية، دراسة قانونية مقارنة لأهم التشريعات العربية و المعاهدات الدولية مع الإشارة إلى منظمة التجارة العالمية و دورها في هذا المجال»، دار الثقافة للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص 21.

2 عبد الله عبد الكريم، مرجع سبق ذكره، ص 20.

3 المرجع نفسه، ص 21.

- ❖ استمرار تدفق الدخل؛
 - ❖ التنويع و توزيع المخاطر الاستثمارية؛
 - ❖ تحديد آجال الاستثمار داخل و خارج بلده.
- و لهذا توصف المحفظة الاستثمارية المثلى بأنها التي تحقق الشروط التالية:
- ✓ تحقق للمستثمر توازنا معقولا بين عنصر العائد و الأمان؛
 - ✓ تحقق التنويع الايجابي للأصول المملوكة سواء هذا التنويع جغرافيا أو ماليا؛
 - ✓ المرونة في السيولة من خلال سرعة التحويل و التداول؛
 - ✓ بهذا الإطار النظري يتحدد حجم و قيمة الاستثمار المحفظي المتدفق بين الدول².

المطلب الثاني: دوافع الاستثمار المحفظي.

إن قرارات الاستثمار في أي دولة أجنبية تحددها دوافع سواء الأمر بالمستثمر في حد ذاته أو بالدول المضيفة.

الفرع الأول: دوافع الاستثمار المحفظي من جانب المستثمر.

تتمثل الدوافع من جانب المستثمر فيما يلي:

أولا: الاستفادة من مزايا التنويع الدولي.

هناك عدة امتيازات واضحة تترتب عن التوزيع الدولي للمحفظة الاستثمارية، و ذلك من 03 زوايا و هي³:

- ❖ تنويع الأصول: و ذلك لأنها تتكون من تشكيلة جيدة من الأدوات الاستثمارية؛
- ❖ التنويع الجغرافي: لأن رأس مال المحفظة يكون موزع على أدوات استثمارية في عدة دول؛
- ❖ تنويع العملات: إذ بسبب التوزيع الجغرافي لأصول المحفظة الدولية تنتوع أيضا العملات التي تقيم بها هذه

الدول.

و يشير البعض إلى تحقيق منافع من وراء التنويع الدولي تتمثل فيما يلي:

- ✓ زيادة الفائدة: يسعى المستثمر الأجنبي إلى الحصول على معدلات عوائد في دول الأجنبية أعلى من الدول

المحلية لذلك يقوم بشراء سندات من دول أخرى، إذا كانت عوائد هذه السندات أعلى منها في السوق المحلي.

4 نوزاد عبد الرحمان الهيتي، منجد عبد اللطيف الخشالي، مرجع سبق ذكره، ص ص 181، 182.

1 عمار صايفي، مرجع سبق ذكره، ص 53.

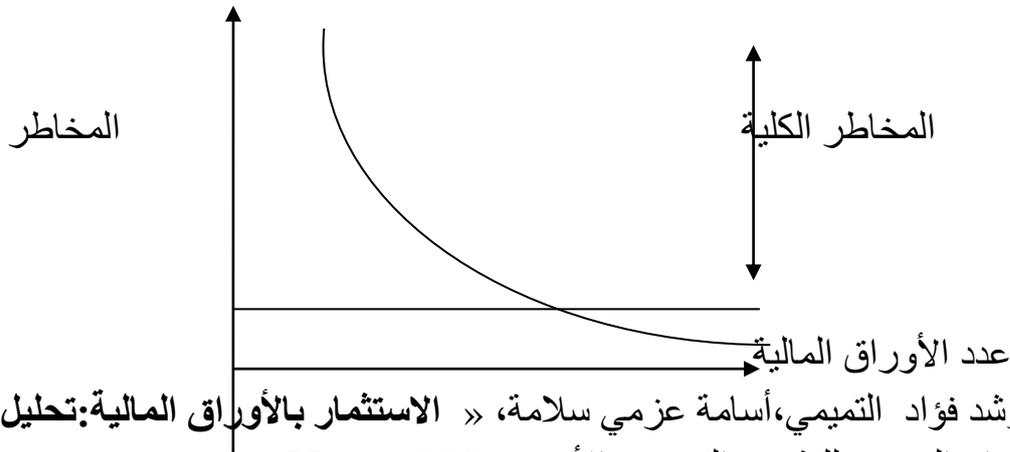
2 محمد صالح الحناوي، « الاستثمار في الأوراق المالية »، الدار الجامعية الإسكندرية، 2002، ص 402.

✓ **تخفيض المخاطر:** بالرغم من أن الاستثمار في أسواق الأوراق المالية العالمية ينطوي عليه مخاطر

إضافية، إلا أن التنوع الدولي الجيد، و الذي يبني على أساس معاملات الارتباط بين الأسواق المالية من شأنه تخفيض هذه المخاطر و تجاوزها.

فمعامل الارتباط لعوائد الاستثمارات المحلية و عوائد الاستثمارات في الدول الأجنبية يتوقع أن يكون أقل قوة أي من غير المتوقع مثلا أن تكون الدورات الاقتصادية لدولتين متماثلة أو أن تسير معدلات التضخم على نفس الوتيرة، هذا ما يجعل التنوع الدولي له آثار محددة على حجم المخاطر حيث أن الاستثمار في دول أجنبية من شأنه أن يحقق لكامل أسهم هذه الشركة مزايا لا يمكن له أن يحققها لنفسه، وهذا هو الواقع حيث توجد بالفعل قيود على حركة رأس المال بين الدول¹.

شكل رقم (06): أثر التنوع في تخفيض المخاطر



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، « الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل الإدارة »، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص 55.
ثانيا: المضاربة.

لا يعد التنوع الدولي وحدة الدفاع وراء الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية، فقد يكون الهدف من الاستثمار المحفظي هو المضاربة في الأسواق المالية التي تتسم بتواضع مستوى الكفاءة، و ذلك من أجل تحقيق أرباح غير عادية قد لا يستطيع المستثمر الحصول عليها في السوق المحلي².

الفرع الثاني: دوافع الاستثمار المحفظي من جانب الدول المضيفة.

يمكن أن يتشكل هذا النوع من الاستثمار الأجنبي مصدرا مهما للتمويل الدولي، حيث أنه قد تقل في السيطرة الأجنبية مقارنة بالاستثمار الأجنبي غير المباشر، لأن الممول الأجنبي

1 « دوافع، أهداف و محفزات الاستثمار الأجنبية»، (22 جانفي 2011)، عن الموقع:

<http://univ-sba.7olm.org/t5866-topic> يوم: 2013/03/23.

2 علي عبد الفتاح أبو شرار، « الاقتصاد الدولي: نظريات و سياسات »، دار المسيرة للنشر و التوزيع، الأردن، 2007، ص 210.

في هذه الحالة لديه حصة في الملكية فقط، و بالتالي فان نشاط المشروع و استمراريته لا يتأثر باستمرار أو عدم استمرار هذا النوع من التمويل الذي يتم عن طريق شراء أوراق مالية لشركات قائمة، إلا إذا كان هذا الشراء يتم بأحجام كبيرة تسمح بتوفير حصة مهمة في رأس المال المشروع، بما يتيح مساهمة مرتفعة في ادارته، و هذا يعني أن الدول النامية تستطيع الحصول على هذا التمويل الدولي، وذلك بإصدارها سندات ذات قيمة معينة و بأسعار فائدة معينة في أسواق المال للدول المتقدمة، و هذا ما كانت تعمل به الدول النامية سابقا لعدم تطور هذه الأسواق فيها، أو لعدم إقبال الجانب على التعامل في الأسواق المحلية¹.

المطلب الثالث: محددات الاستثمار المحفظي.

تحكم تدفقات الاستثمار المحفظي جملة من العوامل و المحددات، و قد تختلف من دولة لأخرى، لكنها تتدفق في مجملها على ما يلي:

الفرع الأول: العوامل الخارجية.

تعتبر العوامل الخارجية من المحددات الهامة لنمو أسواق الأوراق المالية الصاعدة و من ثم زيادة تدفقات رؤوس الأموال المحلية و الأجنبية للاستثمار فيها، و تتمثل أهم هذه العوامل في²:

❖ ركود النشاط الاقتصادي و تباطؤ معدلات النمو الذي شهدته الدول الصناعية المتقدمة في نهاية

الثمانينات و بداية التسعينات، و قد انعكس هذا الركود في الانخفاض السريع في أسعار الفائدة في هذه الدول لا سيما في الولايات المتحدة الأمريكية، فقد انخفضت أسعار الفائدة بالدولار الأمريكي قصيرة و متوسطة و طويلة الأجل ، و انخفض سعر الفائدة الاسمي قصير الأجل في معظم البلدان الصناعية من 7.3% في المتوسط في الفترة من 1987-1990 إلى 4.3% في الفترة من 1994-1996، و بالمثل انخفض متوسط سعر الفائدة الاسمي طويل الأجل من 8% إلى 6.3% خلال الفترة نفسها، و قد حفز هذا الانخفاض في أسعار الفائدة المستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الصاعدة المرتفعة العائد؛

❖ الاتجاه نحو زيادة التنويع الدولي لمحفظة الأوراق المالية من جانب مؤسسات الاستثمار الدولية

مثل: صناديق الاستثمار، شركات التأمين، البنوك المتعاملة في الأوراق المالية و هذه المؤسسات لديها القدرة على استثماراتها على الساحة الدولية، فهي تتجه للاستثمار في

1 نوزاد عبد الرحمان الهيتي، منجد عبد، مرجع سبق ذكره، ص 183.

2 أميرة حسب الله محمد، "محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية"، الدار الجامعية، مصر، ص ص 50، 51.

الأسواق الصاعدة بدافع الرغبة في زيادة العائد الكلي على الاستثمار في محفظة الأوراق المالية من ناحية، و تنويع مخاطر الاستثمار من ناحية أخرى؛

❖ التغيرات الهيكلية في أسواق المال الدولية: ومن أهم هذه التغيرات استمرار التحرر المالي في الدول الصناعية من أجل زيادة التكامل العالمي لأسواق الأوراق المالية، و قد أدت هذه التغيرات في البيئة التنظيمية لأسواق رأس مال هذه الدول، فعلى سبيل المثال، قامت الدول الصناعية بتقليل القيود المفروضة على الأوراق المالية التي تقوم الأجانب بإصدارها في أسواق أوراقهم المالية، أيضا تم تبسيط معايير التقييم المستخدمة في تقييم إصدارات السندات في اليابان، كما تم إلغاء الحد الأدنى من متطلبات التصنيف و التقييم في سويسرا و بالمثل تم تبسيط إجراءات التسجيل و دفع عوائد الأسهم في الو. م. أ و ذلك لتسهيل تعامل رأس المال الأجنبي في الأسهم ، ولقد أدت هذه التغيرات إلى سهولة وصول مقترضي الدول النامية إلى أسواق رأس المال في الدول الصناعية.

لقد لعبت العوامل السابقة دورا هاما في زيادة تحركات رؤوس الأموال اتجاه الدول النامية.

الفرع الثاني: العوامل الداخلية.

تنقسم العوامل الداخلية الخاصة بالدول النامية ذاتها إلى قسمين أساسيين:

القسم الأول: و يشير إلى السياسات الإقتصادية الكلية في الأسواق الصاعدة و دورها في جذب الإستثمارات المحلية و الأجنبية.

القسم الثاني: و يشير إلى أسواق الأوراق المالية في الدول النامية و دورها في جذب الإستثمارات المحلية و الأجنبية.

أولاً: السياسات الاقتصادية الكلية.

إن استقرار البيئة الاقتصادية الكلية تؤدي إلى زيادة ثقة المستثمر في هذه البيئة و إلى تحسين معدلات العوائد على الاستثمار، و هناك العديد من العوامل الاقتصادية التي لها تأثير

إيجابي على نمو سوق الأوراق المالية، ومن ثم زيادة تدفقات رؤوس الأموال إلى أسواق الدول النامية و هي¹:

1- ارتفاع معدل النمو.

إن تحقيق معدلات نمو إقتصادي مرتفعة في الأسواق الصاعدة من العوامل المحفزة على الإستثمار في هذه الأسواق، إذ أنها تعني حدوث تغيرات إيجابية في مستوى النشاط الاقتصادي الحقيقي و هو ما يسبب إرتفاع أسعار الأسهم و بالتالي زيادة العائد المتوقع من الإستثمار في هذه الأدوات و من ثم زيادة الإقبال عليها من جانب المستثمرين المحليين و الدوليين.

2- انخفاض معدل التضخم.

إن خفض معدلات التضخم من العوامل الهامة لزيادة تدفقات المحفظة للأسواق الناشئة، إذ أن قرارات الإستثمار في محفظة الأوراق المالية طبقا لنظرية محفظة الأوراق المالية تتوقف على معدلات العائد المتوقعة التي تتوقف على الربح أو الخسارة الرأسمالية المتوقعين كنتيجة لارتفاع أو انخفاض السعر السوقي للأصل المالي، و يتأثر السعر السوقي للأصل المالي بمعدل التضخم، إذ يرتبط التضخم ارتباطا عكسيا بأسعار الأوراق المالية، فارتفاع معدل التضخم يعني: انخفاض القوة الشرائية للنقود، و بالتالي انخفاض القيمة الحقيقية لأصول المستثمر المالية و لدخله المتولد من هذه الأصول، مما يجعل المستثمر يتحرك بعيدا عن الإستثمار في الأدوات المالية و تفضيله الاستهلاك الحالي عن الإستثمار في هذه الأدوات و العكس صحيح.

3- سعر الصرف.

يقصد بسعر الصرف السعر الذي يمكن أن تباع أو تشتري به عملة ما مقابل عملة أخرى في السوق، واستقرار سعر الصرف من المتغيرات الاقتصادية الهامة التي تمكن المستثمر الأجنبي من اتخاذ القرارات الإستثمارية المربحة، كما يشجع على الإستثمار المحفظي و على الرغبة في الإستثمار المباشر في الأسهم و السندات، أما تقلب سعر الصرف و عدم استقراره في الدولة المستثمر فيها يؤدي إلى تقليل العوائد المتوقعة على الإستثمارات الأجنبية في الأوراق المالية من ناحية و زيادة المخاطر التي يتعرض لها من ناحية أخرى، و بالتالي عدم تشجيع تدفقات رؤوس الأموال طويلة الأجل إلى داخل الدول المضيفة بل و يشجع على خروج رؤوس الأموال أيضا باتجاه دول أخرى تتميز باستقرار أسعار صرف عملته.

4- الخصصة.

1 أميرة حسب الله محمد، مرجع سبق ذكره ص ص ، 52، 53.

يقصد بالخصوصة تحويل ملكية القطاع العام إلى القطاع الخاص، إذ أن التوسع في عمليات الخصوصية و خاصة التي تتم عن طريق سوق الأوراق المالية و ذلك بالطرح الكلي أو الجزئي لرأس مال الشركة في شكل أسهم و سندات للاكتتاب العام من طرف جمهور المستثمرين تؤدي إلى توسيع حجم الأوراق المالية المتداولة في البورصة بما يخلق فرص استثمارية إضافية على أوراق مالية جديدة، كما يؤدي إلى زيادة عمق و نشاط سوق الأوراق المالية المحلية و زيادة جاذبيته للمستثمرين المحليين و الأجانب على حد سواء.

5- الحوافز الضريبية.

يؤثر معدل الضريبة المفروضة على أوعية سوق الأوراق المالية و عملياتها على عائد الاستثمار في الأوراق المالية و من ثم الاستثمار في هذه الأوراق، إذ ينتج عن التخفيض أو الإعفاء من الضريبة على التعاملات في الأوراق المالية بالبيع أو الشراء و على إيراداتها الجارية المتمثلة في أرباح الأسهم الموزعة و فوائد السندات و على الأرباح الرأسمالية زيادة الربح الصافي للمستثمر، و هو ما يترتب عليه بالتبعية ارتفاع القيمة الاستثمارية للأوراق المالية و بالتالي زيادة معدل العائد الحقيقي على الاستثمار في سوق الأوراق المالية الأمر الذي يشجع المستثمر المحلي و الأجنبي من الاستمرار في السوق المالي¹.

ثانيا: هيكل سوق الأوراق المالية.

إن تحسين إطار عمل سوق الأوراق المالية في الدول النامية، و تطوير البنية الأساسية لها من شأنه زيادة درجة نمو السوق و نضجها و بالتالي زيادة تدفقات رؤوس الأموال المحلية و الأجنبية لاستثمار في تلك الأسواق و تتمثل أهم عناصر البنية الأساسية للسوق المالي في الآتي:

1- تنظيم السوق.

إن وجود إطار تشريعي و تنظيمي مرن و فعال و قادر على التكيف باستمرار مع المتغيرات المحلية و الدولية يساعد كثيرا في تسهيل المعاملات المالية و زيادة المنافسة داخل السوق من ناحية، و توفير الحماية التأمينية للمستثمرين من ناحية أخرى، و هو ما يدعم من ثقة المستثمر و يؤدي إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال اتجاه الأسواق الصاعدة².

2- الإفصاح و توافر المعلومات.

إن مشكلة نقص المعلومات تمثل إحدى أهم العقبات التي تواجه ازدهار التعامل في الأوراق المالية، فهي تؤدي إلى عزوف عدد كبير من المستثمرين عن توجيه مدخراتهم نحو التعامل في سوق الأوراق المالية و ذلك بسبب الغموض الذي يكتنف حركة الأسعار و تقييم الأسهم المطروحة للتداول و هو ما يمثل مخاطرة للمتعاملين و البورصة ذاتها. هذا و يعد مبدأ الإفصاح و الشفافية ركنا أساسيا من أركان سلامة المعاملات في البورصة حيث يفترض بأن توافر الشفافية يعني نشر البيانات الكافية، و بالتالي على

1 عمار صايبي، مرجع سبق ذكره، ص 102.

1 أميرة حسب الله محمد، مرجع سبق ذكره، ص 55.

الشركات التخلي عن مبدأ السرية في نشر بياناتها التفصيلية و التي ينبغي نشرها بنص قانوني، حيث تقوم الشركات بإعداد بيانات دورية (شهرية مثلا) توضح من خلالها تطور الأداء، ثم إعداد نشرة تفصيلية لأي أحداث اقتصادية كبرى ذات مردود سلبي أو إيجابي على الشركة مثل: عقد صفقة تصدير ضخمة، الاندماج في شركة أخرى أو إجراء تطوير سلمي أو القيام بتوسيع في الطاقة الإنتاجية¹.

3-تنوع الأوراق المالية المتداولة في السوق.

تزداد كفاءة سوق الأوراق المالية كلما زاد اشاعها، أي كلما كانت السوق قادرة على استيعاب عدد كبير من الأوراق المالية المختلفة التي تجذب مختلف المستثمرين، و من ثم فإنه يلزم لجذب مزيد من المستثمرين المحليين و الأجانب بالأسواق الصاعدة تنويع الأوراق المالية بحيث تشمل على كافة الخصائص التي تقابل متطلبات المستثمرين من حيث: نوعية الورقة المالية المتاحة (حقوق ملكية-دين-تأمين) طرق إصدار و تداول هذه الأوراق، طرق حساب العوائد عليها، آجال استحقاقها، نوعية المصدر.

المبحث الثالث: استراتيجيات الاستثمار المحفظي و آثاره على سوق الأوراق المالية.

يترتب عن عملية الانتقال لرؤوس الأموال بين الدول و كذلك الاستثمار في أسواق رؤوس الأموال من طرف الأجانب العديد من الآثار الايجابية بالاضافة إلى الآثار السلبية. و هذا ما سنتم معالجته ضمن هذا المبحث إضافة إلى أهن استراتيجياته.

المطلب الأول: استراتيجيات الاستثمار المحفظي.

إن المستثمر بطبيعته يسعى إلى أن تكون مكونات محفظته مثالية لتحقيق التوقعات المالية التي أختار تشكيل محفظته عليها، لكن هذا يعتمد على مدى تحمل المستثمر للمخاطرة في الفرص الاستثمارية المتاحة أمامه، و عليه فإن الاستراتيجيات التي يعتمدها المستثمر تنقسم إلى نوعيين كما هو مبين ضمن هذا المطلب.

الفرع الأول: إستراتيجية الاستثمار السلبية.

تشير الإستراتيجية السلبية إلى اختيار الأصول المختلفة التي يتم الاستثمار فيها مع تحديد نسبة الأموال المستثمرة في كل منها مع الإبقاء على هذه المحفظة المالية دون تغيير يذكر، و لكن حتى في ظل إستراتيجية الاستثمار السلبي سوف يجد المستثمر نفسه مدفوعا نحو التغيير بسبب الضرائب و تكلفة المعاملات و الرغبة في الاحتفاظ بمستوى معين من الخطر و غيرها من العوامل التي تؤثر بالضرورة على تشكيلة المحفظة.

فالمستثمر الذي يؤمن بكفاءة السوق سوف يتمسك بإتباع سياسة الاستثمار السلبية طالما أنه مقتنع بصعوبة إيجاد أوراق مالية مسعرة تسعيرا خاطئا و بالتالي سوف يحرص على تقليل تكلفة المعاملات و على الحد من الوقت و الجهد و الموارد اللازمة لتحليل

2 عمار صايفي، مرجع سبق ذكره، ص ص 104، 105.

الأوراق المالية طالما أن أسعار هذه الأوراق سوف تعكس جميع المعلومات المتاحة في السوق في ظل فرض نظرية السوق الكفاء¹.

الفرع الثاني: إستراتيجية الاستثمار النشطة.

أما إستراتيجية الاستثمار النشطة فتشير إلى قيام المستثمر بتعديل تشكيلة الأصول و مقدار الأموال المستثمرة في كل منها بصفة مستمرة و ذلك بغرض تحقيق عوائد إضافية. و المستثمر الذي لا يفتقد في كفاءة السوق سوف نجده حريصا على إتباع الإستراتيجية النشطة من خلال البحث عن الأوراق المالية ذات الخلل السعري في محاولة للاستفادة من الفاصل الزمني الذي تستغرقه عملية استجابة أسعار السوق للمعلومات الجديدة و هو ما يميز السوق غير الكفاء.

هذه المجموعة من المستثمرين تتحمل تكاليف مرتفعة تتمثل أساسا في: تكلفة المعاملات و تكلفة تحليل الأوراق المالية و لكنها تفتقد في إمكانية تحقيق عوائد غير عادية تفوق هذه التكاليف الإضافية².

و في ضوء هاتين الإستراتيجيتين، يتوجب على مدير المحفظة أن يكون قادرا على ضبط و مراقبة العوائد التي تحققها المحافظ ليقوم بتقديم المخاطرة بشكل مستمر، و اعتماد مدخل القيم المعرضة للمخاطرة سيعزز من إمكانية الوصول بالمحفظة الاستثمارية إلى أفضل النتائج التي تحققها المؤسسة المالية لأنها تعطي مؤشرات عن مدى القدرة على تخفيض حدة المخاطرة السوقية باعتماد أدوات تحد من خطورتها من خلال اعتماد المشتقات المالية التي أصبحت أداة فعالة في إدارة المخاطر التي شهدتها الصناعة المالية في العقود الأخيرة.

المطلب الثاني: الانعكاسات الإيجابية للاستثمار المحفظي على سوق الأوراق المالية.

إن الاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية يحقق منافع عديدة للدول النامية، فهو يسهم إسهاما فعالا في تنشيط أسواق أوراقها المالية و في تطورها و ذلك من خلال⁴:

- ❖ المساهمة مباشرة في تمويل الشركات المحلية في السوق الأولية إما في صورة إقراض للتمويل (سندات) أو على شكل مشاركة في الملكية (أسهم)؛
- ❖ زيادة درجة سيولة الأوراق المالية حيث يستطيع المستثمر شراء هذه الأوراق و بيعها بسرعة و الحصول

1 محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى، «مبادئ و أساسيات الاستثمار»، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص ص 27، 28.

2 المرجع نفسه، ص 28.

1 محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى، «مبادئ و أساسيات الاستثمار»، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2006، ص ص 27، 28.

على أمواله متى أراد، مما يؤدي إلى زيادة الطلب عليها و ارتفاع قيمتها و انخفاض تكلفة الحصول على رأس المال الأمر الذي يشجع الشركات المحلية على طرح المزيد من الإصدارات و هو ما يدفع في النهاية إلى تنشيط سوق الأوراق المالية المحلية؛

❖ تحت المشاركة الأجنبية في سوق رأس المال المحلية على تطوير القواعد المحاسبية و نظم التقارير و على رفع مستوى الإفصاح عن المعلومات لأداء الشركات، و ذلك نتيجة طلب المستثمر الأجنبي-لا سيما المستثمر المؤسسي-لمستوى متقدم من القواعد و الإجراءات التنظيمية للتعامل و نظم المعلومات و الإفصاح الجيد و أيضا طلبه توافر مستوى متقدم من الخدمات التي تساعد على التداول مثل: شركات السمسرة، الحفظ و الإيداع و التسوية و المقاصة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة درجة نمو و كفاءة الأسواق الناشئة؛

❖ يؤدي تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى إيجاد حلقة حميدة تزيد من كفاءة السوق المحلية عن طريق الاتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تملك تكنولوجيا عالية متقدمة يكون لها أثرها في اجتذاب المزيد من التدفقات و زيادة المعرفة بتلك الأسواق مما يشجع بدوره على تنشيط الاستثمار الأجنبي.

المطلب الثالث: الآثار السلبية للاستثمار المحفظي على الأسواق المالية.

إن الخصائص التي يتمتع بها الاستثمار المحفظي مثل سرعة النمو و ضخامة الحركة، و سرعة التنقل من سوق إلى آخر و بصورة فجائية جعل هذا الأخير يتسبب في حدوث بعض الآثار السلبية للدول المضيفة، تمثلت تلك الآثار في حدوث أزمات على مستوى سوق الأوراق المالية و سيتم التطرق إلى بعض الأزمات المالية للأسواق الناشئة كنموذج لآثره السلبي.

الفرع الأول: أزمة المكسيك.

تعرضت المكسيك لأزمة مالية كبيرة في أواخر سنة 1994، نحاول ضمن هذا العنصر تسليط الضوء على أهم أسباب و آثار هذه الأزمة.

أولا: انفجار الأزمة.

بدأت الأزمة المكسيكية تتشكل في منتصف التسعينات و بالتحديد مع بداية التنفيذ الرسمي لاتفاقية التجارة الحرة لدول أمريكا الشمالية NAFTA عام 1994، ثم تفاقمت عندما انخفضت قيمة العملة الوطنية البيزو في 1995/01/31 بحوالي 40% من قيمتها في منتصف

ديسمبر 1994¹، و يعود ذلك بالتحديد، أن المكسيك و بداية من التسعينات، شهدت فترة تحرير شملت إزالة القيود على التدفقات رؤوس الأموال و خصخصة عدد من البنوك، صاحبها مزيد من تدفق رؤوس الأموال الأجنبية حيث بلغت قيمتها الإجمالية 91 مليار دولار خلال الفترة 1990-1993، مثل الاستثمار المحفظي منها 67%، و قد ساهمت تلك التدفقات في زيادة حجم الائتمان الممنوح من البنوك للقطاع الخاص، و كذا في إخفاء حقيقة العجز في حساب العمليات الجارية الذي بلغ سنة 1994 نحو 9% من الإنتاج المحلي الإجمالي، كما تدهورت المدخرات المحلية. و في عام 1993، ظهرت العديد من المخاوف حول كفاءة عمليات الاقتراض من البنوك نتيجة ارتفاع نسبة الديون غير قابلة للسداد في محفظة البنوك، مما أدى إلى انخفاض حاد في معدل نمو الائتمان الممنوع للقطاع الخاص، صاحبه ارتفاع في سعر الفائدة و تخفيض شديد للبيزو المكسيكي، و في ظل هذه الأجواء استشعرت الأسواق المالية قلقاً متزايداً حول استمرار العجز الكبير في الحساب الجاري و حدوث تخفيضات للعملة، عكست التدفقات الرأسمالية اتجاهها، و انسابت إلى خارج البلاد، حيث شهدت رؤوس الأموال المستثمرة في محفظة الأوراق المالية الانخفاض الأكبر حدة، فبعد أن كانت التدفقات الداخلة تقدر ب 23 مليار دولار عام 1991 تحولت إلى صافي تدفق ب (-14) مليار دولار عام 1995².

ثانياً: أسباب أزمة المكسيك المالية (1994-1995).

تمثلت أهمها في³:

- ❖ تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى المكسيك في أعقاب تنفيذها لبرنامج الإصلاح الاقتصادي عام 1989م، أدى إلى إخفاء حقيقة العجز في حساب العمليات الجارية و التدهور في المدخرات و تقييم العملة الوطنية بأعلى من قيمتها الحقيقية؛
- ❖ المغالاة في تقييم سعر صرف البيزو المكسيكي، مما أدى إلى ارتفاع شديد في الاستهلاك، و من ثم زيادة الواردات زيادة كبيرة، نتيجة قيام المستوردين باستيراد السلع التي يخشون أن تصبح أسعارها أعلى فيما بعد؛

1 ظريفة سلايمية، «تحديات العولمة و المعلوماتية على الدول النامية دراسة حالة الجزائر-» ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قامة، 2003-2004، ص 115.

1 رمضان علي الشراح، «الأزمات المالية العالمية: أسبابها-آثارها-انعكاساتها على الاستثمار بدولة الكويت» ، ورقة بحث مقدمة إلى الملتقى الدولي: «آفاق الاستثمار» لمواجهة التحديات، مجلس التعاون بدول الخليج، الهيئة العامة للاستثمار بالسعودية، الكويت، يومي: 28/27 أبريل، 2009، ص7.

2 «أزمة المكسيك 1994-1995»، (2013/01/04)، عن الموقع: www.pdf.org.ps/site/?q=pages/view/6421، يوم: 2013/03/20.

❖ أدى تفاقم المشاكل التي خلفتها المغالاة في تقييم العملة إلى زيادة الاعتقاد في أنها لن تختفي دون خفض في قيمة العملة، وأن تأجيل الإصلاح يؤدي إلى تكلفة أعلى بها؛

❖ سلسلة الاضطرابات المالية و التقلبات في سعر الصرف التي مر بها الاقتصاد المكسيكي، كانت نتيجة

مباشرة لعوامل اقتصادية خارجية و عوامل سياسية داخلية، و أدت العوامل الخارجية لانخفاضات متتالية في الاستثمارات غير المباشرة، وأسهمت العوامل الداخلية في إشاعة جو من الغموض الشديد على المستوى الاقتصادي و التساهل في السياسة النقدية خلال عام 1994، والتي أدت توسيع سريع في الائتمان الممنوح من البنك المركزي المكسيكي للبنوك، و الائتمان الممنوح من البنوك التجارية و بنوك التنمية للقطاع الخاص؛

❖ تعويم البيزو المكسيكي و تخلي الحكومة عن التزامات بإدارة نظام سعر الصرف مما أدى إلى آثار سلبية شديدة على توقعات الأسواق المالية حيث هبطت قيمة البيزو حوالي 40% في 1995/01/31؛

❖ تثبيت سعر الصرف جعل من الصعب درء هجمات المضاربة التي تزداد عندما يكون النظام المالي

ضعيف، إضافة إلى أن الزيادات المطلوبة في سعر الفائدة من أجل دعم سعر الصرف لها تأثير سلبي على النظام المالي و تسبب أزمة في هذا القطاع. و أدت الأزمة في المكسيك إلى حدوث عجز كبير في ميزان المدفوعات، وتوقفت معه المكسيك عن سداد الديون الخارجية مع حدوث زيادة سريعة في معدلات التوسع النقدي الذي ساهم في المضاربة على العملة المكسيكية التي انهارت بشدة مما استدعى تدخل سريع للانتعاش من الو م أ و صندوق النقد الدولي.

ثالثا: آثار الأزمة المكسيكية على المستوى الإقليمي و الدولي.

ترتب عن الأزمة المالية التي عصفت بالاقتصاد المكسيكي ما بين عامي 1994-1995 آثار سلبية سواء على المستوى المحلي من جهة، أو المستوى الإقليمي و الدولي من جهة أخرى¹:

1- آثار الأزمة على المستوى المحلي.

تكمن أهم آثار الأزمة المكسيكية على المستوى المحلي فيما يلي:

¹ «الأزمة المالية المكسيكية»، (2009/05/13)، عن الموقع: www.etudiant.dz.net/vb/show_thread.php?t=20037، يوم: 2013/03/11.

- ❖ تعرض الاقتصاد المكسيكي إلى حالة من الكساد أكثر بكثير من توقعات حكومة (أرنستو زيديللو) الذي انتهج سياسة تقشفية تهدف إلى التخلص من عجز الموازنة و الحد من التضخم و القيام بإصلاح اقتصادي شامل؛
- ❖ أدى ارتفاع أسعار الفائدة المحلية بشدة بعد انخفاض البيزو إلى ضغوط على صافي دخل البنوك من هوامش الفائدة في المدى القريب؛
- ❖ كان هناك قلق بشأن التصنيف الائتماني للبنوك المكسيكية في أعقاب انخفاض قيمة البيزو مما سيكون له انعكاسه الضار بالنظام المصرفي المكسيكي الذي يعاني من مشاكل حقيقية؛
- ❖ الأمر الذي سيجري عليه حالة من الفوضى في عمليات الإصلاح الهيكلي اللازمة للبنوك، كي تكون قادرة على مواجهة آثار عملية التحرير و المنافسة المتزايدة؛
- ❖ عانت بعض البنوك المكسيكية في حالة انخفاض جودة الأصول، وتدني مستوى الاحتياطيات، مما اضطرها إلى اللجوء إلى تسهيلات من البنك المركزي للحصول على الأموال اللازمة لدفع الالتزامات بالعملة الصعبة.

2- آثار الأزمة على المستوى الإقليمي و الدولي:

فضلا عن الآثار المحلية للأزمة المكسيكية هناك آثار إقليمية و دولية، تتمثل في الاضطرابات التي تعرضت لها البورصات و أسواق المال في أمريكا اللاتينية، وأيضاً تدهور قيم مجموعة من العملات في الأسواق المالية بسنغافورة، لندن، نيويورك، و هذا بداية من 12/01/1995، وذلك تزامناً مع موجة الشكوك حول قدرة المكسيك على خدمة ديونها و على مدى استعداد المجتمع لتقديم نوع من المساعدات، و أهم العملات التي تعرضت للانخفاض الزلوتي البولندي، الباهت التايلندي و البيزو الأرجنتيني.

هذا الوضع دفع المستثمرين في الدول النامية إلى التخلص من الأوراق المالية التي يملكونها في الأسواق الناشئة بغية الحصول على عملات صعبة (مارك، دولار، فرنك سويسري، ين ياباني). هذا السلوك أدى إلى انخفاض عمولات الأسواق الناشئة بشكل يبدو متنافساً إذ مس عملات دول ليس بينها أي تنسيق اقتصادي، مثلما الحال بالنسبة للمجر و

اندونيسيا، ليجد محافظو البنوك المركزية لدول جنوب شرق آسيا أنفسهم أمام قرار رفع أسعار الفائدة في بلدانهم طمعا في إغراء المستثمرين على الحفاظ بما لديهم من عملات هذه الدول، لتحذوا حدودهم كل من الأرجنتين، بولونيا و البرازيل.

و لم يتوقف الأمر إلى هذا الحد فحسب بل شمل انخفاض الدولار الأمريكي، الذي نتج عنه تخوف محافظ الاحتياطي الفدرالية و الشعور بالخطر مما دفع به للإعلان أمام مجلس الشيوخ الأمريكي أن هروب رؤوس الأموال على المستوى العالمي و لجوؤها إلى عملات أكثر جودة كالين، و المارك الألماني تهديد للتوجه العالمي باتجاه السوق و الديمقراطية.

لقد أظهرت الأزمة المكسيكية حقيقة مفادها أن الاقتصاد العالمي في ظل العولمة ليس محكوما بموازين القوى التقليدية (دول و هيئات) و إنما هناك قوة جديدة هي السوق المالية الدولية بامتدادها و ترابطها كما لها من قوة تدميرية.

الفرع الثاني: أزمة جنوب شرق آسيا.

شهدت أسواق الأوراق المالية لدول جنوب شرق آسيا (النمور الآسيوية) انهيارا كبيرا منذ

1997-10-02م و الذي أطلق عليه بيوم الاثنين المجنون حيث ابتدأت الأزمة من تايلندا ثم انتشرت بسرعة إلى بقية دول المنطقة حيثما سجلت أسعار الأسهم فيها معدلات منخفضة بشكل حاد.

أولا: انفجار الأزمة.

لقد أعطى نظام سعر المصرف الثابت في بلدان جنوب شرق آسيا إحساسا زائفا بالأمان، مما شجع هذه البلدان على إبرام ديون ضخمة مقومة بالدولار، إضافة إلى هذا فإن صادرات هذه البلدان كانت ضعيفة في منتصف التسعينات بسبب ارتفاع قيمة الدولار الأمريكي مقابل الين الياباني و قيام الصين بخفض قيمة عملتها في عام 1994م، و قد انعكست تدفقات رؤوس الأموال الضخمة إلى الداخل و ضعف الصادرات في اتساع عجز الحساب الجاري إضافة إلى أن قسما كبيرا من التدفقات كان في صورة إقراض قصير الأجل، مما جعل هذه البلدان معرضة للصدمات الخارجية. و بفعل عمليات المضاربة على سعر العملة و تدني الأرباح في أسواق الأسهم، اضطرت السلطات النقدية في تلك الأسواق إلى رفع سعر الفائدة بهدف وقف التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي و محاولة تشجيع مختلف المستثمرين الحائزين للدولار الأمريكي على تحويل المبالغ الموجودة لديهم إلى العملات الوطنية.

و عليه فقد ارتفعت أسعار الفائدة إلى حد 25% في تايلندا، و 35% في كوريا، و ضلت عند هذا الحد لعدة أيام، مما اضطر بالمستثمرين في هذه الأسواق إلى التخلي عن الأوراق المالية و إيداع قيمتها في البنوك للاستفادة من سعر الفائدة المرتفع. مما نتج عنه زيادة المعروض من الأوراق المالية في السوق دون أن تقابله طلبات شراء و هذا ما أدى إلى انخفاض شديد في أسعار الأسهم وصل إلى 25% و 50% من الأسعار السائدة في

السوق. و تزامن هذا مع فشل الحكومة في الحفاظ على قيمة العملة تسبب و بصورة فورية في تراجع حاد لأسعار الأسهم بعد أن قرر الأجانب الانسحاب من السوق¹.

ثانيا: أسباب أزمة جنوب شرق آسيا.

عموما تتلخص أهم الأسباب الرئيسية لأزمة جنوب شرق آسيا ضمن النقاط التالية²:

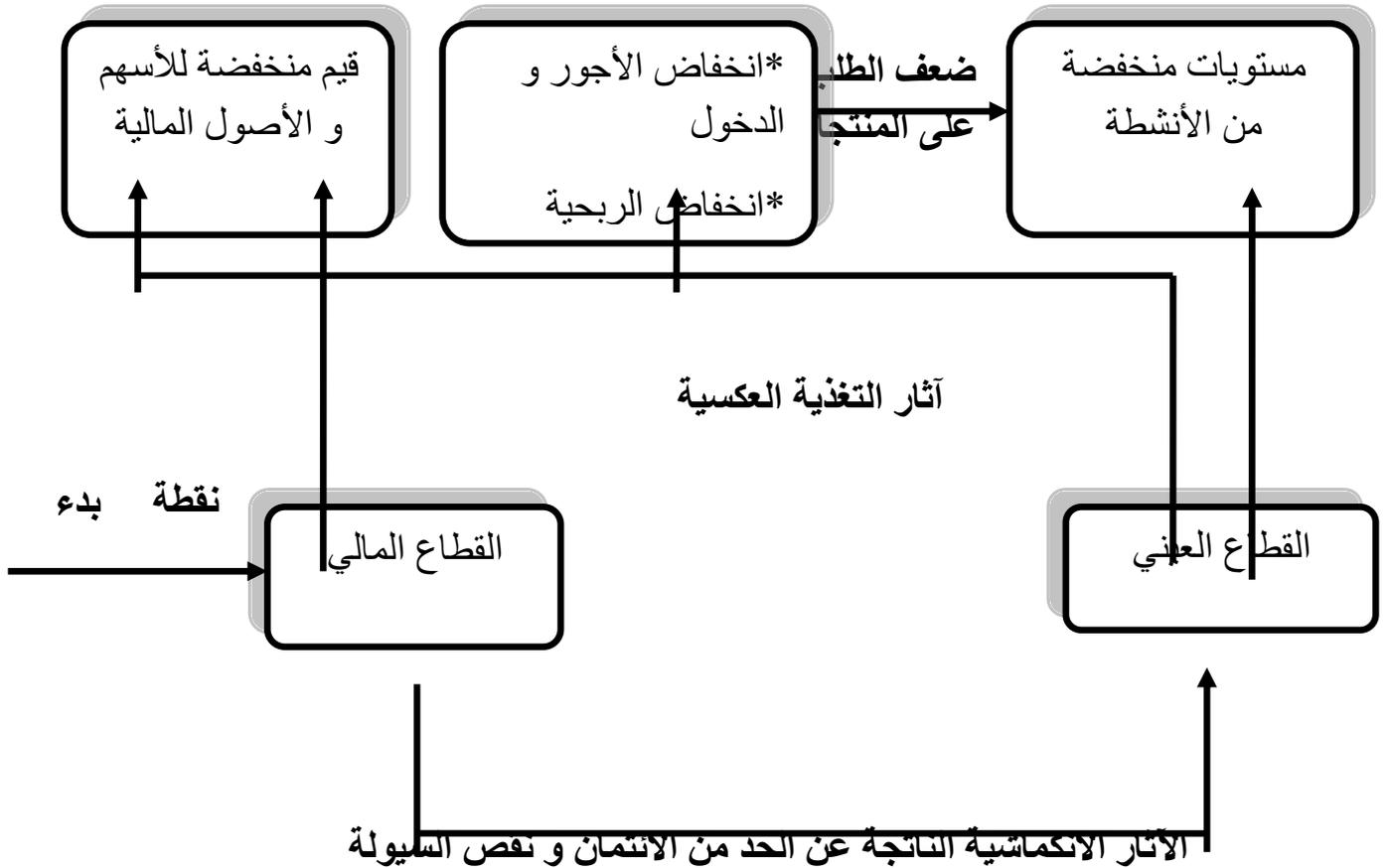
- ❖ كثرة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية نحو هذه البلدان بسبب النمو الاقتصادي المرتفع، والاستقرار السياسي و إلغاء أوجه الرقابة على حركة رؤوس الأموال؛
- ❖ منح قروض للقطاع الخاص دون ضمانات كافية؛
- ❖ ضعف الجهاز المصرفي والمالي و عدم القدرة على تطويره، بالإضافة إلى انسحاب الحكومة من القطاع المصرفي نتج عنه عدم كفاءة التخصيص المحلي للموارد الأجنبية؛
- ❖ حرية البنوك في الاقتراض من الأسواق العالمية بأسعار فائدة منخفضة مما أدى إلى زيادة الإنفاق وتحويل الاستثمارات في الأوراق المالية إلى إيداعات البنوك بسبب الرفع في أسعار الفائدة للحد من التحويلات من العملة الوطنية إلى العملات الأجنبية.
- و الحقيقة التي تمكن ذكرها أيضا أن الأزمات المالية التي مرت بها المنطقة الآسيوية خلال عامي:

1997-1998 لم تعصف بالاقتصاد العيني (الإنتاجي و التصديري) لأنه يقوم على ركائز قوية متينة ، و تشبه هذه الأزمة بحادث سيارة نتج عنه تحطم الهيكل الخارجي للسيارة و بقي المحرك سليما، فإذا قمنا بعملية الترميم للسيارة فإنها تستأنف السير على الطريق من جديد بأسلوب أكثر حذر ومهارة، و هكذا فإن عناصر القوة في التجربة الآسيوية تظل عناصر حقيقية و لم تهتز بطول الأزمة المالية، و لا شك أنها عانت من حالة انكماش اقتصادي و بطالة خلال عامي 1998-1999. و لكن مع قدوم عام 2000 استعادت تلك الدول عافيتها الاقتصادية و الشكل التالي يوضح ديناميكية العلاقة للقطاع المالي و القطاع العيني في ظل الأزمة الآسيوية³.

و الشكل التالي يوضح ما سبق:

1 هشام بخوش و آخرون، «الأزمة المالية العالمية و تأثيرها على الاقتصاد الجزائري» ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر ، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة 1945/05/08،قائمة 2010/2009، ص ص 30، 31.
2 مرجع نفسه ، ص 32.
3 هشام بخوش و آخرون ، مرجع سبق ذكره ، ص 33.

الشكل رقم (07): ديناميكية العلاقة بين القطاع المالي و القطاع العيني في ظل الأزمة الآسيوية.



المصدر: إحسان بوبريمة، « دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية- دراسة حالة الاستثمارات المحفظية في الأردن للفترة الممتدة من 1996-2005 »، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة 1945/05/08، قامة، 2006-2007، ص 32.

ثالثا: الانعكاسات الإقليمية و العالمية للأزمة. يمكن إجمال أهم آثار الأزمة في¹:

1- الانعكاسات الإقليمية.

بدأت الأزمة المالية الآسيوية ، في تايلندا ثم امتدت إلى إقليم جنوب شرق آسيا بأكمله ، وخلال الأشهر الستة مابين يوليو 1997 ، تراجعت أسعار الأسهم بنسبة 49% في كوريا الجنوبية، و بنسبة 48.6% في اندونيسيا ، و بنسبة 41% في تايلندا، و بنسبة 32.7% في الفلبين . و استمر ذلك الانخفاض حتى سبتمبر 1998، ليصل إلى نسبة 64.7% في اندونيسيا، و نسبة 38.6% في سنغافورة، و نسبة 38.5% في الفلبين و نسبة 37.3% في ماليزيا، و نسبة 17% في تايلندا، كما أدى الانخفاض في البورصات إلى تدفقات سالبة لرأس المال حيث تحولت التدفقات الوافدة بقيمة 97 مليار دولار في عام 1996 إلى تدفقات خارجة بقيمة 12 مليار دولار عام 1997. كما أدت هذه التدفقات في البلدان المتضررة إلى الزيادة في الطلب على العملات الأجنبية و خصوصا الدولار الأمريكي مما أدى بالضرورة إلى خفض قيمة العملات مجددا.

هذا وشهد معدل البطالة في المنطقة ارتفاعا كبيرا ففي تايلندا ارتفع المتوسط السنوي للبطالة من نسبة 1.54% عام 1996 إلى نسبة 5.6% عام 1998 و استمر الوضع في التدهور، حيث كان يتم تسريح 2000 عامل يوميا منذ بداية يوليو 1998 و في كوريا الجنوبية ارتفع معدل البطالة من 2.3% إلى 7%.

2- الانعكاسات العالمية.

أثرت الأزمة كذلك على البلدان الصناعية و أولها اليابان، باعتبارها دائما صافيا للبلدان المتضررة . وخلال الفترة من يوليو 1997 إلى يوليو 1998، فقد الين الياباني نسبة 20.4% من قيمته، و تراجعت بورصة طوكيو بنسبة 39.1% ، و انكمش الاقتصاد الياباني بنسبة - 1.8% ، و استمر هذا الانكماش بنسبة -28% عام 1998، و يرجع ذلك إلى تناقص الطلب في الاقتصاديات المتضررة و إلى ضعف الطلب الخاص كنتيجة لفقدان الثقة في القطاع المالي.

كما كانت بلدان شرق آسيا تساهل بقدر كبير في الطلب العالمي، فقد كان لديها عجز كبير في ميزان الحساب الجاري تقوم بتمويله من خلال تدفقات رأس المال قصيرة الأجل، و كنتيجة للأزمة، اضطرت تلك البلدان إلى خفض ذلك العجز وبالتالي خفض إسهامها في

1 ظريفة سلايمية، مرجع سبق ذكره، ص ص 125، 126.

الطلب العالمي، و قد تظهر تأثيرات ذلك على الأسواق الأمريكية و الأوروبية، مما يعني بدوره انخفاض صافي صادرات الأسواق الأمريكية و الأوروبية إلى منطقة الأزمة. أيضا أثرت الأزمة على البلدان النامية، فمع حلول أكتوبر 1998، بدأت بلدان أمريكا اللاتينية، و شرق أوروبا بما فيها روسيا، تشعر بتأثيرات الأزمة من خلال تدهور أسواق الأوراق المالية و ارتفاع أسعار الفائدة. و بعد مرور عام على وقوع الأزمة الآسيوية، دخل الاقتصاد الروسي في أزمة خطيرة بعد خفض قيمة الروبل و تدهور الأسواق المالية و أسواق العملات، و حسب مصادر البنك الدولي، تسببت الأزمة الآسيوية في تراجع النمو لدى بلدان أمريكا اللاتينية بنسبة 1% سنة 1998، ليصل إلى 27% بعد أن كانت نسبته 5% عام 1997.

كما شهدت تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إلى البلدان النامية تراجعاً كبيراً عقب الأزمة مباشرة، و تمثل ذلك أساسياً في العزوف عن القيام باستثمارات جديدة في الأسواق الصاعدة كما عان الاقتصاد العالمي من انخفاض كبير في أسعار السلع، فقد سجلت أسعار النفط و السلع غير النفطية تراجعاً مستمراً خلال عام 1998. و بحلول مارس 1999، كانت أسعار السلع غير النفطية أقل بأكثر من 15% عن مستواها في السنة السابقة، و في تطور لاحق، تراجع طلب البلدان الصناعية على السلع و الخدمات القادمة من البلدان النامية، مما كان له تأثيرات سلبية على مصدري المنتجات النفطية و المواد الخام.

✓ لقد كان للاستثمار المحفظي انعكاسات جمة على سوق الأوراق المالية منها ما هو إيجابي ساهم في تطور و

تنامي الأسواق المالية من خلال تمويل الشركات المحلية و زيادة درجة سيولة الأوراق المالية وإمكانية شراء المستثمر لهذه الأوراق وبيعها بسهولة، والرفع من مستوى الإفصاح عن المعلومات لأداء الشركات وهو ما يؤدي إلى زيادة كفاءة السوق المحلية، ومنها ما سلبي لكونه يتميز بارتفاع درجة تقلبه وسعيه الدؤوب نحو الأرباح السريعة، كما انه من السهل التخلص منه عن طريق البيع في الأسواق و هذا ما قد يؤدي إلى اضطرابات في السوق المالية ووقوع الأزمات.

خلاصة الفصل الثاني.

ختاما ما نستخلصه أن الاستثمار في محفظة الأوراق المالية هو استثمار ينطوي على تملك الأفراد أو الهيئات والشركات على بعض الأوراق المالية دون ممارسة أي نوع من الرقابة أو المشاركة في تنظيم وإدارة المشروع الاستثماري مستعملا في ذلك أدواته المتمثلة في الأوراق المالية و صناديق الاستثمار يمتاز بكونه يتجه عادة نحو الأغراض الاستهلاكية، و لا يعمل على نقل الخبرات، و يشترط وجود سوق مالية منظمة، كما يهدف إلى استمرار الدخل و تنويع و توزيع المخاطر، و لقد أسهم إسهاما فعالا في تنشيط أسواق الأوراق المالية و في تطورها من خلال مساهمته في زيادة درجة سيولة الأوراق المالية. و تمويل الشركات المحلية في السوق الأولية و زيادة كفاءة السوق المالية، و كما كان له أثار إيجابية فقد انطوى على قدر من المخاطر السلبية على السوق المالية لكونه يسعى نحو الأرباح السريعة و لا يمكن التخلص منه بسهولة، و من أجل السيطرة على بعض المخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، تعتبر أفضل طريقة يتبعها المستثمر لحماية استثماراته و مدخراته من المخاطر هي: تنويع استثماراته و توزيعها على أنشطة اقتصادية متعددة دون التركيز على نشاط اقتصادي واحد، حيث يكون التنويع هدفا من أهداف السياسة الاستثمارية، و على الرغم من أن التنويع لا يؤدي إلى تجنب المخاطر بصورة كلية فإنه يقللها بصورة ملحوظة الأمر الذي تسبب في ظهور العديد من الأزمات.

تمهيد.

لقد سعت البلدان العربية نحو استقطاب الاستثمار الأجنبي من خلال تعديل و تطوير التشريعات التي تحكم إصدار الأوراق المالية ، و إزالة القيود أمام المستثمر الأجنبي و زيادة الإفصاح و الشفافية حتى ترتقي بأداء أسواقها المالية . و قد حاولنا تتبع أداء البورصات العربية خلال الفترة 2011-2008 والتي رصد تطوراتها صندوق النقد العربي .

ومن بين البورصات العربية نجد بورصة تونس للأوراق المالية التي جاء إنشاؤها نتيجة للتطورات الاقتصادية التي مرت بها تونس ، حيث قامت بمجموعة من التعديلات لجذب الاستثمار المحفزي خاصة ، الذي انعكس عليها بالإيجاب و السلب و حاولنا تبيان ذلك من خلال تطرقنا لتدفق الاستثمار المحفزي ببورصة تونس و فيما يلي عرض تفصيلي لكل ذلك .

المبحث الأول: البورصات العربية و الاستثمار المحفظي بها.

البلدان العربية كغيرها من بلدان العالم تحاول استقطاب الإستثمار الأجنبي لما له من منافع و فوائد لها لذا تعاضم اهتمامها بتطوير أسواق أوراقها المالية بدليل صدور عدد من التشريعات التي تحكم إصدار الأوراق المالية وإزالة القيود أمام الأجانب فيما يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية ، و زيادة الإفصاح و الشفافية في المعلومات حتى ترتقي بالأسواق المتقدمة ، كل هذا فتح المجال أمام المستثمر الأجنبي في البلدان العربية ، حيث أصبح الاستثمار المحفظي كمصدر تمويل لها و بالتالي بروز دوره و أهميته في تطوير أسواق المال العربية. و هذا ما سنتطرق إليه بالتفصيل:

المطلب الأول: التطورات التنظيمية و التشريعية.

عملت الحكومات في العديد من الدول العربية منذ مدة على تطوير أسواق الأوراق المالية التابعة لها بتنفيذ إصلاحات واسعة غطت جميع جوانب هذه الأسواق ؛ كما عملت على إدخال أحدث الأساليب و المعايير المتعارف عليها دوليا للعمل فيها من أجل الارتقاء بأدائها و يمكن إجمالها في الآتي¹:

الفرع الأول: تطور الأطر التشريعي.

لقد اتبعت البلدان العربية سياسات لتطوير الأطر التشريعية و القانونية لبورصاتها بما يضمن خلق الحواجز و تطور هذه الأسواق، و يأتي في المقدمة التشريعية قانون سوق الأوراق المالية و لوائحه التنفيذية و قانون الشركات و القوانين ذات التأثير المباشر على السوق كقانون البنوك و المؤسسات المالية.

ففي إطار العمل الجاري على تحديث و تطوير الأطر التشريعية النظامية الأسواق المالية العربية ؛ قامت بورصة عمان بإقرار عدة تشريعات تتعلق بالنظام الداخلي للبورصة الذي يحدد شروط العضوية و البيانات و المعلومات التي يتوجب على الشركات تزويد البورصة بها عند تقديمها طلب عضوية و تعليمات إدراج و تداول الأوراق المالية، و إصدار لائحة سلوكيات السوق بهدف حماية المستثمرين من الممارسات الغير العادية أو غير السليمة، مما أدى إلى سوقين، السوق الأولي و السوق الثانوي و ذلك بحسب معايير حقوق المساهمين و الأسهم الحرة للشركة و عدد المساهمين و الربحية.

الفرع الثاني: تطور قوانين الشركة.

استهدفت التعديلات على وجه الخصوص ما يلي:

❖ الشروط و المزايا لإنشاء شركات المساهمة و الأحكام المتعلقة بانتقال ملكية الأوراق المالية؛

❖ تطوير الضوابط التنظيمية التي تحكم نشاط و متطلبات إصدار الأوراق المالية؛

¹ سوق الأوراق المالية «عن الموقع: <http://www.ninjaawy.com/showthread.php> ، يوم: 24 / 03 / 2013.

❖ حماية المساهمة أو المستثمرين بتطوير القوانين المتعلقة بحقوق و واجبات كل منهم.
الفرع الثالث: تعديل و تطوير الأنظمة الضريبية.

ساهمت التعديلات و التطورات في تعزيز الأوراق المالية و خلق الحوافز لدفع النشاط الاستثماري و التعامل في الأوراق المالية من خلال تشجيع تحويل الشركات المغلفة إلى شركات مساهمة عامة ح و إدراج أسهمها في البورصة يمنح بعض المزايا الضريبية ، فعلى سبيل المثال بتخفيض الضريبة على الأرباح من 25% إلى 20% لكفالة الشركات التي تقوم بتعويم 30% على الأقل من رأسمالها.

تخفيض أو إلغاء الضريبة على العوائد الجارية و الفوائد و الضرائب على الأرباح لرأسمالها الناتجة عن التعامل في الأوراق المالية، كعامله بعض منها صناديق لاستثمار معاملة المستثمر الفرد ، فيما يخص ضرائب التعامل بالأوراق المالية.

الفرع الرابع: تعديل و استحداث قوانين جديدة خاصة بسوق البورصة.

لقد استهدفت التعديلات المستمرة في الأحكام و التشريعات الخاصة بسوق البورصة إلى توفير المزيد من الثقة و حماية المستثمرين و تعزيز الثقة و الشفافية في الإفصاح و تبسيط عمليات و إجراءات التداول و التسوية و يتم ذلك من خلال :

❖ تطوير القوانين الخاصة بمهنة المحاسبة و التدقيق؛

❖ إلزام الشركات بالإفصاح الفوري عند حدوث أي تغييرات في أنشطتها؛

❖ فرض الأحكام على ظاهرة تسرب أو استغلال معلومات خاصة و حماية صغار المستثمرين من

المستثمرين الأجانب ، ففي مجال الإفصاح ، قامت الشركات المدرجة في السوق الأولي في بورصة عمان و لأول مرة في تاريخ سوق رأس المال الأردني بتزويد البورصة بتقاريرها الفصلية المراجعة من قبل المدققين الخارجيين بهدف إضفاء المزيد من المصداقية و الثقة على البيانات و المعلومات ، و وصلت نسبة الالتزام بهذه التعليمات على 95% من إجمالي الشركات المدرجة في السوق الأولي حين قدمت تقاريرها خلال شهري انتهاء الربع المعني. و في السعودية أصدرت هيئة الأوراق المالية شروط الإدراج في البورصة التي ركزت على الإفصاح عن كل ما يؤثر على أسعار الأوراق المالية الصادرة عن هذه الشركات و ذلك لضمان مساواة فرص جميع المستثمرين في الوصول إلى المعلومات .

و في مصر، قرر مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال تعديل الإدراج و الشطب للأوراق المالية ، حيث يلزم الشركات موافاة الهيئة و البورصة بصورة من القوائم المالية السنوية فور إعدادها من قبل مجلس الإدارة و تقرير مدققي الحسابات على أن يكون ذلك قبل بداية جلسة التداول في اليوم الثاني من إعدادها على الأكثر ، و التزامات الهيئة و البورصة بموافقتها بصورة من تلك القوائم المالية خلال عشرة أيام من تاريخ اعتمادها من قبل الجمعية العامة للشركة ، و صورة من القوائم الفصلية ، و تقرير مدقق حسابات الشركة و ذلك خلال 45

يوما على الأكثر من تاريخ الفترة المذكورة كما ألزم هذا التعديل الشركات المدرجة في البورصة بتزويد الهيئة بالتقرير السنوي لمجلس إدارة الشركة المعنية.

الفرع الخامس: تحسين البنية التحتية.

إن البنية التحتية تشمل نظام التداول و أنظمة و آليات الدفع و المقاصة و التسوية و الحفظ المركزي . و أجهزة خدمات المعلومات التي تساعد على تعزيز الشفافية و تقليل المخاطر و دقة عمليات التداول ، و قد عملت البورصات العربية على تطويرها من خلال:

❖ مكننة أنظمة التداول لديها باستخدام أنظمة حديثة كما هو الحال في كل من تونس ، الكويت ، مصر ، المغرب ، عمان؛

❖ إنشاء مراكز إيداع و حفظ مركزي مستقلة عن البورصة؛

❖ استخدام وسائل اتصال حديثة كالإنترنت و الصحف لنشر المعلومات و البيانات عن أنشطتها و أداء

الشركات بها و القوانين الحاكمة لها.

و كذلك في قطر فقد قام سوق الدوحة للأوراق المالية بإدخال تعديلات على نظامه الداخلي بهدف تعزيز جوانب الإفصاح و الشفافية كما طلب سوق الدوحة للوراق المالية من الشركات المساهمة العامة و المدرجة بضرورة تقديم تقارير نصف سنوية عن نشاطها و بياناتها المالية و ذلك خلال 45 يومان.

المطلب الثاني: تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (2008-2011).

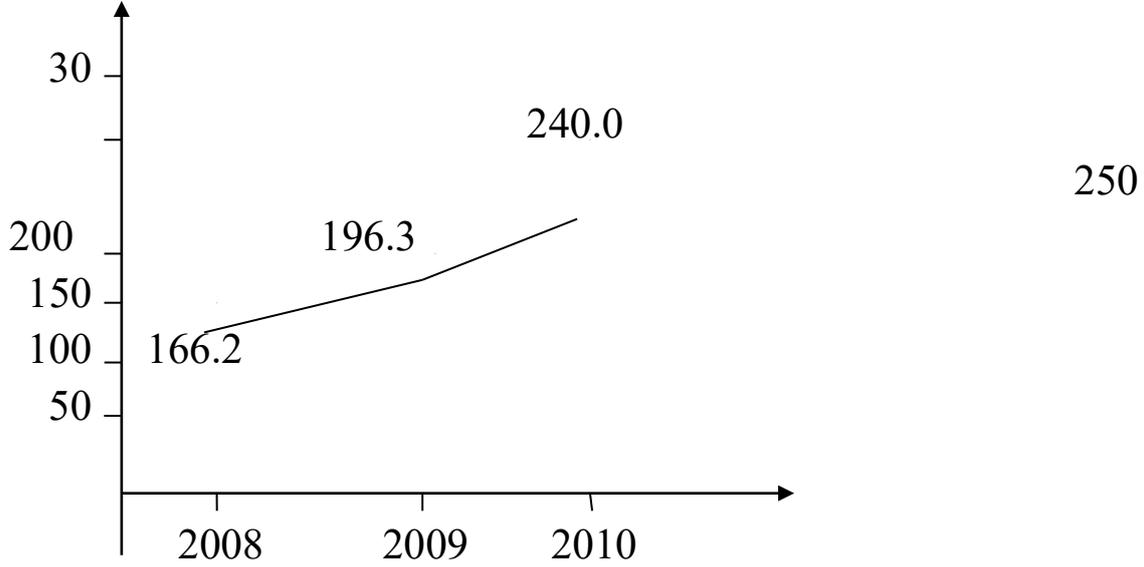
تؤكد البيانات المتاحة حدوث نشاط ملحوظ في أداء البورصات العربية مجتمعة والتي يرصد تطورها صندوق النقد العربي خلال الفترة 2008-2011 و فيما يلي عرض لأهم مؤشرات أداء البورصات العربية خلال الفترة سابقة الذكر.

الفرع الأول: المؤشر المركزي لصندوق النقد العربي (2008-2011).

الشكل الموالي يوضح تطور المؤشر المركب للصندوق النقد العربي الذي يقيس أداء أسواق الأوراق المالية العربية مجتمعة.
المؤشر المركب للصندوق.

يشمل المؤشر المركب لصندوق النقد العربي 16 سوقا مشاركا في قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية لصندوق النقد العربي و على بورصة عمان، سوق البحرين للأوراق المالية، بورصة الأوراق المالية بتونس ، سوق الأسهم السعودي، سوق مسقط للأوراق المالية بورصة بيروت، بورصتي القاهرة و الإسكندرية، بورصة القيم المنقولة

بالدار البيضاء، سوق أبو ظبي للأوراق المالية، سوق دبي، سوق الدوحة للأوراق المالية، سوق الخرطوم للأوراق المالية، بورصة الجزائر، سوق فلسطين للأوراق المالية.
شكل رقم (08): المؤشر المركب لصندوق النقد العربي للفترة (2009-2010).



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

- التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، منشورات صندوق النقد العربي، 2009، ص130 ؛
- التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، منشورات صندوق النقد العربي، 2010، ص257؛
- التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، منشورات صندوق النقد العربي، 2011، ص241.

من خلال الشكل السابق يتضح لنا الارتفاع المستمر للمؤشر المركزي لصندوق النقد العربي خلال الفترة (2008-2011). إلا أنه تجدر الإشارة أن سنة 2008 عرفت انخفاض شديد في المؤشر إذ انتقل من 328.7 نقطة في نهاية 2007، ليصل إلى 166.2 نقطة في نهاية 2008. و يعود هذا الانخفاض للتراجع الملحوظ في أداء غالبية الأسواق المالية العربية ، من ناحية أحجام التداول و الأسعار و القيم السوقية للأسواق. و عموما أنه خلال هذه السنة تراجعت الأسواق العربية بنسب أعلى من نسب التراجع التي شهدتها معظم الأسواق الناشئة و الدولية ، ما نجم عنه انخفاض إجمالي للقيمة السوقية لهذه الأسواق من 1338 مليار دولار 2007 إلى 769.6 مليار دولار أمريكي سنة 2008 أي بنسبة انخفاض بلغت 42.5%.
ليشهد بعد ذلك و ابتداء من سنة 2009 إرتفاع في المؤشر المركب لصندوق النقد العربي بنسبة 18.1 % ليصل 196.3 نقطة في نهايتها. ليعكس بذلك هذا الارتفاع التعافي النسبي لأسواق المال العربية من تداعيات الأزمة المالية العالمية ، و إن كان هذا التعافي لم يتجاوز بعد الخسائر الكبيرة التي منيت لها الأسواق العربية خلال عام 2008 و بداية سنة 2009.

وواصل المؤشر ارتفاعه بنسبة 7.3 % خلال عام 2010 ليصل نحو 240 نقطة ليعكس بذلك مواصلة تعافي أسواق المال العربية من تأثيرات الأزمة المالية العربية و تداعيات أزمة ديون شركات دبي التي أثرت على أداء البورصات العربية ، و خاصة بورصة دول مجلس التعاون الخليجي خلال الأشهر الأخيرة من سنة 2009. أما بخصوص سنة 2011، فقد أظهر المؤشر المركب لصندوق النقد العربي انخفاضا خلال سنة 2011 بنحو 11.8 علما أن هذا الانخفاض يعود أساسا إلى التقلبات المرتفعة التي شهدتها بعض البورصات العربية في حركة مؤشرات أسعارها خلال 2011 بالمقارنة مع الأعوام السابقة و ذلك انعكاسا للتطورات السياسية التي شهدتها المنطقة العربية، و وصلت نسبة التقلب، مقاسة بالانحراف المعياري للتغيير في مؤشر الأسعار، أعلاها لدى البورصة المصرية بنسبة 31.1 % يليها سوق دبي المالي بنسبة 17.8 %، فبورصة تونس بنسبة 15 % و في المقابل كانت بورصات عمان، الكويت و البحرين الأقل هذا العام ¹ .

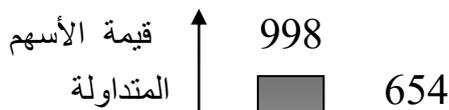
الفرع الثاني: نشاط التداول في البورصات العربية.

للقوف بصورة أوضح على نشاط التداول في البورصات العربية خلال فترة الدراسة نقوم بدراسة المؤشرات الآتية:

أولاً: قيمة الأسهم المتداولة.

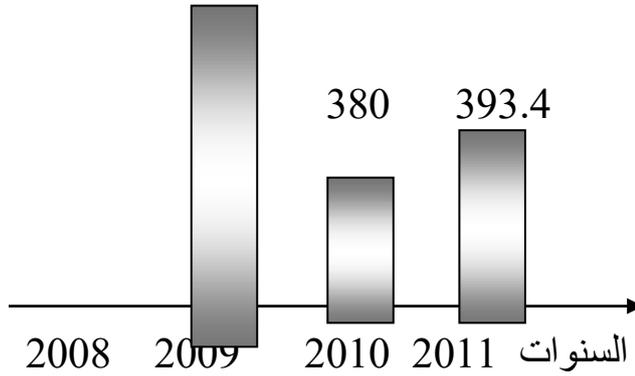
يتضح من الشكل (09) الانخفاض المستمر في قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة 2008-2010. إذ نلاحظ تراجع أحجام التداول ب نسبة 35 % سنة 2009 مقارنة مع سنة 2009 لتصل القيمة إلى 654 مليار دولار مقابل 998 مليار دولار سنة 2008 ، ليستمر تراجع أحجام التداول بشكل كبير خلال سنة 2010 مقارنة بما كانت عليه في العام السابق ، فقد انخفضت القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة للعام الثاني على التوالي بنسبة بلغت نحو 42 % لتصل القيمة الإجمالية إلى نحو 380 مليار دولار سنة 2010. بينما بلغت قيمة الأسهم المتداولة لمجموع البورصات العربية خلال سنة 2011 حوالي 393.4 مليار دولار ، أي أعلى بنحو 3.2 مقارنة بسنة 2010.

الشكل رقم (09): تطور القيمة السوقية للأسهم المتداولة في البورصات العربية (2011-2008).



1 التقرير الاقتصادي العربي الموحد، منشورات صندوق النقد الدولي، 2012، ص ص 5 و 15.

(مليار \$)



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على:

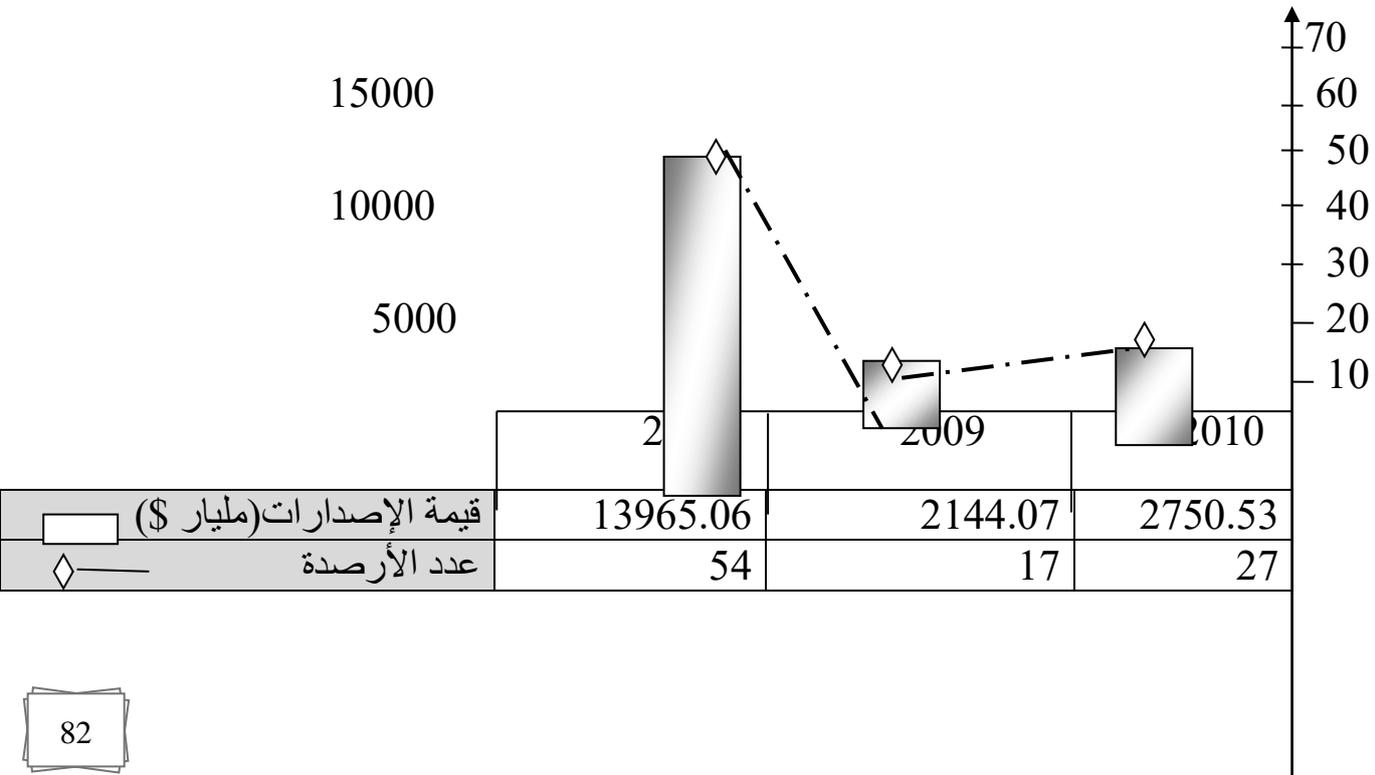
- التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، منشورات صندوق النقد العربي، 2009، ص 132؛
- التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، منشورات صندوق النقد العربي، 2010، ص 159 ؛
- التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، منشورات صندوق النقد العربي، 2011، ص 142 ؛
- التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، منشورات صندوق النقد العربي، 2012، ص 155 .

عموما يمكننا القول أن قيمة الأسهم المتداولة لمجموع البورصات العربية خلال الفترة (2011-2008) تبقى أقل بشكل واضح من حجم التداول الذي عرفته هذه الأسواق خلال فترة (2008-02005).

ثانيا: تطور الإصدارات الأولية للأسهم.

إن دراسة تطور الإصدارات الأولية للأسهم يدعم بشكل كبير استنتاجات الدراسة السابقة للقيمة الإجمالية للأسهم المتداولة و الشكل الموالي يوضح ذلك .

الشكل رقم (09): تطور نشاط الإصدارات الأولية للأسهم في البورصات لعربية. 20000



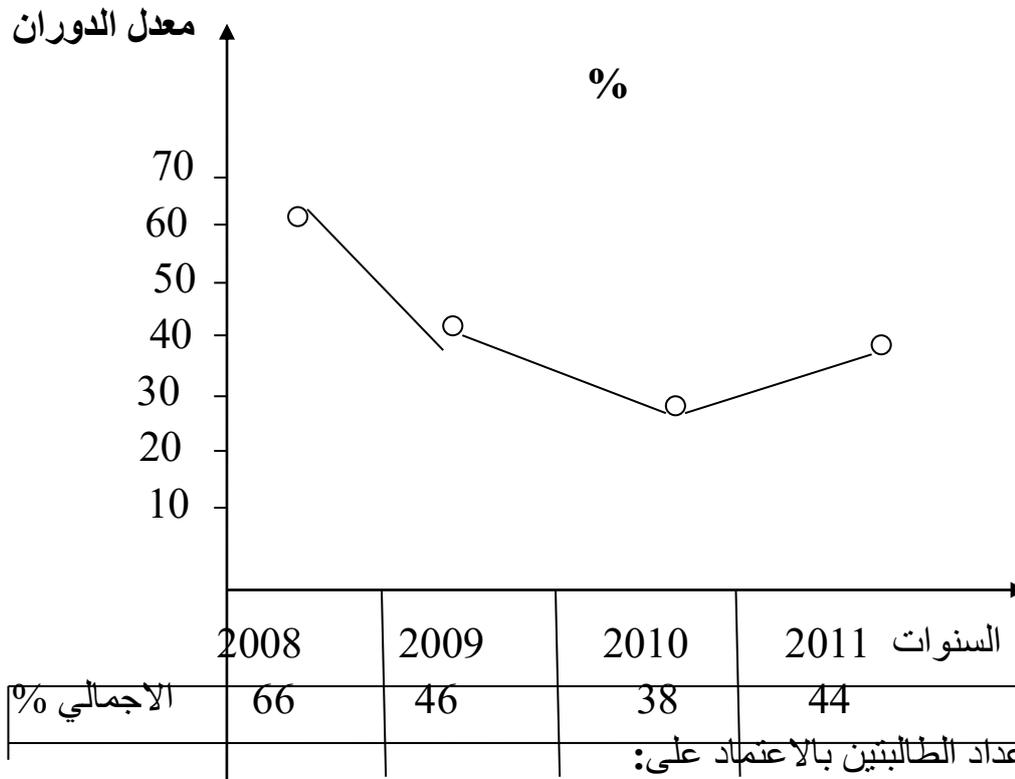
المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، منشورات صندوق النقد العربي، 2011، ص 140.

الشكل السابق يوضح الانخفاض الشديد في الإصدارات الأولية سنة 2009 من 54- إصدار سنة 2008 إلى 17 إصدار سنة 2003 بفعل تأثر البورصات العربية بالأزمة العالمية سنة 2008، إلا أننا لاحظنا أن أسواق الإصدارات الأولية للأسهم عاودت تحسنها خلال سنة 2010 ، مقارنة مع 2009، و يعكس ذلك التحسن، تأثير الأزمة المالية العالمية و تحسن الثقة بالأسواق المالية العربية.

ثالثا: معدل دوران الأسهم.

هذا المعدل هو عبارة عن قيمة الأسهم المتداولة خلال الفترة مقسومة على القيمة السوقية للأسهم المكتسبة بها في نهاية الفترة و يظهر الشكل الموالي أن معدل دورات الأسهم في البورصات العربية قد سجل انخفاضا كبيرا سنة 2010 مقارنة بسنة 2008 ، حيث انخفض إلى 38%، ليعاود الارتفاع سنة 2011 و يصل إلى 44%.

الشكل رقم(11):تطور معدل دوران الأسهم للبورصات العربية.



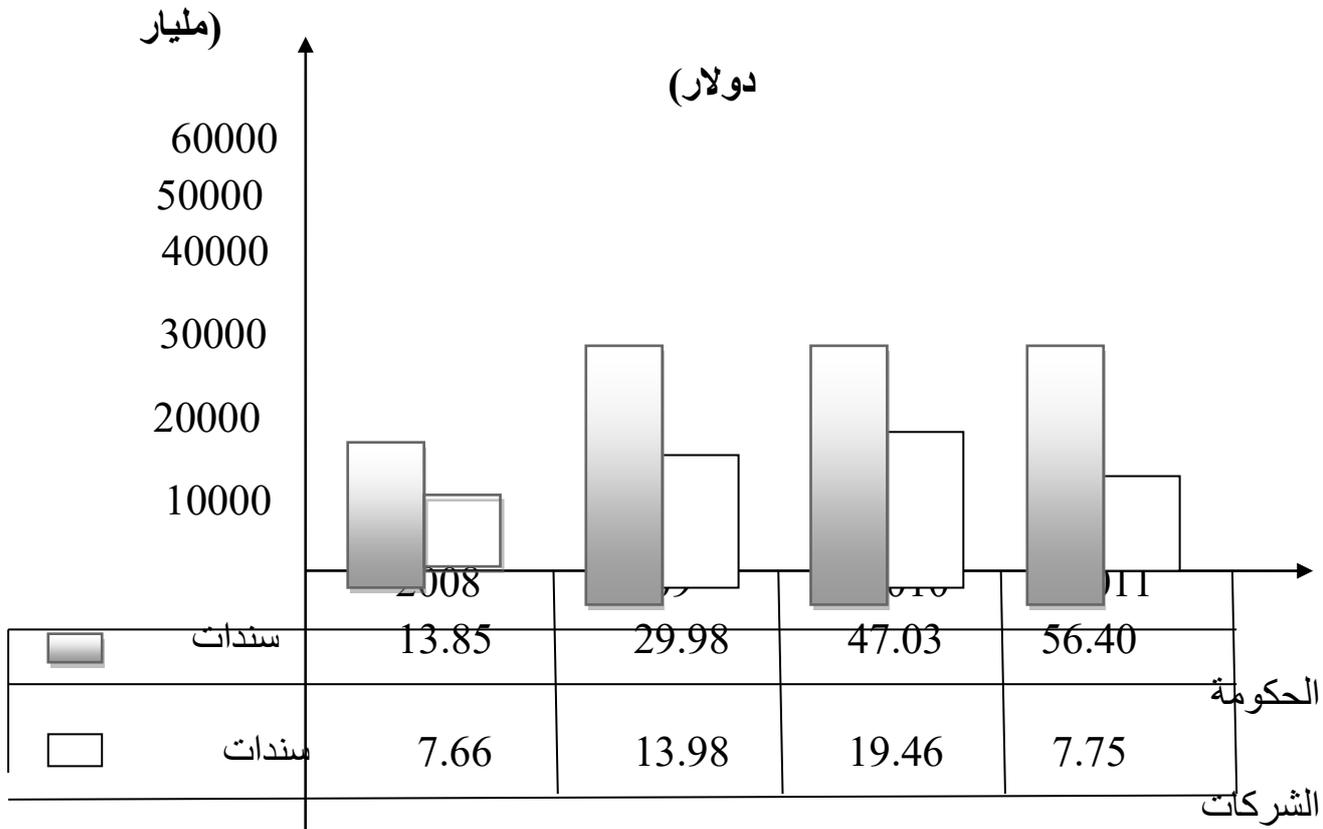
المصدر: من اعداد الطالبين بالاعتماد على:

- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، منشورات صندوق النقد العربي، 2009، ص 133؛
- التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، منشورات صندوق النقد العربي، 2010، ص 160 ؛
- التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، منشورات صندوق النقد العربي، 2011، ص 143 ؛
- التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، منشورات صندوق النقد العربي، 2012، ص 155 .

و رغم الارتفاع المسجل في معدل دوران الأسهم سنة 2011 ، إلا أنه لا بد من التنويه أنه لو يتم استبعاد السوق المالية السعودية، فإن معدل دوران بقية الأسواق مجتمعة يكون قد انخفض للعام الخامس على التوالي ليصل إلى 15.6 % و هو أدنى مستوى لهذه الأسواق خلال فترة 10 تقارب سنوات الأخيرة¹ .
رابعاً: نشاط أسواق السندات.

يمكن توضيح نشاط أسواق السندات في البورصات العربية من خلال الشكل الآتي:

الشكل رقم (12): تطور حجم إصدارات السندات في الدول العربية خلال الفترة (2008-2011)



المصدر: التقرير الاقتصادي العربي الموحد ، منشورات صندوق النقد العربي، 2012، ص 157.

إن الشكل السابق يبين تراجع نشاط سندات الشركات خاصة خلال الفترة (2009-2011)، أين وصلت قيمة الإصدارات 7.75 مليار دولار سنة 2011 مقابل 19.46 مليار دولار سنة 2010.

1 التقرير الاقتصادي العربي الموحد، منشورات صندوق النقد العربي، 2012، ص 155.

و من جانب آخر ، ارتفعت قيمة الإصدارات من السندات السيادية و شبه الحكومية خلال سنة 2011 إلى حوالي 56.4 مليار دولار ، مقابل قيمة بلغت 47.03 مليار دينار عام 2010 ، و ذلك رغم التراجع الكبير في قيمة الإصدارات من السندات الحكومية المصرية من نحو 915 مليار جنيه عام 2010 إلى نحو 363 مليار جنيه خلال 2011 ، إلا أن هذا الانخفاض في مصر قابله ارتفاع في الإصدارات السيادية القطرية خلال نفس العام بقيمة إجمالية 9.7 مليار دولار .

المطلب الثالث: واقع الاستثمار المحفظي في الدول العربية و انعكاساته.

تعد قضية تنشيط الاستثمار الأجنبي، بشقيه المباشر و غير المباشر، هدفا رئيسيا لجميع الحكومات في الدول النامية و المتقدمة على حد سواء . و نظرا لتزايد إيجابيات الاستثمار المحفظي ، سعت الدول العربية إلى إزالة كافة العقبات التي كانت تفرض دخول هذا الاستثمار إلى أسواق الأوراق المالية و عليه نحاول من خلال هذا المطلب إلقاء نظرة على مدى تأثير أسواق الأوراق المالية العربية بنتائج الاستثمار المحفظي بها.

الفرع الأول: أرصدة الاستثمار المحفظي في الدول العربية.

فيما يتعلق بأرصدة الاستثمار المحفظي، فتشير أحدث البيانات المقدمة من المؤسسة العربية لضمان الاستثمار و انتمان الصادرات . إلا أن أرصدة هذه الأرصدة في الدول العربية ارتفعت بقيمة 3404 مليار دولار بنهاية 2009 و نحو 74.5 مليار دولار بنهاية 2008.

و الجدول الموالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (01): تطور إجمالي أرصدة الاستثمار المحفظي الوارد في الدول العربية.

الدولة	نهاية 2008	نهاية 2009	نهاية 2010	التغيير (مليون \$)	نسبة التغيير (مليون \$)
01 مصر	10.778	8.304	28.745	20.445	246.2
02 الإمارات	21.190	22.713	27.785	5.072	22.3
03 قطر	6.753	10.104	12.531	2.827	28.0
04 البحرين	9.623	8.885	11.375	2.486	28.0
05 السعودية	9.714	8.495	10.224	1.729	20.4
06 المغرب	3.164	2.074	4.271	2.197	105.9
07 تونس	3.953	4.186	4.064	122	2.9
08 لبنان	2.040	3.404	2.640	764	22.4
09 الكويت	3.569	2.718	2.323	395	14.5

39.4	609	2.155	1.546	1.550	الأردن	10
1.0	13	1.346	1.333	893	العراق	11
4.0	26	671	645	698	سلطنة عمان	12
143.6	281	477	196	76	الجزائر	13
0.1	00	470	470	--	فلسطين	14
13.8	48	392	344	291	السودان	15
4.5	09	204	195	69	سوريا	16
348.5	129	166	37	23	ليبيا	17
29.9	32	75	107	101	اليمن	18
89.6	74	09	83	4	موريتانيا	19
97.0	100	03	103	14	جيبوتي	20
45.3	34.383	110.329	75.946	74.515	الإجمالي	

المصدر: تقرير المناخ الاستثماري في الدول العربية، منشورات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار و الائتمان الصادرات، 2011، ص 90.

و يفترض التعرف على أهم الدول العربية المستقبلية للاستثمار المحفظي نورد الشكل التالي :
الشكل رقم (13): أرصدة استثمارات محفظة الأوراق المالية الواردة للدول العربية بنهاية 2010
موزعة حسب الدول



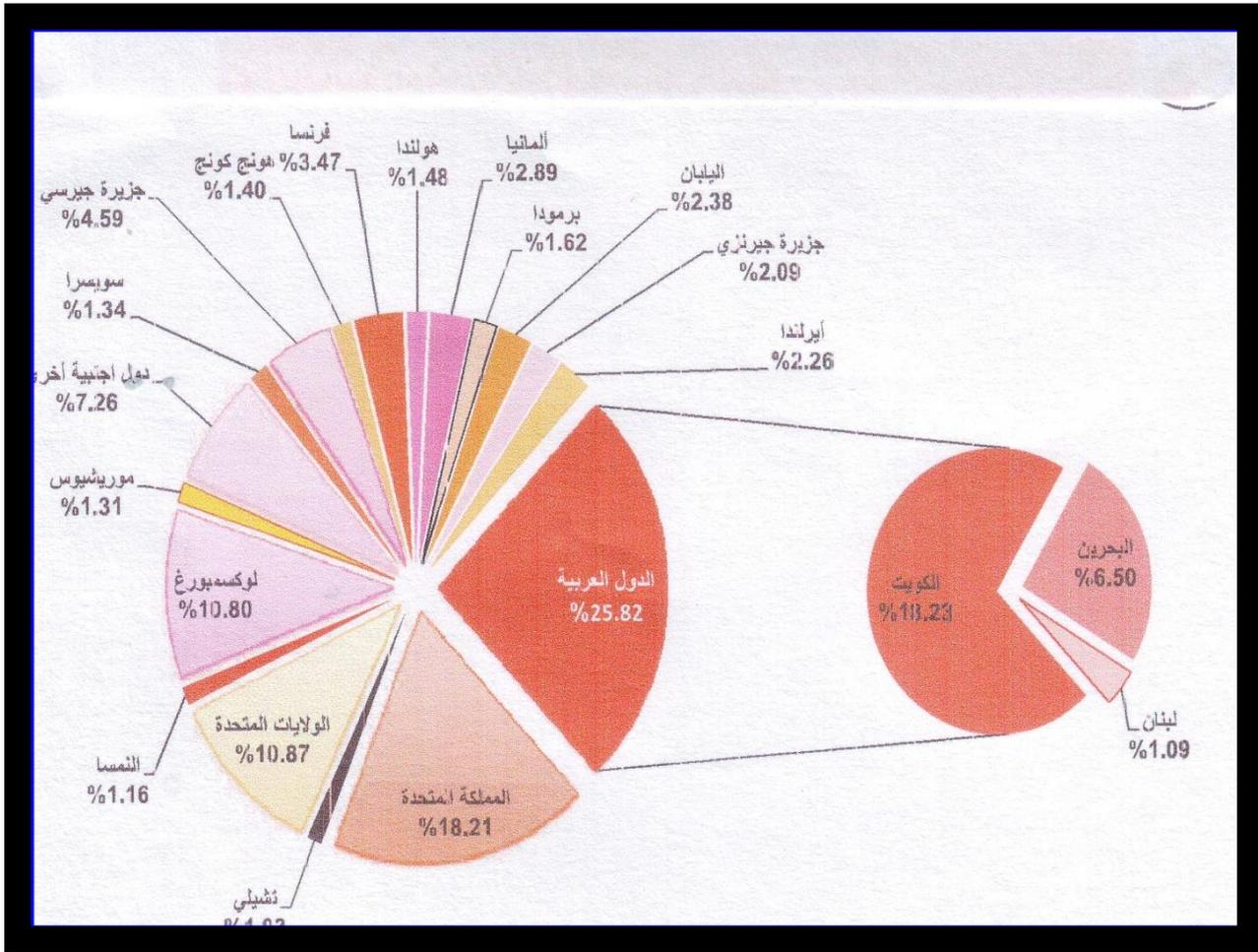
المصدر: تقرير المناخ الاستثماري في الدول العربية، منشورات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار و الائتمان الصادرات، 2011، ص 91.

من الشكل السابق نلاحظ أن مصر تحتل المرتبة الأولى بقيمة 28.749 تليها الإمارات بقيمة 27.7 مليار دولار ثم قطر بالمرتبة الثالثة بقيمة 12.931 مليار دولار ثم البحرين في المرتبة الرابعة بقيمة 11.4 مليار دولار ثم السعودية في المرتبة الخامسة بقيمة 20.224 مليار دولار حيث استقبلت هذه الدول مجتمعة 91 مليار دولار و بنسبة 82.5 % من إجمالي الدول العربية.

الفرع الثاني: أهم الدول المستثمرة في المحفظة الاستثمارية في الدول العربية.
بغرض التعرف على أهم الدول المستثمرة في المحفظة الاستثمارية العربية نورد الشكل التالي:

الشكل رقم (14): أهم الدول المستثمرة في محفظة الأوراق المالية في الدول العربية بنهاية

2010.



المصدر: تقرير لمناخ الاستثمار في الدول العربية، منشورات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار و الائتمان الصادرات، 2011، ص 92.
من خلال الشكل نلاحظ أن:

أهم الدول الأجنبية المستثمرة في محفظة الأوراق المالية العربية في نهاية عام 2011 فتشير أحدث البيانات المتاحة من واقع نتائج المسح المنسق لبيانات استثمارات محفظة

الأوراق المالية في الخارج الذي ينفذه صندوق النقد الدولي على أساس سنوي منذ عام 2001 و الذي يشمل 04 دول عربية فقط و عددا من أهم الدول في العالم، إلا أن الكويت حلت في المرتبة الأولى كأهم مستثمر أجنبي و عربي في محفظة الأوراق المالية العربية بنهاية عام 2010 بقيمة بلغت 20.1 مليار دولار و بحصة بلغت 18.23 %، تلتها المملكة المتحدة بقيمة 20.09 مليار دولار و بحصة بلغت 18.21 % أيضا، ثم حلت الو م أ في المرتبة الثالثة بقيمة بلغت 12 مليار دولار و بحصة بلغت 10.9 %، ثم حلت لوكسمبورج في المرتبة الرابعة بقيمة بلغت 11.9 مليار دولار و بحصة بلغت 10.8 %، ثم حلت البحرين في المرتبة الخامسة بقيمة بلغت 7.2 مليار دولار و بحصة بلغت 6.5 %.

و قد بلغت أرصدة الاستثمارات الأجنبية العربية الصادرة من الدول الثلاث المتوافر عنها بيانات و هي

الكويت، البحرين و لبنان نحو 28.5 مليار دولار بنهاية عام 2010 و بحصة تبلغ 8.25 من إجمالي أرصدة الاستثمارات الأجنبية في الدول العربية و البالغ قيمتها 110.4 مليار دولار (جدول رقم 24) (شكل رقم 11).

الفرع الثالث: انعكاسات الاستثمار المحفظي على أسواق الأوراق المالية العربية.

عرفت الاستثمارات الأجنبية في أسواق الأوراق المالية العربية تراجعاً خلال سنتي 2008-2009،

و ذلك على إثر نشور الأزمة المالية العالمية خلال تلك الفترة. إذ تفاوضت التعاملات الفعلية خلال سنة 2009 للمستثمرين العرب و الأجانب ضمن الأسواق الأوراق المالية العربية و وصلت أعلاها لدى بورصة عمان و سوق البحرين عند 44 % و 43.6 % على التوالي، و في المقابل كان السوق السعودي الأقل بالنسبة لتعاملات الأجانب بما فيهم العرب و التي لم تتجاوز 3.5 % من قيمة التداولات الأجنبية خلال 2009.

أما فيما يتعلق بسنتي 2010 و 2011 فقد سجل صافي تدفق سالب (صافي بيع) حيث تجاوزت مبيعات الأجانب مشترياتهم في هذه البورصات، و قد بلغ إجمالي مشتريات الأجانب في البورصات العربية 31.810 مليون دولار بنسبة 8.2 % من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة سنة 2011، في حين بلغت مبيعاتهم حوالي 33.745 مليون دولار أي بنسبة 8 % و هو الأمر الذي يؤكد.

ومن خلال ما سبقي يمكننا القول أن حصة الدول العربية من تدفقات الاستثمار المحفظي تبقى ضعيفة إذا ما قورنت بحصة الدول المتقدمة أو حتى الدول النامية التي تتشابه مع الخصائص الاقتصادية للدول العربية.

أولاً: الآثار الإيجابية.

إن التطورات التشريعية و التنظيمية التي قامت بها الدول العربية من شأنها أن تحدث انتفاخاً على أدوات الاستثمار المحفظي خاصة صناديق الاستثمار بمختلف أنواعه، و تطوير استخدام قنوات أخرى لتدفقات الاستثمار المحفظي مثل توظيفات صناديق التقاعد، الصناديق التعاونية الدولية. و تظهر الانعكاسات الإيجابية للاستثمار المحفظي على أسواق الأوراق المالية العربية من خلال:

- ❖ توفر تدفقات الاستثمار المحفظي تدفقاً للعديد من التحويلات عن طريق الإصدارات الجديدة؛
 - ❖ زيادة السيولة في أسواق الأسهم مما يعزز البنية المالية التحتية؛
 - ❖ زيادة فاعلية النظام المالي و بالتالي زيادة قدرة الدولة على استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة؛
 - ❖ من المعروف عن الأسواق العربية تدني مستويات الإفصاح و الشفافية بها، إلا أن تنامي الاستثمار المحفظي بها يساعدها على تطوير القواعد المحاسبية و دفع مستوى الإفصاح عن المعلومات لأداء المؤسسات.
 - ❖ زيادة فاعلية النظام المالي و بالتالي زيادة قدرة الدولة على استقطاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة
- و يتم ذلك من خلال زيادة كفاءة السوق المالية العملية و ذلك لحصول اتصال بالمؤسسات الأجنبية التي تملك تكنولوجيا مالية حديثة و أساليب متطورة تساعد على جذب المزيد من التدفقات و زيادة المعرفة بتلك الأسواق

و بالتالي تشجيع الاستثمار الأجنبي؛

ثانيا: الآثار السلبية.

بعد تناولنا الآثار الإيجابية التي يمكن أن تنشأ على الاستثمار المحفظي على مستوى أسواق الأوراق المالية العربية، تجدر الإشارة إلى ضرورة الأخذ بعين الاعتبار الآثار السلبية لهذه التدفقات، خاصة بفعل أنها قد تدخل الأسواق بكميات كبيرة و سرعة فائقة و قد تخرج منها بسرعة أكبر و في توقيت مفاجئ. و بالتالي يكون تأثيرها خطيرا على الاقتصاد الوطني للدول العربية مثل التغيير المفاجئ في قيمة الأصول بصورة مصطفة و غير مبررة و زيادة المضاربة عليها و بالتالي تزايد الضغوط التضخمية و التأثير على السياسة النقدية بصفة عامة و على أسعار الصرف بصفة خاصة.

كما لا يفوتنا التنويه أن الانفتاح المطلقة و غير المدروس الذي لا يسبقه التحرر المثالي لسوق الأوراق المالية، قد تكون كارثة على الاقتصاد الوطني مما يؤدي للوقوع في الأزمات كتلك التي وقعت في الأرجنتين في أواخر السبعينات و المكسيك و البرازيل و بعض دول آسيا في التسعينات.

المبحث الثاني: مدخل لسوق الأوراق المالية التونسية.

تم تأسيس سوق الأوراق المالية التونسية بهدف مساعدة المؤسسات المالية على إيجاد رؤوس الأموال اللازمة و جلبها لتمويل مشاريعها، غير أنها اليوم أصبحت توفر للمستثمرين مجموعة متنوعة من الأدوات المالية التي تستجيب كل واحدة منها لأهداف مغايرة حسب مستوى المخاطرة و المردودية المنشودة، حيث ان هذا التوزيع الحاصل في الأدوات المالية ساهم في تعميم الاستثمار في البورصة من خلال: توفير فرص حقيقية لكل أنواع المستثمرين : صغارا و كبارا ،خواصا أو مؤسساتيين، محليين أو أجنب .

كما تم ظهور العديد من المؤشرات التي مكنت المستثمرين من التعرف على وضع اتجاهات السوق المالية .

المطلب الاول:لمحة تاريخية حول سوق الاوراق المالية التونسية .

فيما يلي استعراض لاساسيات سوق الاوراق المالية التونسية .

الفرع الأول : نشأة سوق الأوراق المالية التونسية.

تأسس سوق تونس المالي بموجب القانون الصادر في 28 فيفري عام 1968م، بهدف تنظيم و تسيير المعاملات المتعلقة بالقيم المنقولة و مساعدة المؤسسات المالية على ايجاد رؤوس الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها والنهوض بالادخار و حمايته، وقد جاء إنشاء سوق تونس المالي نتيجة للتطورات الاقتصادية التي مرت بها تونس، وقد حل سوق تونس المالي محل تسعير القيم المنقولة الذي أنشئ في عام 1945م، وذلك لعدم استجابة قانون وهيكله الديوان المذكور لأهداف خطط التنمية الاقتصادية.

وبموجب قانون سوق تونس المالي، فان السوق يختص بالمصادقة على عمليات البيع و الشراء المتعلقة بالقيم المنقولة، كما يختص الوسيط بالتداول في تلك القيم في السوق المالي لمصلحة عملائهم، وقد أوجب المشرع أن تؤخذ موافقة ادارة السوق المالي على كل اصدرا جديد لسندات أو أسهم، ويطبق هذا القرار ايضا على الدولة و المؤسسات العامة و الشركات المساهمة العامة¹.

و تندرج أهم المحطات الرئيسية في بورصة تونس فيما يلي²:

- للم فيفري 1969: تأسيس بورصة الاوراق المالية في شكل مؤسسة عمومية؛
- للم نوفمبر 1994: صدور القانون 94- 117 بشأن اعادة تنظيم السوق المالية التي تفصل بين مهام الإشراف و إدارة سوق الأوراق المالية؛
- للم نوفمبر 1995 إنشاء سوق الأوراق المالية في تونس، وهي شركة عامة مملوكة من قبل و سطاء في البورصة؛
- للم اكتوبر 1996 : انشاء نظام الالكتروني يتداول مجلس الأمن القومي؛
- للم أبريل 1998 : إطلاق مؤشر تونانداكس (قاعدة 1000 : 31 ديسمبر 1997 م)؛
- للم ديسمبر 2007: اطلاق سوق بديلة، مخصصة للمشاريع الصغيرة والمتوسطة، و المرور الى إصدار نظام مجلس الأمن القومي 900 v التعاملات الالكترونية ليكون مقرها؛
- للم جانفي 2009 : تغيير طريقة حساب مؤشر تونانداكس على التداول الحر و وقف صدور مؤشر في سبتمبر 1990؛
- للم ماي 2009: تأسيس صندوق الضمان لسوق الأوراق المالية و العملاء و المنتجات المالية.

¹حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، صص 108، 107.

² بورصة تونس، موسوعة ويكيبيديا، عن الموقع: بورصة/ تونس/ <http://www.qr.wikipedia.org/wiki/تونس> يوم 2013/04/14.

الفرع الثاني : الهيكل التنظيمي للسوق المالية التونسية.

ان عصرنة السوق المالية التونسية ، التي اسس لها قانون رقم 94-117 و الذي يشرع في تنفيذه ابتداء من 1995 ، قد اصبحت ضرورة للاستجابة لجميع متطلبات التنمية الاقتصادية في الدولة وكذلك متطلبات انفتاح تونس على الخارج ، مما ادى الى ضرورة وضع هيكل جديد للسوق يتوافق مع المعايير الدولية .

استوجبت هذه العصرنة إعادة التنظيم شاملة أدت الى فصل بين مهام المراقبة والتسيير على الشكل التالي¹:

الشكل رقم (15) : الهيكل التنظيمي لبورصة تونس .



و في ما يلي عرضا لأهم مكونات الهيكل التنظيمي الموضح في الشكل السابق :

¹ عديلة مريميت ، « محاولة قياس أثر البورصة في التنمية الاقتصادية-دراسة حالة الجمهورية التونسية(1991-2002) - » ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ، (غير منشورة) ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة 08 ماي 1945 ، قالمة ، 2003/2004 ، ص 97 ، 93.

أولا :وزارة المالية : تعتبر البورصة الوحدة الرئيسية المتحكمة في استثمار الأموال المدخرة، لذلك فان السلطات العمومية من خلال وزارة المالية، تقوم بتحديد قوانين عمل السوق المالية ويحرص على تطبيقها، حيث يعود حق إنشاء أو إلغاء البورصة الى وزارة المالية ومعدلات الوساطة، إضافة إلى سن قوانين، تكون الوزارة دائما على علم واطلاع بالاسعار وبالحوادث التي تؤثر على التعامل او على شركات المسجلة، حيث تصلها اخبار كل ما يحدث داخل البورصة ، ووزارة المالية بدورها مطالبة باعداد وتقديم تقرير للحكومة يتضمن جميع المعلومات المتعلقة بتطور وضعية البورصة ، باعتبارها الوصي التقني للسوق.

ثانيا : هيئة السوق المالية.

أعطى المشرع لهذه الهيئة صلاحيات واسعة ، مستمدة من (Securities and exchange commission الأمريكية و (la commission opérations de bourse الفرنسية، هيئة السوق المالية هي سلطة إدارية تتمتع بالاستقلالية المالية ، تقوم بحماية ادخار المستثمر في شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير. تمول هذه المؤسسة العمومية بواسطة مبالغ مالية مفروضة على شركات التي تقوم بالإعلان العام للادخار و كذلك على هيئات التوظيف الجماعي للأموال و جزء من العمولات المدفوعة للبورصة على المبادلات و التعامل داخلها و المحددة بقرار وزير المالية الصادر في 27مارس 1996م.

يدير هيئة السوق المالية مجلس متكون من تسعة أعضاء معينين بمرسوم، هم على الترتيب: الرئيس، ثلاثة أعضاء دائمين يمثلون السلطات القانونية، الإدارية و التنفيذية، ممثل عن وزارة المالية، ممثل عن جمعية وسطاء البورصة، ممثل عن البنك المركزي ، ممثل عن محكمة الحسابات والعضوين الآخرين يعينان وفقا للقدرات و الخبرة في مجال الاعلان العام للادخار ،اضافة الى سكرتير عام يعينه الرئيس ، يقوم بادارة الخدمات التي تقدمها الهيئة.

من ناحية الصلاحيات الموكلة لهيئة السوق المالية، فإنها تعتبر سلطة وصية تمتلك حق الرقابة، مراقبة و تأديب كل من: بورصة الأوراق المالية، جمعية الوسطاء البورصة، الوسطاء، خزينة البورصة المركزية، هيئات التوظيف الجماعي للأموال وجميع الشركات و التنظيمات التي تقوم بالإعلان العام للادخار.

ثالثا : بورصة الأوراق المالية التونسية.

بالإضافة الى دورها كسوق تعتبر البورصة أداة إدارية و تنظيمية، أعطاه المشرع مجموعة من المزايا لتسهيل القيام بدورها الأساسي (ملاقة العرض بالطلب) بشكل فعال وذلك لضمان ديمومة الأمن و السيولة.

1- **الطبيعة القانونية** : يتعلق الامر بمؤسسة خفية يقوم بتأسيسها وسطاء البورصة، الذين يأخذون على عاتقهم تسيير سوق الأوراق المالية التونسية. يكون مقرها في تونس العاصمة ، ويطلق عليها اسم " بورصة الأوراق المالية التونسية " كما تنص عليه قوانين هيئة السوق المالية وتعليمات القانون التجاري. مشروع هياكل البورصة و كذا جميع التعديلات المتخذة في هذا الشأن، يجب أن تصادق عليه وزارة المالية التي تتخذ القرار المناسب بعد استشارة هيئة السوق المالية.

كما تحدد وزارة المالية الحد الأدنى لقيمة رأس مال البورصة بواسطة قرار وزاري بموجبه يحق للوسطاء فقط الاشتراك في تكوينها، بحصص تكون باستمرار متساوية، مع إمكانية منح استثناء للوسطاء الأشخاص الطبيعيين.

2- مندوب الحكومة.

يشغل وظيفة لدى البورصة بشكل دائم ومستمر، ومهمته الحرص على احترام جميع التعليمات القانونية والتنظيمية، و حضوره ضروري في جميع اجتماعات البورصة، وله الحق في الاطلاع على القرارات المتخذة قبل الشروع في تنفيذها حيث يمكنه الغاء تنفيذ اي قرار او اجراء يتبين له انه مخالف للقوانين.

تجدر الإشارة إلى أن جميع التعاملات التي تتم على القيم المنقولة يجب ان تمر عبر البورصة ، كما هو الحال بالنسبة للأوراق المالية المصدرة من قبل الشركات التي تلجأ إلى الإعلان العام للادخار، أما بالنسبة للأوراق المالية التي تصدرها الشركات المغلقة فيجب فقط تسجيلها.

رابعا : الشركة التونسية المهنية المشتركة للمقاصة و توظيف القيم المنقولة.

تعتبر هذه الشركة بنك الإصدارات المركزية أو الخزينة المركزية في البورصة، حيث تقوم هذه الهيئة بدور ثانوي و أساسي في نفس الوقت في مجال تجميع و تجنيد الاصدارات و الأموال من اجل ضمان المدفوعات مقابل استلام ملكية الاصدارات .

طبقا للقانون رقم 94-117 الذي أعاد تنظيم السوق المالية، يقوم الوسطاء بإنشاء على شكل شركة خفية شركة مهينة مشتركة الإيداع، المقاصة و تسوية الإصدارات، يكون رأس مالها مفتوحا للهيئات المعتمدة من قبل وزارة المالية و بذلك تم إنشاء هذه الشركة التي تهدف أساسا إلى دراسة، بحث و وضع نظام إعلامي للمقاصة و إيداع الأوراق المالية، وذلك من اجل السماح للأشخاص الطبيعيين او المعنويين الذين يقومون بالأعمال البنكية أو البورصة، بتوظيف وتسجيل أوراقهم المالية تحت نظام الحسابات الجارية للقيم المنقولة. و هي بذلك تضمن التقليل من التكاليف و المخاطرة المرتبطة بالتعامل المادي على الاصدارات والانتقال إلى اللامادية في التعامل.

خامسا: الوسطاء في بورصة تونس.

الوسيط هو ذلك العون المكلف بتنفيذ أوامر الشراء و البيع مع ضمان النهاية الجيدة لعمليات المبادلة، و هو المكلف ايضا بالتفاوض و تسجيل الأوراق المالية في البورصة، كما يستطيع القيام بجميع العمليات المرتبطة بهذا النشاط مثل : الاستشارة و الإجراءات المالية، التسيير الفردي أو الجماعي للقيم المنقولة توظيف و نشر الأوراق المالية لدى عامة الناس (الجمهور) من خلال عمليات اصدار أو عروض عامة و كذا السهر على السير الحسن للسوق المالية و يمكن للوسطاء اقتراح أسعارهم الخاصة من أجل إحياء السوق في الحالة التي ينقص فيها أصحاب الصفقات من تعاملاتهم في هذا الصدد، استأثرت العشر شركات للوساطة المالية الأكثر نشاطا بحوالي 80.98% من حجم التداول بتسعيرة البورصة (مجموع الشراء و البيع) و هو ما يعادل 2717 مليون دينار تونسي¹.

المطلب الثاني : شروط الادراج و المنتجات المالية المتداولة في البورصة التونسية.

نقوم من خلال هذا المطلب تبيان أهم الشروط الضرورية للإدراج في البورصة التونسية، نقوم بعد ذلك باستعراض أهم الأدوات المالية المتداولة بها.

الفرع الأول: شروط الإدراج في البورصة التونسية.

تستلزم عملية الإدراج في بورصة تونس استوفاء جملة من الشروط تتمثل في²:

- 1- وجود حد أدنى للمساهمين هو 500 مساهم على مستوى السوق الأولية، و 300 مساهم على مستوى السوق الثانوية؛
- 2- ان تكون الشركة قد مارست نشاطها لمدة ثلاثة سنوات على الأقل قبل الإدراج؛
- 3- تحقيق ارباح صافية للسنتين الأخيرتين من الادراج؛
- 4- الالتزام بطرح 20 من أسهم رأس المال للشركة للتداول كحد ادنى، ووجود مراقب حسابات في الشركة؛
- 5- ضرورة موافقة مجلس السوق المالية.

الفرع الثاني: المنتجات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية التونسية.

بالإضافة إلى الأوراق المالية التقليدية المتمثلة اساسا في الأسهم والسندات فقد تم وضع منتوجات مالية جديدة تعمل على تسوية و تدعيم بند الاموال الخاصة في الشركات

¹ التقرير السنوي لبورصة تونس، 2011، ص 41، عن الموقع <http://www.bvmt.com.tn>، يوم: 2013/04/28.
² رشيد بوكساني، «معوقات أسواق الأوراق المالية العربية و سبل تفعيلها» ،رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005 / 2006، ص 226.

من دون السيطرة، حيث تم إدخال أدوات مالية جديدة إلى السوق المالي التونسي تتمثل في¹ :

أولا : الأسهم ذات الأسبقية في الأرباح من دون حق تصويت.

هي أوراق مالية لا يمكن لشركة معينة إصدارها إذا ما حققت أرباحا خلال ثلاثة سنوات الاخيرة لنشاطها أو اذا ما قدمت لحاملي هذه الأسهم ضمانا بنكيا يؤمن دفع الأرباح التي يشترط أن:

1- لا تقل عن 7% من الجزء المحرر من رأس المال؛

2- لا تقل عن قيمة أو ربح يوزع في حالة تقديره مسبقا من قبل هيئات الشركة؛

3- لا تتجاوز ثلث رأس المال الاجتماعي للشركة.

هذا النوع من الأوراق المالية تكون له أسبقية في الأرباح و يتم اقتطاعه من الأرباح الموزعة قبل أي توزيع آخر.

ثانيا : شهادات الاستثمار من دون حق التصويت.

و هي تمثل الحقوق المتعلقة بالنقود في السهم و لا يمكنها ان تتجاوز هي ايضا ثلث رأس المال الاجتماعي للشركة، تكتسب هذه الشهادات رواجا كبيرا عندما تقترن بالأسهم ذات الأسبقية في الأرباح بشرط أن لا يتعدى الجمع بين هذين النوعين في جميع الحالات نسبة 49% من رأس المال الاجتماعي للشركة.

ثالثا: سندات المساهمة.

هي أوراق مالية قابلة للتداول و قيمتها محددة في منشورات الإصدار، حيث يجب أن يضم جزءا ثابتا وآخر متغير ، و هي قابلة للتعويض إلا في حالة تسوية نشاط الشركة التي أصدرتها أو في حالة نهاية مدة المحددة و التي لا يجب أن تكون اقل من 7 سنوات .

رابعا : السندات القابلة للتحويل الى أسهم .

لا يمكن تحويل هذا النوع من الاوراق المالية الا بموافقة حاملها، و فقط عند توفر الشروط اللازمة لذلك و يتم التحويل حسب ماحدد في عقد إصدار السندات.

و تجدر الإشارة إلى أنه وطبقا لقانون 21مارس 2000 فان جميع الأوراق المالية المتداولة و التي حددتها المادة الاولى منه قد اصبحت غير مادية و مسجلة في حساب

¹ مريم حراث ، سامية سيوان ، « دور أسواق الأوراق المالية في تنشيط الاستثمارات » ، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945 ، قالمة، 2009-2010 ، ص ص 90،91.

اصحابها لدى الشخص المعنوي المصدر أو لدى وسيط معتمد و هي تتداول بتحويلها من حساب الى آخر كما اضاف المشرع ايضا نفس القانون أن الأوراق المالية التي يصدر في تونس يجب ان تكون اسمية واضعا بذلك حدا للأوراق المالية لحاملها مع اعطاء مهلة زمنية للإصدارات القديمة كي تتحول إلى أوراق مالية اسمية.

المطلب الثالث : مؤشرات سوق الأوراق المالية التونسية.

تمت عملية حساب أول مؤشر في سبتمبر 1990، و الذي يعرف بـ: bvmt و في إطار تحسين بورصة تونس وجعلها مطابقة للمعايير الدولية، تم تبني مؤشر جديد ابتداء من 02 جانفي 1998 مرجح برسمة البورصة يدعى tunindex، كما تم تعديل المؤشر bvmt في 01 افريل 1998، بأخذه أساسا جديدا هو قيمة المؤشر في 31 مارس 1998.

الفرع الأول: المؤشر bvmt.

هو مؤشر بسيط غير قابل للتداول، يدل أساس على وضعية و اتجاهات السوق المالية¹.
01-كيفية حسابه: هو مؤشر عام، تم حسابه لأول مرة سنة 1990، ويحسب وفقا للعلاقة التالية:

$$BVMT = \frac{\sum Ci.T}{\sum Ci.T^{\circ}} \times BT^{\circ}$$

حيث: $Ci.T^{\circ}$: يدل على سعر الورقة (i) لحظة إدخال الورقة (العينة) T° ؛
 $Ci.T$: يدل على سعر الورقة (i) في لحظة T ؛

$$BT^{\circ} = 100^2$$

02:تعديل المؤشر : يتم تعديل مؤشر bvmt في كل مرة تتم فيها عمليات على رأس المال أو على الإصدارات (زيادة أو رفع رأس المال ، دفع الأرباح).
و تصبح قيمة المؤشر تساوي :

$$B.A_i^t = (C_i^{t-1}/C_i^t) \times B.A_i^{t-1}$$

حيث: $B.A_i^t$: هو اساس المؤشر المعدل للورقة في اللحظة t ؛

$B.A_i^{t-1}$: هو اساس المؤشر قبل حذف القسيمة؛

¹ عديلة مريم، مرجع سبق ذكره، ص 104.

² « مؤشر bvmt »، عن الموقع : <http://www.tadawul.com.sa> ، يوم : 2013/04/14.

C_i^{t-i} : هو سعر الورقة قبل حذف القسيمة؛

C_i^t : هو سعر الورقة (i) بعد حذف القسيمة¹.

الفرع الثاني : المؤشر tunindex.

هو مؤشر برسلة البورصة، غير قابل للتداول و هو كذلك مؤشر على وضعية و اتجاهات السوق المالية².

01- كيفية حسابه: تم استخدامه لأول مرة في جانفي 1998م، و تم حسابه وفق العلاقة التالية:

$$Tuindex = \frac{\sum(giT \times Cit)}{kt \times CBA_t} \times 1000$$

حيث : giT : هي عدد الاوراق (i) خلال الزمن t؛

Cit : هي سرعة الورقة (i) خلال الزمن t؛

؛ معامل التعديل في اليوم لرسلة البورصة kt

CBA_t^0 : رسلة البورصة للعينة في الزمن t³.

02: تعديل المؤشر : يتم تعديل مؤشر tunindex بعد العمليات التي تمس رسلة البورصة للعينة مثل :توزيع أسهم مجانية، إصدارات رقمية، عملية اندماج، قبول أوراق جديدة في المؤشر، سحب ورقة معينة المؤشر . فتصبح قيمة المؤشر مساوية لـ:

$$CBA^{t-1} : \text{رسم} \quad CBA^t = K^t \times CBA^{t-1}, \quad K^t = 1 + \frac{CB}{CBA^{t-1}}$$

CBA^{t-1} : رسلة البورصة الاساسية قبل التعديل

CBA^t : رسلة البورصة الاساسية المعدل

CB : التغير في رسلة البورصة ،

k^t : معامل التعديل⁴ ،

¹ عديلة مريميت ، مرجع سبق ذكره، ص 104.

² المرجع نفسه ، ص 105.

³ « Bourse de Tunis »، عن الموقع : <http://www.bourse de tunis.com>، يوم 2013/04/14.

⁴ عديلة مريميت ، مرجع سبق ذكره ، ص 106 .

من خلال تتبع المسار التطوري لبورصة تونس، يمكننا ملاحظة الجهود المبذولة من أجل الارتقاء بالدور الذي يمكن أن تقوم به على مستوى الاقتصاد التونسي.

المبحث الثالث: أداء الاستثمار المحفظي في سوق الأوراق المالية التونسية وانعكاساته.

قامت تونس على غرار العديد من الدول العربية، بإدخال جملة من الإصلاحات و التعديلات على بورصتها، في محاولة منها لاستقطاب أكبر قدر من رؤوس الأموال الأجنبية بشقيها المباشر والمحفظي.

وضمن هذا المجال نحاول تقديم نظرة على واقع الاستثمار المحفظي خلا الفترة 2008-2001 و آثاره على المستوى الأوراق المالية التونسية.

المطلب الأول: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية التونسية [2008-2011].

يقدم الجدول رقم (02) ملخصاً لمؤشرات تطور أداء سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة الممتدة من (2008-2011):

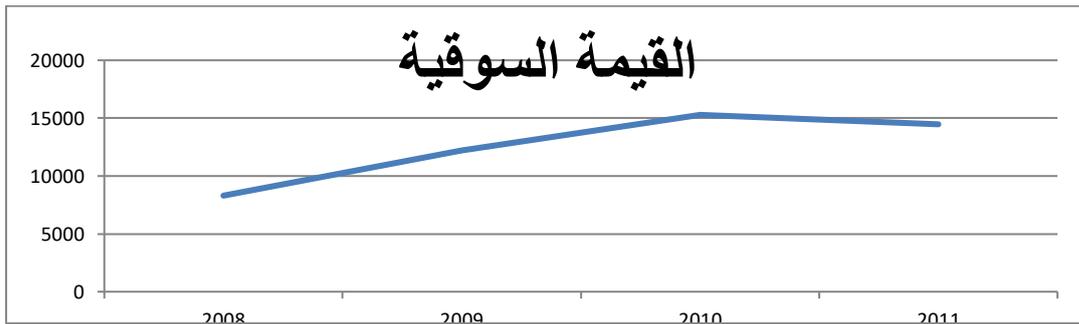
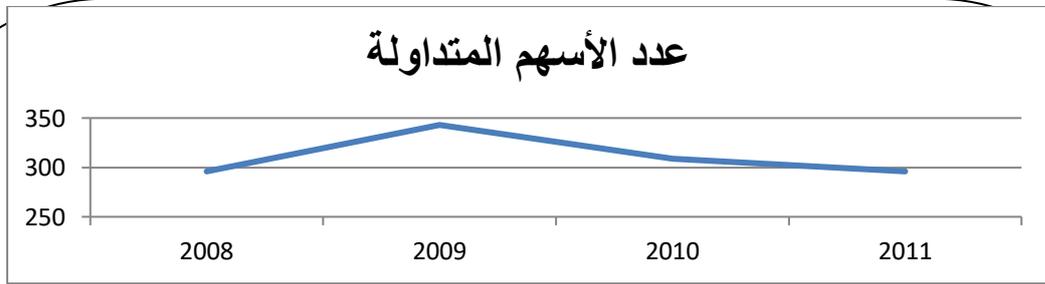
الجدول رقم (02): بعض مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية التونسية: [2008-2011].

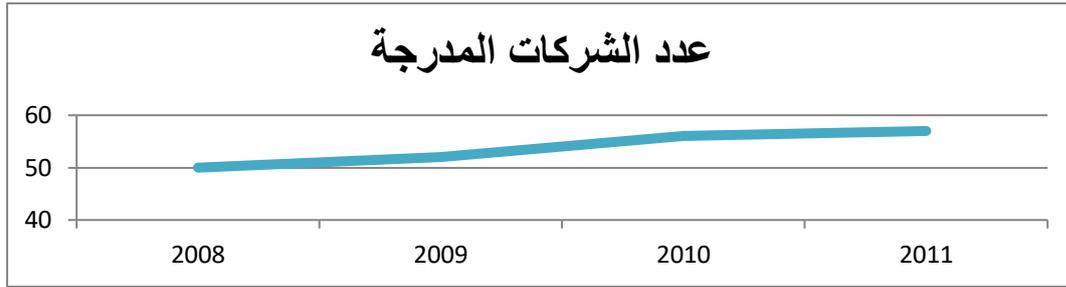
المتغير السنوات	القيمة السوقية (مليون دينار)الرسملة البورصية	حجم التداول (مليون دينار تونسي)	عدد الأسهم المتداولة من إجمال الأسهم المتداولة في أسواق الأوراق المالية العربية	عدد الشركات المدرجة	مؤشر tunindex للأساس 1000 في 31 ديسمبر 1997
2008	8301	4130	260	50	2892.40 % 11
2009	12227	3325	343	52	4291.72 % 48
2010	15282	3831	309	56	5112.52 % 19.13
2011	14452	3139	296	57	4722.25 (% 7.63-)

المصدر : من إعداد الطالبتين بناء على : التقرير السنوي لبورصة تونس، 2011، عن الموقع: <http://www.bvmt.com.tn> يوم: 20 / 04 / 2013.

والشكل التالي يترجم الجدول السابق :

الشكل رقم (16): مؤشرات تطور أداء سوق الأوراق المالية التونسية: [2008-2011].





المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (02)

بعدما قمنا بجمع مجموعة من المعلومات و البيانات عن أهم المؤشرات لبورصة تونس خلال الفترة [2008-2011] كما هو موضح في الجدول رقم (02) نحاول فيما يلي تحليلها:

1- القيمة السوقية.

أو بعبارة أخرى رسملة البورصة فقد سجلت ارتفاعا من: 8301 مليون دينار تونسي سنة 2008 م إلى 12227 مليون دينار تونسي سنة 2009 م أي الارتفاع من 27 % إلى نسبة 47 % سنة 2009 م وذلك تبعا لتطور أسعار أسهم الشركات المدرجة والإدراجات الجديدة و عمليات الترفيع في رأس مال بعض الشركات أما في 2010 م فقد انخفضت نسبة الرسملة إلى 25 % ، حيث كانت القيمة السوقية في حدود 15282 مليون دينار ذلك أن العشر شركات الأهم من حيث الرسملة السوقية خلال سنة 2010 قد استأثرت على نسبة 57 % من الرسملة الإجمالية للسوق، وبعدها انخفضت نسبة الرسملة أكثر في 2011 م ، حيث خسرت رسملة السوق ما يقارب 830 مليون دينار تونسي مقارنة مع نهاية 2010 ، وهو ما يمثل 1.3 % من الناتج المحلي الإجمالي لتبلغ 14452 مليون دينار نهاية 2010، مسجلة بذلك انخفاضا بنسبة 5.4 %.

ويعود هذا الانخفاض إلى التراجع الكبير في أسعار أسهم الشركات المدرجة ، حيث سجلت 34 شركة مدرجة انخفاضا في أسعارها بالرغم من إدراج أسهم "تلنات القابضة " برسملة سوقية بلغت 103 مليون دينار تونسي نهاية 2011

2- حجم التداول.

لقد سجل انخفاضا من 4130 مليون دينار تونسي سنة 2008 م إلى 3325 مليون دينار تونسي سنة 2009 ، ليعود سنة 2010 للارتفاع 3831 مليون دينار تونسي ليصل في السنة الموالية انخفاضا ب: 18 % بقيمة تعادل 3139 مليون دينار تونسي.

و عليه نلاحظ تقلبات في حجم التداول بالبورصة تارة نزولا وتارة صعودا ويعود ذلك في الأساس في بداية فترة الدراسة إلى انعكاسات الأزمة المالية العالمية، أما فيما يخص التقلب في نهاية فترة الدراسة فيعود إلى تردي الأوضاع السياسية بتونس.

3- عدد الأسهم المتداولة.

من خلال الجدول نلاحظ أن عدد الأسهم المتداولة في انخفاض مستمر خلال السنتين الأخيرتين أين انتقل من 343 إلى 309 م و 296 خلال سنوات 2010، 2011، 2009 على التوالي .

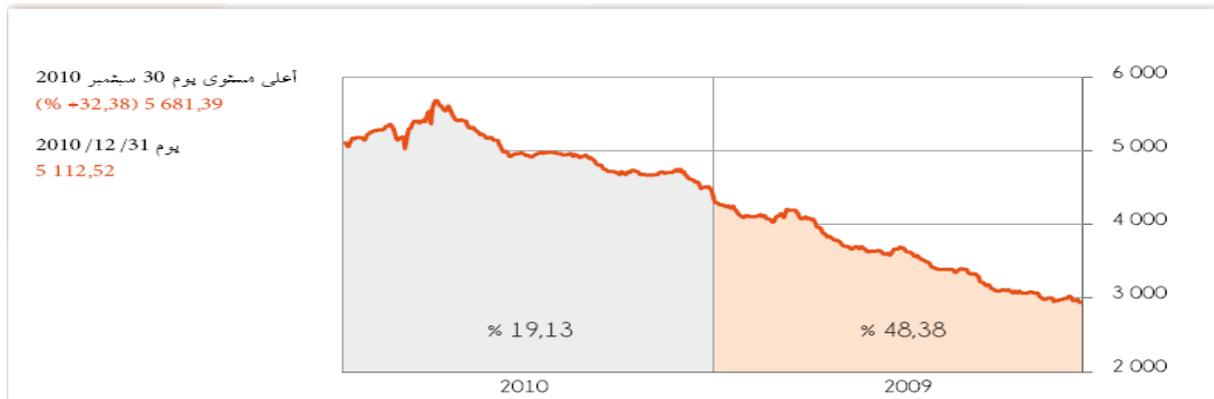
4- عدد الشركات المدرجة.

أما عن عدد الشركات المدرجة فقد كانت في سنة 2008 م في حدود 50 شركة ثم في 2009 م ارتفع العدد إلى 52 شركة ، أما في سنة 2010 م فقد ارتفع نسق إدراج الشركات بالبورصة بدخول أربعة شركات جديدة حيث ساهم في تنشيط السوق حيث بلغ عدد الشركات المدرجة 56 شركة و ذلك بسبب الإبقاء على بعض الحوافز الجبائية التي تشجع على الاستثمار ، أما في سنة 2011 م فقد وصلت عدد الشركات 57 شركة ليرتفع العدد إلى 63 شركة سنة 2012 ، كل هذا يدل على أن عدد الشركات المدرجة ببورصة تونس في تزايد خلال خمس سنوات الأخيرة بسبب وجود بعض المحفزات التي تشجع على الاستثمار.

5- مؤشر توناندكس (tunindex) .

سجل مؤشرات ايجابية في 2009 م حيث ارتفع هذا المؤشر إلى 48 % مقابل 11 % في 2008 م ويعكس هذا التطور مدى التطور أرباح الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية التونسية و الآفاق المستقبلية للاقتصاد الوطني التونسي. وواصل مؤشر توناندكس صعوده خلال سنة 2010 م حيث أقل في مستوى النقطة 5112.52 بعد أن افتتحها في مستوى 4291.72 نقطة ، مسجلا بذلك ارتفاعا بـ: 820.8 نقطة وهو ما يعادل 19.13 % والمنحى التالي يوضح تطور توناندكس خلال الفترة 2010-2009.

شكل رقم (17): تطور مؤشر توناندكس : 2010-2009 .



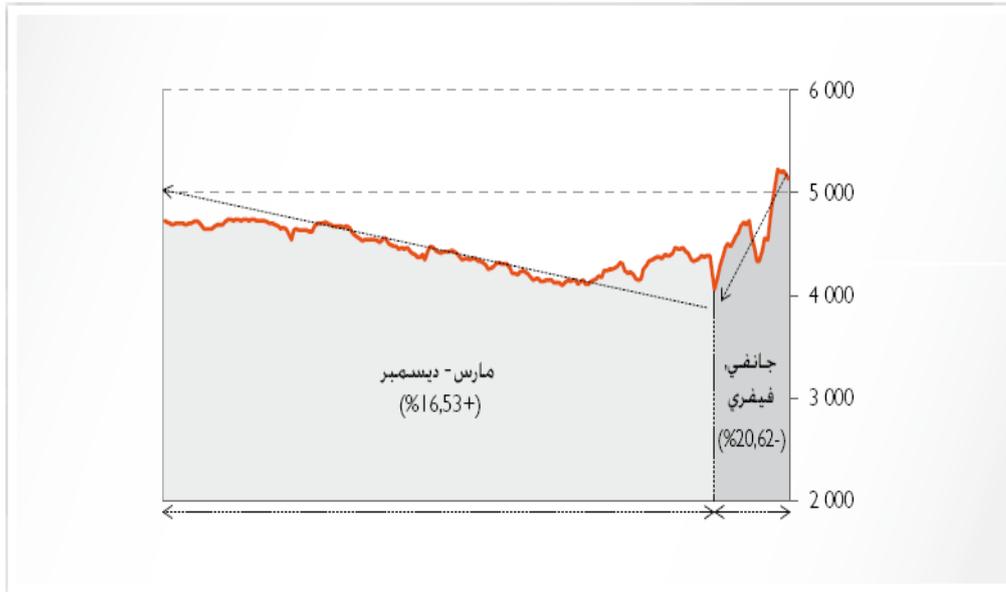
المصدر: التقرير السنوي لبورصة تونس، 2010، عن الموقع: <http://www.bvmt.com.tn>، يوم: 2013/04/20 .

نلاحظ أن مؤشر توناندكس سنة 2010 م سجل و لمرات متتالية مستويات منذ إحداثه في 31 ديسمبر 1997 ، وبلغ المؤشر يوم 30 سبتمبر 2010 م ، أعلى نسبة ارتفاع بلغت 32.34 % في حدود النقطة 5681.39 .

وساهمت الخمس شركات الأهم من حيث الرسلة السوقية و هي : البنك التونسي،بنك تونس العربي الدولي ، مجتمع بولينا القابضة، الشركة التونسية للبنك و شركة التبريد بتونس ، في تطور المؤشر منذ بداية سنة 2010 م ، بنسبة فاقت 48 % .

وفي سنة 2011 م شهد المؤشر انخفاضا بنسبة 7.63 % لييقفل عند النقطة 4722.25 مقابل تطور بنسبة 11.13 % سنة 2010 حيث ساهم القطاع البنكي بنسبة 7 نقاط مئوية في الانخفاض الذي سجله مؤشر توناندكس خلال سنة 2011.

شكل رقم (18): تطور مؤشر توناندكس 2011.



المصدر : التقرير السنوي لبورصة تونس 2011 ، عن الموقع : <http://www.info@bvmt.com.tn>، يوم: 20 /04/ 2013.

المطلب الثاني: تدفق الاستثمار المحفظي ببورصة تونس.

يعتبر الاستثمار المحفظي أحد الاختيارات المتاحة أمام تونس من أجل دفع باقتصادها الوطني وسنحاول من خلال هذا المطلب تقديم لمحة عن الواقع الاستثمار المحفظي خلال الفترة (2008-2009)

الفرع الأول: واقع الاستثمار المحفظي .

التعرف على واقع الاستثمار المحفظي بتونس نورد الجدول التالي:

الجدول رقم (03) أرصدة الاستثمار المحفظي الوارد بتونس (2008-2010) الوحدة: مليون دولار

نسبة التغيير %	التغير سنة مقارنة مع 2010 2011	2010	2009	2008	تونس
2.97 %	122	4.064	4.186	3.953	

المصدر: تقرير المناخ الاستثماري في الدول العربية، منشورات المؤسسة العربية لضمان الاستثمار و الائتمان الصادرات، 2011، ص 50.

من خلال الجدول نلاحظ انخفاض مستويات الاستثمار المحفظي بتونس سنة 2010 أين تم تسجيل تغير سالب بقيمة 122 دولار أمريكي أي بنسبة انخفاض تقدر بـ 2.9 %.

الفرع الثاني: تطور إيرادات الاستثمار المحفظي بتونس (2008-2011).

فيما يلي عرض لتطور إيرادات الاستثمار المحفظي:

جدول رقم (04): تطور إيرادات الاستثمار المحفظي بتونس (2008-2011).

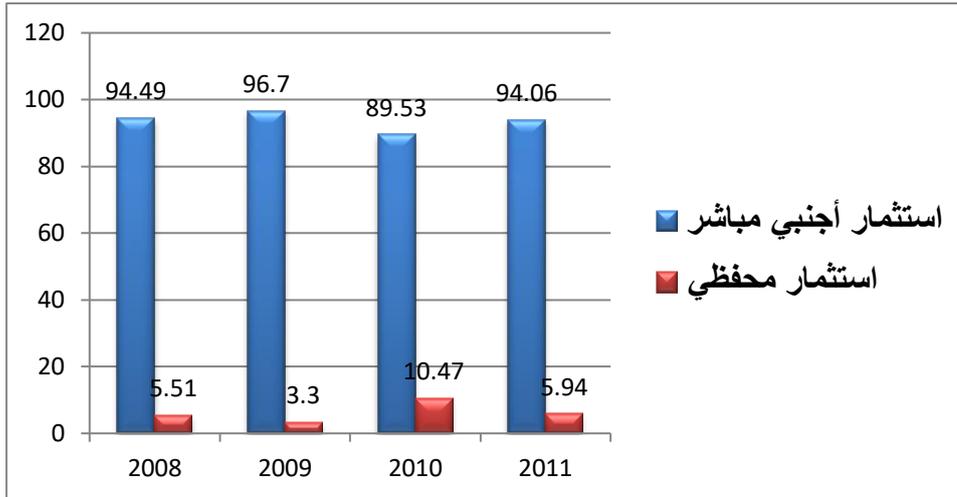
2011	2010	2009	2008	
1616	2165	2279	3399	استثمار أجنبي مباشر
102	253	78	198	استثمار المحفظي
1718	2418	2357	3.597	صافي الاستثمار الأجنبي

Source : banque générale des Tunisie balance et paiement de la Tunisie , 2011, p21 .

من خلال الجدول نلاحظ تطور إيرادات الاستثمار المحفظي بتونس سنة 2009 وتراجعها سنة 2011 مقارنة مع سنة 2010 بقيمة 151 مليون دينار تونسي أي بنسبة 60 % ، والأمر الذي يؤكد على عدم استقرار تدفقات الاستثمار المحفظي بتونس.

أما فيما يخص أهمية الاستثمار المحفظي مقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر في تونس فهي تبقى محدودة إذ سجلنا خلال فترة الدراسة أن نسبة إيرادات الاستثمارات المحفظية في حدود 5 % معاداً سنة 2010 التي سجلت 10.5 % و الشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل رقم (19): حصة الاستثمار المحفظي و الاستثمار الأجنبي المباشر.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على الجدول رقم (04).

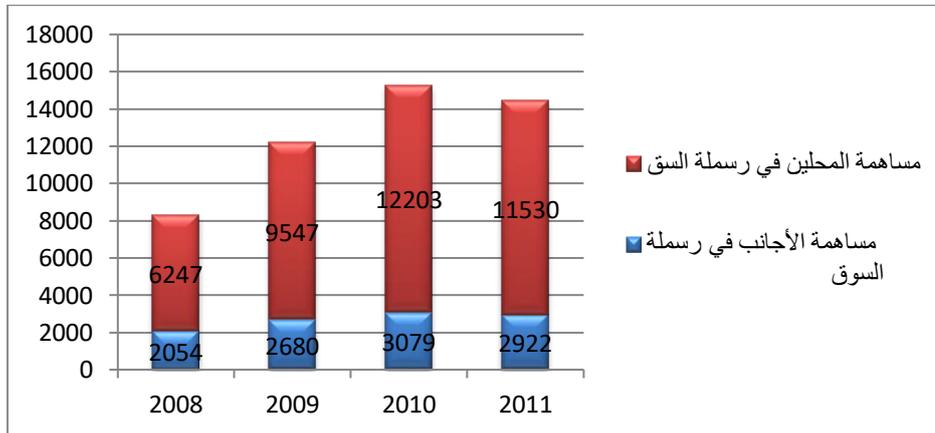
المطلب الثالث: انعكاسات الاستثمار المحفزي على بورصة تونس [2008-2011].

نحاول من خلال هذا المطلب دراسة تأثير الاستثمار المحفزي على بورصة تونس خلال فترة الدراسة 2008-2011 و ذلك من خلال استعراض بعض الجوانب المحددة فيما يلي

الفرع الأول: تطور مساهمة الأجانب في رسملة السوق.

الشكل الموالي يوضح تطور مساهمة الأجانب في رسملة السوق ببورصة تونس.

الشكل رقم (20): تطور مساهمة الأجانب في رسملة السوق.



المصدر: من إعداد الطالبتين بالاعتماد على :

- التقرير السنوي لبورصة تونس، 2010، ص 28

- التقرير السنوي لبورصة تونس، 2011، ص 30

نلاحظ من خلال الجدول انحصار مساهمة الأجانب في رسملة السوق ما بين 20 % و 24 % خلال فترة الدراسة و هو ما يؤكد سيطرة الاستثمار المحلي على السوق بنسبة

تتجاوز 70 % في جميع فترة الدراسة الأمر الذي يؤكد على محدودية تطوير و تنشيط سوق المتداول بالبورصة.

الفرع الثاني: عمليات التسجيل لحسابات الأجانب.

الجدول الموالي يستعرض عمليات التسجيل لحسابات الأجانب في بورصة تونس.

الجدول رقم (05): عمليات التسجيل لحسابات الأجانب ببورصة تونس (2008-2011).

2011	2010	2009	2008	
186	290	179	798	الشراءات
1030	338	152	524	البيوعات
(-844)	(-48)	27	274	الرصيد الصافي

المصدر:- التقرير السنوي لبورصة تونس ، 2011، ص 63 ، عن الموقع: <http://www.inf@bvmt.com.tn> ، يوم 2013/04/25.

من خلال الجدول نلاحظ العلاقة الوثيقة بين عمليات التسجيل لحسابات الأجانب و الاستثمار المحفظي وذلك من خلال توافق الانخفاض من 2008 إلى 2009 ثم العودة للارتفاع 2009 إلى 2010 ثم الانخفاض سنة 2011 ومن خلال الجدول نلاحظ الرصيد السلبي المسجل في السنتين الأخيرتين و الذي يعود إلى أن بيوعات عمليات التسجيل لدى الأجانب تفوق شراءاتهم خاصة سنة 2011.

الفرع الثالث: مجموع أرصدة العمليات لحساب الأجانب ببورصة تونس (2008-2011).

نوضح من خلال هذا العنصر أرصدة العمليات لحساب الأجانب في بورصة تونس من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (06): مجموع عمليات لحساب الأجانب الوحدة : مليون دينار تونسي

2011	2010	2009	2008	
333	475	316	1408	الشراءات
1238	664	409	1182	البيوعات
(905-)	(-189)	(93-)	226	الرصيد الصافي

المصدر: التقرير السنوي لبورصة تونس ، 2011، ص 63 من الموقع:

<http://www.inf@bvmt.com.tn> يوم 2013/04/25.

إن الجدول السابق يتوافق بشكل كبير مع الجدول رقم (05) إذ سجلت مجموع العمليات لحساب الأجانب رصيذا سالبا خلال الفترة 2009-2011 ، بلغ (905) مليون دينار تونسي سنة 2011 ويعود ذلك في الأساس لتفوق عمليات البيع عن عمليات الشراء.

✓ بعد دراسة الاستثمار المحفزي في البورصة يتبين لنا محدودية هذا النوع من الاستثمار في تنشيط البورصة التونسية ، الأمر الذي ينعكس مباشرة على عدم تأدية الدور المتوقع منه على المستوى الاقتصادي رغم المجهودات المبذولة لمحاولة الارتقاء بأداء سوق الأوراق المالية بتونس.

خلاصة الفصل الثالث.

من خلال هذا الفصل تمكنا من الوقوف على التطورات التي تبنتها البورصات العربية من خلال الإصلاحات التشريعية و التنظيمية ، بغية اجتذاب الاستثمارات الأجنبية بما فيها المباشرة وغير المباشرة لما لها من دور كبير في دفع عجلة النمو و التنمية ، الأمر الذي انعكس على زيادة الاستثمار المحفزي بنسبة 45 % سنة 2010 مقارنة مع 2009 بالدول العربية.

وفيما يخص بورصة تونس ، فيمكننا القول أنه رغم الإصلاحات المتبعة من قبل السلطات المسؤولة إلا أنها لم تساهم بشكل كبير في زيادة تدفقات الاستثمار المحفزي الذي انخفض مستوياته سنة 2010 و تم تسجيل رصيد سالب بقسمة 122 مليار دولار الأمر الذي انعكس بصفة مباشرة، على مجموع العمليات لحساب الأجانب الذي سجل رصيد سالب بقيمة 905 مليون دينار تونسي سنة 2011.

الخاتمة

يتضح من خلال دراستنا لموضوع الاستثمار المحفظي و آثاره على سوق الأوراق المالية العربية، أن وجود سوق مالي نشط يعد مصدر أساسي لتمويل الاستثمارات، و ذلك من خلال الهيئات و الأطراف المتداخلة فيها.

و باعتبار أسواق الأوراق المالية أحد أهم مجالات الإستثمار فإن ذلك يقتضي أن نتيح قدرا كافيا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيها، حتى تعطي للمستثمرين الثقة و الأمان، وإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة في سوق المعلومات توصف السوق في هذه الحالة بالسوق الكفاء.

و إتسام أسواق الأوراق المالية بالكفاءة يلعب دورا بالغ الأهمية في استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، خاصة في ظل التحرير المالي الذي أدى إلى زيادة ترابط أسواق الأوراق المالية العالمية. مما أدى لزيادة التدفقات الرأسمالية في صورة استثمار أجنبي مباشر أو استثمار محفظي.

و في هذا الصدد أدركت الدول العربية أهمية هذه الأسواق مما دفعها لتطوير أسواقها ضمن سياسات الإصلاح المتبعة بها، إلا أن هذه الأسواق لم تكتسب بعد سمات الأسواق المتطورة و هو ما ينعكس سلبا على قدرتها في الاستفادة من تدفقات رؤوس الأموال الدولية، مما استدعى ضرورة إيجاد الحلول المناسبة للنهوض بها من أجل تأدية الدور المنوه بها في دعم الاقتصاد.

أولا: نتائج الدراسة.

سمحت لنا عملية اختبار مختلف الفرضيات بالتوصل إلى النتائج التالية المقدمة بشكل نتأكد معه من مدى صحة تلك الفرضيات المقدمة:

- 1 - تعتبر سوق أوراق المالية من مكونات سوق رأس المال، التي يتم التعامل فيها عن طريق الأسهم و السندات بالإضافة إلى المشتقات المالية؛
- 2 - تعتبر سوق الأوراق المالية الكفاءة أكثر قدرة على جذب المدخرات الأجنبية و المحلية مما يساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

✓ النتائج السابقة تسمح لنا بتأكيد الفرضية الأولى.

- 3 - تنقسم الاستثمارات الأجنبية إلى إستثمارات مباشرة و أخرى غير مباشرة؛

4 - الاستثمار الأجنبي المباشر ينطوي على تملك المستثمر الأجنبي لجزء أو كل الاستثمارات في مشروع معين. مما يضمن له المشاركة الجزئية في الإدارة أو السيطرة الكاملة في الحالة الأولى و الثانية على التوالي؛

5 - الاستثمار الأجنبي غير المباشر وهو ما يعرف بالاستثمار المحفظي في الاستثمار الأجنبي الذي يعبر عن عدم القدرة على ممارسة أي نوع من الرقابة، إضافة إلى عدم قدرة المستثمر في إدارة المشروع.

✓ النتائج السابقة تؤكد صحة الفرضية الثانية.

6 - التحرر المالي كان سببا في ظهور الاستثمار المحفظي و زيادة الاهتمام به ؛

7 - الاستثمار المحفظي تحكمه العديد من المحددات منها ما هو داخلي و منها ما هو خارجي، الأمر الذي يؤدي لزيادة تنشيط أسواق الأوراق المالية، و السلبية التي تؤدي إلى حدوث الأزمات المالية.

✓ النتائج السابقة تؤكد صحة الفرضية الثالثة.

8 - تعد البورصات العربية حديثة العهد نسبيا، لذا تتميز أسواقها بضيق نطاقها و انخفاض حجمها النسبي؛

9 - نتيجة تزايد دور أسواق الأوراق المال في دفع عجلة الاقتصاديات، عملت الدول العربية على إدخال العديدة من الإصلاحات على البورصات في شتى المجالات حتى تتمكن من مواكبة التطورات العالمية؛

10- رغم الإجراءات المتخذة للنهوض بأسواق الأوراق المالية في الدول العربية ، إلا أن دراستنا أثبتت

التدفقات الأجنبية في صورة الاستثمار المحفظي بها و هو ما يعكس التحديات التي تواجهها؛

11 - أرصدة الاستثمارات المحفظية بالدول العربية تعبر عن التدفقات الضئيلة

للاستثمار المحفظي للدول العربية مما يؤدي إلى محدودية الآثار الايجابية له على سوق الأوراق المالية العربية.

✓ النتائج السابقة يمكنها أن تؤكد صحة الفرضية الرابعة و ذلك بنوع من التحفظ في

ظل وجود

الانعكاسات السلبية التي يمكن أن تتعرض لها أسواق الأوراق المالية العربية خاصة في ظل الانفتاح المطلق غير المدروس.

12 - إن دراستنا لبورصة تونس مكنتنا من التوصل إلى جملة من النتائج نوردها كالاتي:

على الرغم من الإنجازات التي حققتها بورصة تونس إلا أنها لا تختلف في إنجازاتها و مشكلاتها عن الكثير

من الاقتصاديات الأخرى، وعلى الرغم من التعديلات و التشجيعات و التحفيزات المقدمة في السنوات الأخيرة سواء من حيث: الأدوات المالية المتداولة أو المؤشرات التي تبنتها أو من حيث عدد الشركات المدرجة أو من حيث تحسين هياكلها و تنظيماتها و تشريعاتها التي أدت إلى زيادة نشاطها فإنها لا تزال سوقا ضيقة نسبيا، قليلة السيولة و قليلة الطلب على الأوراق المالية؛

❖ يواجه سوق الأوراق المالية التونسية عدة تحديات منها: ضعف المنظومة القانونية كمشكلة الإفصاح

وضعف نظم المعلومات و العائق الضريبي، وعلى الرغم من الزيادة الطفيفة في عدد الشركات المدرجة بها، إلا أنها تركز نشاطها في عدد محدود من الشركات إضافة إلى قلة الأدوات المالية المعتمدة بها؛

❖ نقص الثقة في بورصة تونس من قبل الأجانب بسبب الثورات و الظروف التي شهدتها تونس مؤخرا مما

أدى إلى محدودية الاستثمار الأجنبي بها رغم التحفيزات الممنوحة للأجانب؛

❖ مساهمة الاستثمار المحفظي في بورصة تونس تبقى ضعيفة و متذبذبة خلال فترات الدراسات فتارة ترتفع و

تارة تنخفض لكنها تبقى دائما دون المستوى المطلوب و لا تحقق التطلعات المتوقعة في ظل الإصلاحات المتبعة.

✓ النتائج السابقة تنفي صحة الفرضية الخامسة.

13 - حصة الأجانب من رسملة السوق تراوحت في حدود 24 % و خلال 20% فترة الدراسة-

(2008-2011) مقارنة مع حصة المحليين من رسملة السوق، وهو ما يقر عن المساهمة المحدودة للأجانب في رسملة السوق.

14 - سجلت عمليات التسجيل لحساب الأجانب انخفاضا مستمرا خلال الفترة -2011 و 2008

رصيدا صافيا سالباً قدر ب (48) و (844) مليون دينار خلال 2010، 2011 على التوالي ناجم عن التدفق الخارج أكبر من الداخل .

15 - الرصيد الصافي لمجموع العمليات لحساب الأجانب بدوره سجل رصيدا صافيا سلبيا ابتداء من

2009 إلى غاية 2011 أين بلغ 905 مليون دينار تونسي.

✓ النتائج السابقة تؤكد أن الاستثمار المحفظي في بورصة تونس لم يحقق الآثار الايجابية المنتظرة

وهو ما يؤدي إلى نفي الفرضية السادسة.

ثانياً: توصيات الدراسات السابقة.

بناءً على النتائج المتوصل إليها من خلال دراستنا سنقدم ضمن هذه الفقرة مجموعة من التوصيات التي يمكنها أن تساهم في زيادة الاستفادة من منافع الاستثمار المحفظي ببورصة تونس خاصة و سوق الأوراق المالية العربية عامة. وتتمثل في :

- ضرورة استكمال برامج تحرير القطاع المالي في الدول العربية ؛
- العمل على الرفع من كفاءة البورصات العربية من خلال تعديل الأطر التنظيمية و المؤسسية و الالتزام بقواعد الإفصاح و الشفافية بجذب المزيد من التدفقات الأجنبية ؛
- وضع المزيد من القواعد و الأسس التي تحكم توظيف رأس المال الأجنبي بالكفاءة التي تضمن استمرار الاستقرار الاقتصادي؛
- ضرورة اتخاذ كافة الإجراءات التي تقلل من فرص حدوث تقلبات سعرية للأسهم المتداولة؛
- فرض ضرائب على أرباح صناديق الاستثمار كما هو متبع بالولايات المتحدة الأمريكية؛
- قيام البورصات العربية بتوفير بيانات يومية عن حركة تعاملات الأجانب تفادياً لأي محاولات تؤدي إلى خروج مفاجئ و مؤثر للاستثمارات المحفظية في محاولة للتقليل من الآثار السلبية له؛
- ضرورة تبادل التجارب بن الدول العربية و المتقدمة في هذا المجال .

آفاق البحث.

كغيره من الأعمال يحتاج هذا البحث إلى المزيد من الجهود من قبل الباحثين حتى يكتمل، وعليه نقدم مجموعة من المواضيع التي نراها أنها جديرة بالبحث و الدراسة فيما يلي:

- دور حوكمة الشركات في جلب الاستثمار المحفظي؛
- سبل تفعيل الاستثمار المحفظي في بورصة الجزائر؛
- معوقات الأسواق المالية العربية في جذب الاستثمار المحفظي.

قائمة المراجع

أولا باللغة العربية.

1-الكتب:

- 1- ابوسراز علي عبد الفتاح، «الاقتصاد الدولي: النظريات و السياسات»، دار المسيرة للنشر و التوزيع، الأردن، 2007.
- 2- البنا جلال، «ماذا تعرف عن الاستثمار في الأوراق المالية و البورصات و المشتقات»، شركة الندى للطباعة، مصر، الطبعة الأولى، 2006.
- 3- التميمي أرشد فؤاد، سلامة أسامة عزمي، « الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل الإدارة»، دار المسيرة للنشر و التوزيع، الأردن، 2004 .
- 4- الحناوي محمد الصالح، جلال إبراهيم العبد، « بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق»، كلية التجارة، جامعة الاسكندرية، 2002 .
- 5- الحناوي محمد الصالح وآخرون، « الاستثمار في الأوراق المالية»، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 6- الحناوي محمد، مصطفى نهال فريد، «مبادئ وأساسيات الاستثمار»، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، 2006.
- 7- الداغر محمود محمد، «الأسواق المالية-مؤسسات أوراق البورصة»، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان، 2007.
- 8- الدوري مؤيد عبد الرحمان، «إدارة الاستثمار و المحافظ الاستثمارية»، دار إثراء للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2010.
- 9- آل شبيب دريد كامل، « إدارة المحافظ الاستثمارية»، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 2010.
- 10- الشواورة فيصل محمود، «الاستثمار في بورصة الأوراق المالية -الأسس النظرية والعلمية»، دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2008.
- 11- النجار فريد، «المشتقات و الهندسة المالية»، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.

- 12- النجار فريد، «البورصات و الهندسة المالية»، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1995.
- 13- العتيبي أحمد معجب، «المحافظ المالية الاستثمارية»، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2007.
- 14- المومني غازي فلاح، «إدارة المحافظ المالية الاستثمارية الحديثة»، دار المنهج للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 2003.
- 15- أندراوس عاطف ولیم، «السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال الفترة التحول لاقتصاد التسوق»، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2006.
- 16- أندراوس عاطف ولیم، «أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي ومتطلبات تطويرها»، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006.
- 17- الهيتي نوزاد عبد الرحمان، الحشالي منجد اللطيف، «مقدمة في المالية الدولية»، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2007.
- 18- بني هاني حسين، «الأسواق المالية طبيعتها تنظيمها-أدواتها المشتقة»، دائرة المكتبة الوطنية، عمان، الطبعة الأولى، 2002.
- 19- بوراس أحمد، «أسواق رؤوس الأموال»، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2003.
- 20- جابر محمد الصالح، «الاستثمار بالأسهم و السندات وإدارة محافظ الاستثمار»، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الثالثة، 2005.
- 21- حردان طاهر، «أساسيات الاستثمار»، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009.
- 22- حسب الله محمد أميرة، «محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية»، الدار الجامعية، مصر، بدون سنة.
- 23- حسين عصام، «أسواق المالية (البورصة)»، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 24- حمدي حسين، «دليلك إلى البورصة والاستثمار»، دار الكتاب العربية، القاهرة، 2006.
- 25- حنفي عبد الغفار، «البورصات: أسهم-سندات-صناديق الاستثمار»، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، بدون سنة.

- 26- خربوش حسيني علي وآخرون، «إدارة المحافظ الاستثمارية»، دار زهران، الأردن، 1999.
- 27- رضوان سمير عبد الحميد، «المشتقات المالية و دورها في إدارة المخاطر ودون الهندسة المالية في صناعة أدواتها»، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005.
- 28- زويل محمود أمين، «بورصة الأوراق المالية-موقعها من الأسواق-أموالها ومستقبلها»، دار الوفاء لدنيا الطباعة و النشر، الإسكندرية، بدون سنة.
- 29- شموط مروان، كوتخو عبود كونجو، «أسس الاستثمار»، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة، 2008.
- 30- عبد العزيز أمين، «الأسواق المالية»، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007.
- 31- عبد الله عبد الكريم عبد الله، «ضمانات الاستثمار في الدول العربية -دراسة قانونية مقارنة لأهم التشريعات العربية و المعاهدات الدولية مع الإشارة إلى منظمة التجارة العالمية ودورها في المجال»، دار الثقافة للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
- 32- قاسم منى، «دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية»، الدار المصرفية اللبنانية، القاهرة، الطبعة الأولى، 2007.
- 33- مبروك نزيه عبد المقصود، «الآثار الاقتصادية للاستثمارات الأجنبية»، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- 34- مطر محمد، تيمفايز، «إدارة المحافظ الاستثمارية»، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2005.
- 35- معروف هوشيار، «الاستثمارات و الأسواق المالية»، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009.
- 36- ملاك وسام، «البورصات و الأسواق المالية العالمية»، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، لبنان، الطبعة الأولى، 2003.
- 37- هارون محمد صبري، «أحكام الأسواق المالية-الأسهم والسندات»، دار النفائس للنشر و التوزيع، الأردن، الطبعة الثانية، 2009.
- 38- هندي منير إبراهيم، «الأوراق المالية و أسواق المال»، مركز الدلتا للطباعة، مصر، 2008.

- 1- بوكساني رشيد، «معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها»، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2005/ 2006.
- 2- بوبريمة إحسان، «دور الاستثمار المحفظي للأجانب في تنشيط الأسواق المالية العربية-دراسة حالة الاستثمارات المحفظية في الأردن للفترة الممتدة من "1996-2005"» مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ،، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصاد وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2006/2007.
- 3- سلايمية ظريفة، «تحديات العولمة المعلوماتية على الدول النامية-دراسة حالة الجزائر»، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ،، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصاد وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2003/2004.
- 4- بخوش هشام وآخرون، «الأزمة المالية العالمية وتأثيرها على الاقتصاد الجزائري»، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصاد وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2009/2010 .
- 5- برباش مروة، عميار نوال، «أسواق الأوراق المالية العربية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية»، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصاد وعلوم التسيير، قالمة، 2010/2011 .
- 6- بومعيزة وفاء، غوتي جويده، «سياسة التحرير المالي ومتطلبات زيادة كفاءة الأسواق المالية-عرض تجربة مصر»، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2011./2012.
- 7- حراث مريم، سيوانسامية، «دور أسواق الأوراق المالية في تنشيط الاستثمارات»، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصاد وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2009/2010 .
- 8- حفياني أمنة آخرون، «قياس السوق-حالة سوق الأسهم السعودي»، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصاد وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2009/2010 .
- 9- صحراوي شعيب وآخرون، «دور أسواق الأوراق المالية في تمويل التنمية-دراسة تجارب بعض الدول العربية»، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصاد وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2009/2010 .
- 10- معيزي سفيان، درقالي حمزة، «سمات الأسواق المالية العربية ومتطلبات وتطويرها دراسة مقارنة»

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، (غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصاد وعلوم
التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2010/2009 .

11- صايفي عمار، «محددات الاستثمار المحفزي وآثاره على الأسواق الأوراق المالية-
دراسة مقارنة

بين مصر، تونس و الجزائر»، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير (غير
منشورة)، كلية العلوم الاقتصاد وعلوم التسيير، جامعة أحمد بوقرة، 2009/2008.

12- مريم عديلة، «محاولة قياس أثر البورصة في التنمية الاقتصادية-دراسة حالة
الجمهورية

التونسية(2002-1991)»، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ،، (غير
منشورة)، كلية العلوم الاقتصاد وعلوم التسيير، جامعة 08 ماي 1945، قالمة، 2004/2003.

3- الملتقيات

1- الملتقى الدولي حول: «آفاق الاستثمار-معا لمواجهة التحديات»، مجلس التعاون
بدون الخليج،

الهيئة العامة للاستثمار بالسعودية، الكويت، يومي 27 و28 أبريل 2009 .

2- الملتقى الوطني حول: «تعزيز الاستثمار الأجنبي المباشر: التعجيل بالتغيير هو
المفتاح للتنمية

الاقتصادية»، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ومخبر العلوم الاقتصادية والتسيير،
جامعة محمد خديف، بسكرة، الأمل: 21-22 نوفمبر 2006.

- الأطروحات و الرسائل

1- مجلة الجزيرة، العدد 14219.

2- مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة سعد دحلب، البليدة، العدد 03، جوان 2008.

5- التقارير

مادي العربي الموحد، منشورات ص.ن.د العربي، سنة 2009.

2- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، منشورات ص.ن.د العربي، سنة 2010.

3- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، منشورات ص.ن.د العربي، سنة 2011.

4- التقرير الاقتصادي العربي الموحد، منشورات ص.ن.د العربي، سنة 2012.

5- التقرير المناخ الاستثماري في الدول العربية، منشورات المؤسسة العربية لضمان
الاستثمار و الائتمان الصادات، 2011.

6- مواقع الانترنت

- 1- www.gdnet. Com.
- 2- www.efpedia.com.
- 3- www.iefpediiiia.com.
- 4- www.pdf.org.
- 5- www.etudiant.dz.net.
- 6- www.dc3034.shared.com.
- 7- www.ninjawy.com.
- 8- www.shmsi.com.
- 9- www.univ-sba.7obm.org.
- 10- www.djelfa.info.

- 11- www.tadawel.com.sa.
 - 12- [www.bourse de tunis.com](http://www.bourse.de.tunis.com).
 - 13- www.bumt.com.tn الموقع الرسمي لبورصة تونس
 - 14- www.anf.org.ae/ar الموقع الرسمي لصندوق النقد العربي
 - 15- www.bct.gov.tn الموقع الرسمي للبنك المركزي التونسي
 - 16- www.bct.gov.tn الموقع الرسمي للبنك المركزي التونسي
 - 17- www.wikipedia.org الموسوعة ويكيبيديا
 - 18- www.iaigc.net الموقع الرسمي للمؤسسة العربية لضمان الاستثمار وائتمان الصادرات
- ثانيا: الكتب باللغة الفرنسية:

1-le saouteruan, «**introduction aux marchés financiers** »,édition Euronext, paris,2008.

الملخص .

تقتضي الدراسة الموضوعية في عرض هذا البحث ، تسليط الضوء على الآثار الناجمة عن الاستثمار المحفظي في سوق الأوراق المالية للدول العربية عامة و تونس خاصة، فبعد التعرض للجانب النظري الذي شمل المتغيرات الدراسة ، واسقاط على الواقع من خلال دراسة بورصة تونس توصلت الدراسة أن التدفق المتذبذب للاستثمار المحفظي خلال الفترة 2008-2011 لم يحقق الآثار الايجابية المنتظرة في ظل الاصلاحات المطبقة في بورصة تونس و الأمر ذاته ينطبق على الدول العربية بصفة عامة نظرا للتدفقات الضئيلة للاستثمار المحفظي لها ما نجم عنه محدودية الآثار الايجابية التي يمكن الاستفادة منها .

الكلمات المفتاحية:

أسواق الأوراق المالية، الاستثمار المحفظي ، أسواق الأوراق المالية العربية ، بورصة تونس

Abstract .

Require substantive study in the presentation of this research

Highlight the effects of capsular investment in the stock market of the arab countries in general and tunisia in particular after exposure to the theoretical side . wich included the variables of the study, and dropping it on the ground through the study of the Tunis stock exchange study found that the oscillating flow of capsular investment during the period 2008-2011 did not achieve the expected positive effects under .

Key words ::

Securities markets , investment , capsular , arab stock markets , tunis stock exchange .