

1- تمويل المؤسسة

تعتمد المؤسسة في تمويل استثماراتها على مصادر مختلفة يمكن تصنيفها إلى شكلين رئيسيين:

1-1 التمويل الذاتي الداخلي

النتيجة المالية الصافية هي نتاج طرح الالتزامات اتجاه الضرائب والممولين من النتيجة السنوية الإجمالية، وما تبقى منها - في ظل السياسات التوزيعية المنتهجة من طرف المؤسسة - تضم إلى الإهلاكات والمؤونات غير المحققة بعد تصنيفيتها، مكونة بذلك ما يسمى بقدرة التمويل الذاتي للمؤسسة.

1-1-1 الإهلاكات

لقد قدمت للإهلاكات عدة تعاريف، اختلفت باختلاف وجهات نظر المختصين:

أ- التعريف القانوني والمحاسبي

الإهلاك هو عملية محاسبية لتصحيح تقدير الأصول وهو بذلك الملاحظة المحاسبية لخسارة قيمة الأصل نتيجة إستعماله أو حيازته وتميز بين شكلين : إهلاك مادي وإهلاك تطوري (معنوي).

ب- التعريف الإقتصادي

الإهلاك هو عملية توزيع تكلفة الإستثمار على مدة إستعماله.

ج- التعريف المالي

الإهلاك يوجد بهدف إيجاد الموارد المالية الضرورية لتجديد الأصول الثابتة.

ومهما كان نظام الإهلاك المتبع، يفترض أن للأصل مدة حياة أعظمية تتمثل في الحد الذي عنده قيمتها الإستغلالية تساوي الصفر، ويتعين على كل مؤسسة أن تهلك أصولها بمبلغ سنوي كاف يضمن تغطية نقص قيمتهم الإقتصادية، وتميز في هذا المقام بين أربعة أنظمة قابلة للإستعمال: الإهلاك الخطي، المتناقص والمتغير. وقد أثير جدل حول مخصص الإهلاك كمصدر للنقدية للشركة حيث يرى البعض أن الإهلاك يعتبر مصدرا للنقدية، بينما يرى الآخرون أن المبيعات هي المصدر الوحيد للنقدية، ويمثل الإهلاك تدفقا ماليا لتخفيض الربح وزيادة الفائض المحتجز.

1-1-2 الأرباح المحتجزة

الأرباح المحجوزة عبارة عن جزء من الفائض القابل للتوزيع الذي حققته الشركة من ممارسة نشاطها في السنة الجارية و/أو السنوات السابقة، ولم يدفع في شكل توزيعات، وتعتبر هذه الأرباح أحد مصادر الأموال من التكوين الذاتي للشركة، فبدلا من توزيع كل الفائض المتحقق على المساهمين قد تقوم الشركة بتجنيب جزء من ذلك الفائض في عدة حسابات مستقلة، يطلق عليها إسم الإحتياطات وهي أنواع:

أ- الإحتياط القانوني

ويمثل الحد الأدنى من الإحتياطي الذي لا بد للشركة من تكوينه، وقد حددت النسبة قانونيا بـ 5% من صافي أرباح العام ويجوز للشركة التوقف عن التجنيب متى بلغ رصيد ذلك الإحتياطي نصف رأس المال المدفوع،

وإذا قل عن ذلك فيجب أن تبدأ الشركة في عملية التجنيب من جديد، ويستخدم ذلك الإحتياطي في تغطية خسائر الشركة وفي زيادة رأس المال، ويجوز للجمعية العمومية أن تقرر توزيع الزيادة في رصيد هذا الحساب كأرباح على المساهمين، ويعتبر ذلك الإحتياطي في حكم رأس المال من حيث كونه ضمانا لدائني الشركة ومن ثم فإنه لا يجوز للشركة التصرف فيه أو توزيعه على المساهمين إلا طبقا لما ورد في هذا القانون.

ب- الإحتياطي النظامي والإحتياطات الأخرى

ويتم إنشاء هذا الإحتياطي طبقا للنظام الأساسي للشركة إذا إشتط تجنيب نسبة معينة من الأرباح السنوية لأغراض معينة ينص عليها هذا النظام، ولا تستطيع الشركة العدول عن تكوين هذا الإحتياطي ما لم يعدل نظام الشركة، كذلك لا يجوز إستخدام هذا الإحتياطي في غير الأغراض المخصص لها إلا بقرار من الجمعية العمومية للشركة، هذا وينص القانون على أنه يجوز للجمعية العامة، عند تحديد نصيب الأسهم في الأرباح الصافية، أن تقرر تكوين إحتياطات أخرى وذلك بالقدر الذي يحقق دوام ازدهار الشركة أو يكفل توزيع أرباح ثابتة بقدر الإمكان على المساهمين.

ج- الأرباح المرحلة أو المستبقة

إذا تبقى مبلغ بعد عمل توزيعات الأرباح السنوية _ طبقا لكل من قانون الشركات والنظام الأساسي للشركة وقرارات الجمعية العمومية _ قد يقترح مجلس الإدارة ترحيله إلى سنة تالية، ويستخدم ذلك الفائض كإحتياطي لمواجهة أي انخفاضات في الأرباح المحققة في السنوات المقبلة التي قد تؤدي إلى عدم قدرة الشركة على إجراء توزيعات نقدية مناسبة على حملة الأسهم، ويلزم الحصول على موافقة الجمعية العمومية العادية للشركة على قرار إستبقاء أي أرباح ضمن موافقتها على مشروع توزيع الأرباح السنوية الذي يقترحه مجلس إدارة الشركة.

1-1-3- المؤونات ذات الطابع الإحتياطي

مبدأ الحيطة والحذر يقود في أغلب الأحيان مديري المؤسسات للأخذ بعين الاعتبار عدد من التكاليف التي تعد متوقعة، والمؤونة من هذا المنطلق هي الملاحظة المحاسبية لتدئنة قيمة عنصر الأصول (مؤونة نقص قيمة الأصول) ، أو لزيادة الخسوم المطلوبة على أبعاد تقدير في المدى الطويل (مؤونة الخسائر والتكاليف) ، تعين من حيث طبيعتها و لكن غير مؤكدة من حيث تحقيقها، إذ يمكن أن تختفي بمجرد أن تصبح الظروف أكثر ملائمة، ولكي تخصم المؤونة لا بد من شروط:

- أن الأحداث الجارية تجعل الخسارة أو التكلفة محتملة.
- أن الخسارة أو التكلفة التي وضعت لمواجهةها المؤونة تكون هي ذاتها قابلة للخصم.
- أن تكون مثبتة بوثائق محاسبية.

1-2- مميزات وعيوب التمويل الداخلي

مميزاته: ويمكن حصرها فيما يلي:

- الوسيلة الأكثر توافرا أمام الإدارة خصوصا بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والتي يصعب عليها الحصول

على أموال خارجية.

-تمويل الإستثمارات من الأرباح المحققة يعطي للادارة نوع من الحرية، حيث يجنبها تحمل أعباء تعاقدية كالفوائد وأقساط الديون.

-تمثل أموال الإهتلاك جانب كبير من التمويل الداخلي وهي أموال معفية من الضرائب، وتعتبر بذلك لها ميزة خاصة في تخفيض الوعاء الضريبي.

-تدعيم الربح المحتجز والقدرة الإقتراضية للمؤسسة عن طريق زيادة حق الملكية.

عيوبه: ويمكن حصرها فيما يلي:

-قد يؤدي الإعتماد على هذا المصدر الى التوسع البطيئ للمؤسسة مما يؤدي الى عدم إستفادتها من الفرص الإستثمارية المتاحة.

-قد لا تهتم الإدارة بدراسة مجالات إستخدام الأموال المدخرة بواسطة المؤسسة ، مما يؤدي إلى إضعاف العائد.

1-3- التمويل الخارجي

بالرغم مما يوفره التمويل الذاتي من إستقلالية مالية للمؤسسة إلا أنه لا يكفي لتغطية المتطلبات المالية للشركة، مما يحدو بها للجوء إلى مصادر خارجية، هذه الأخيرة التي تتضمن كافة الأموال التي يتم الحصول عليها من مصادر خارجية وذلك بزيادة رأس مال الأسهم، أو الإقتراض، أو هما معا، وإدراج هذا المصدر التمويلي في إطار الزمن يقتضي من تقسيمه إلى نوعين : تمويل طويل ومتوسط الأجل وتمويل قصير الأجل.

1-3-1- التمويل طويل ومتوسط الأجل

يمكن حصر المصادر الخارجية طويلة ومتوسطة الأجل على الأموال لتمويل الاستثمارات الرأسمالية فيما يلي:

أ- التمويل بالمديونية طويلة الأجل

تتعدد أشكال الحصول على الأموال من هذا المصدر فقد يتم الحصول على الأموال مقابل سندات عادية حيث يحدد في الصك أو السند تاريخ الإستحقاق، معدل الفائدة السنوي أو سندات قابلة للتحويل إلى أسهم تصدرها الشركة حيث يتولى بنك أو أكثر تغطية الاككتاب بالكامل وعلى أن تتولى الإشراف على تداولها بسوق المال.

يستنتج مما سبق أهمية هذا المصدر في الحصول على الأموال _ خاصة أن العلاقة منعدمة بين الشركة المصدرة وحاملي هذه الصكوك، وتتوقف تكلفة الأموال الخاصة بهذا المصدر على عدة إعتبارات ك شروط الإصدار والسداد، فقد تصدر السندات بقيمة أقل من قيمتها الإسمية أو قد يتم أدائها في تاريخ الإستحقاق بقيمة أعلى من السعر الإسمي أي بعلاوة سداد _ وكذلك معدل الفائدة الإسمي والذي يشكل أحد العناصر الأساسية المؤثرة في التكلفة.

ب- التمويل بالمشاركة في رأس المال

تعتمد شركات المساهمة في عملياتها التمويلية على زيادة رأس مالها عن طريق إصدار السهم بسعر أعلى من القيمة الاسمية وأقل من القيمة السوقية و يسمى سعر الإصدار والفرق بين سعر الإصدار والسعر الاسمي للسهم يسمى بعلاوة الإصدار، وهي تدفع مباشرة إلى الشركة.

ويستخلص مما سبق ما يلي:

- وجود علاقة بين عدد الأسهم المصدرة وسعر الإصدار، فكلما زاد سعر الإصدار قلت الأسهم المصدرة للحصول على المبالغ المطلوبة لتنفيذ البرنامج الاستثماري.

- تتوقف قيمة حق الإكتتاب على الفرق بين سعر السوق للسهم قبل الإصدار وسعر الإصدار للسهم الجديد.

- ترحل علاوة الإصدار إلى الإحتياطي القانوني - و من الناحية المالية - فهي تمثل تمويل خارجي تميزا له عن الإحتياطي القانوني المحتجز نتيجة توزيع الأرباح حيث يمثل الأخير جزء من التمويل الداخلي، ويمكن القول بصفة عامة أن قيمة السهم تتوقف على الأرباح المستقبلية ومدى نموها والتوزيعات.

- تمثل تكلفة حق الملكية - الحد الأدنى من العائد كشرط للحفاظ على صافي الثروة دون تغيير - فهي تمثل العائد المستهدف على الأموال الإضافية المقدمة للشركة من هذا المصدر، تناظر معدل أو عائد الفرصة البديلة.

ج- التمويل بالتأجير

يدعى بالتأجير التمويلي بإنفاق بين مؤجر (مؤسسة معينة أو بنك مثلا) ومستأجر لأصول رأسمالية إنتاجية يملكها المؤجر، وتبقى كذلك طيلة مدة الإيجار ويستفيد منها المستأجر بإنتفاع كامل مقابل تقديم أقساط إيجار سنوي طويل مدة حياة العقد.

1-3-2- التمويل قصير الأجل

القروض قصيرة الأجل هي تلك القروض التي تقل مدتها عن سنة واحدة وتشمل تلك القروض التي تمنح لتمويل رأس المال العامل عادة، من خلال تمويل شراء الخامات أو تمويل فترة التخزين أو تمويل فترة البيع الآجل. ما سبق ذكره يؤكد حقيقة مفادها أن : القروض قصيرة الأجل تستخدم لتمويل الإحتياجات المالية المؤقتة لتمويل الإستثمارات في الأصول المتداولة.

ويصنف التمويل قصير الأجل إلى مجموعتين:

أ- التمويل التلقائي

ويشتمل أساسا على:

- الإئتمان التجاري وهو مصدر تمويل تلقائي أو طبيعي بمعنى أنه ينتج من العمليات التجارية العادية للشركة ويعرف بأنه الإئتمان قصير الأجل الذي يمنحه المورد إلى المشتري عندما يقوم هذا الأخير بشراء البضائع لغرض إعادة بيعها ويحتاج المشتري إلى الإئتمان التجاري في حالة عدم كفاية رأسمال العامل لمقابلة الحاجات الجارية وعدم مقدرته على الحصول على القروض المصرفية وغيرها من القروض القصيرة ذات التكلفة المنخفضة، ومن ناحية أخرى فإن رغبة الدائنين التجاريين في منح هذا النوع من الإئتمان تتوقف على مجموعتين من العوامل، الأولى

العوامل الشخصية مثل مركز البائع المالي ومدى رغبته في التخلص من مخزونه السلعي وتقدير البائع لأخطار الائتمان، والمجموعة الثانية من العوامل هي تلك الناشئة عن حالة التجارة والمنافسة مثل الفترة الزمنية التي يحتاجها المشتري لتسويق السلعة وطبيعة السلع المباعة وحالة المنافسة وموقع العملاء والحالة التجارية.

- التمويل التفاوضي أو المصرفي

تقدمها البنوك التجارية للمؤسسات مقابل فائدة بمعدلات متفق عليها، ويتم تسديدها خلال فترات لا تزيد عن السنة، وهناك نوعين من هذه القروض مضمونة وغير مضمونة، والقروض غير المضمونة يشترط عادة في تسديدها أن لا تزيد عن السنة، وهي في الحالات العامة تكون على شكل خطوط قرض، أي حصول المؤسسة بإستمرار على مبلغ من الأموال متفق عليه مادامت تسدد ما سبق افتراضه في الوقت المناسب والمتفق عليه بإستمرار، ولتفادي إعادة المفاوضات والعقود المنفردة وفيه بعض الشروط مثل إبقاء نسبة معينة من القرض في حساب المؤسسة بالبنك.

أما القروض المضمونة ففيها يعمل البنك على طلب ضمانات نتيجة لعدد من العوامل مثل الحاجة إلى الأموال بإستمرار من طرف المؤسسة، وخاصة في مواسم معينة، أو تكون المؤسسة معرضة لنسبة من الخطورة أكبر من العادية أو حالة ضعف وضعيتها المالية، والضمان عادة يكون بأحد عناصر الأصول كرهن، وفي حالة توقف المؤسسة عن الدفع يباع الأصل و يعطي به البنك قرضه، والباقي يعود إلى المؤسسة، والضمان قد يعطي فرصة أحياناً للمؤسسة للحصول على أكبر قدر ممكن من القرض، وفي نفس الوقت يمثل مصدر إطمئنان للبنك. وهناك أسباب عديدة لإستخدام الإئتمان المصرفي، فالقروض المصرفية غالباً ما تكون متوفرة بسهولة وبأقل تكلفة من الإئتمان التجاري.

2-السوق المالي

الأسواق المالية هي مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى إستثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحد من أهم عوامل الإنتاج، إنّ الوظيفة الاقتصادية لأسواق المال هي تخصيص موارد المجتمع (المدخرات) على أفضل إستخداماتها (الإستثمارات) ، وذلك بوضع حد لصعوبة إنتقال الأموال مباشرة بين الطرفين الناجمة عن كل أو بعض الأسباب الآتية:

- عدم معرفة كل طرف للآخر.

- عدم وجود الثقة بين الطرفين.

- الإختلاف حول آجال إستحقاق الأموال.

- الإختلاف حول درجة المخاطرة في الإستثمار.

يضاف لكل ما سبق أن السوق المالي ينقسم إلى شقين أساسيين هما: سوق رؤوس الأموال وسوق النقد.

2-1-السوق النقدي وأهميته

للتعرف على السوق النقدي نتعرض لما يلي:

أ- تعريف السوق النقدي

هي الميكانيكية التي يتم بموجبها ومن خلالها إصدار وتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل، ففي هذه السوق يتركز عرض وطلب الأموال القابلة للإقراض لفترة تقل عن عام، ويتولد عرض هذه الأموال من جانب كل من يرغب في توظيف مدخراته عن طريق التخلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل الحصول على عائدها، بينما يتشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع نقود الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما.

وتنتقل فيه الأموال من خلال أدوات مالية قصيرة الأجل ذات درجة سيولة عالية مثل:

أذون الخزينة، شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول، الأوراق التجارية، القبولات المصرفية وقروض الأرصدة المركزية وغيرها، هذه الأخيرة التي تتداول من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية التي تتعامل في هذه الأوراق.

ب- أهمية سوق النقد

ترجع أهمية سوق النقد إلى طبيعة الخدمات المتعددة التي يقدمها لمختلف الوحدات الاقتصادية في المجتمع، فمن وجهة نظر الاقتصاد القومي يؤمن وجود هذه السوق سرعة حصول المقترض على الأموال التي يحتاجها، كما يؤمن للمقترض إمكانية تحويل أصوله المالية قصيرة الأجل بسرعة إلى أرصدة نقدية سائلة، ومن وجهة نظر المصارف المركزية يعتبر وجود هذه السوق وسيلة مهمة في التأثير على حجم احتياطات المصارف التجارية، وبالتالي في التأثير على مستويات الفائدة سواء قصيرة أو طويلة الأجل، وكلها من الأمور الحاسمة عند رسم السياسات النقدية.

2-2- سوق رؤوس الأموال

يعد سوق رؤوس الأموال الشق الثاني من سوق المال، وفيما يلي لمحة موجزة لماهيته ومكوناته .

أ- تعريف سوق رؤوس الأموال

تعددت التعاريف المتعلقة بسوق رؤوس الأموال، ونذكر من بينها ما يلي:

تعرف سوق رؤوس الأموال بأنها " تلك الآلية الائتمانية التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوزيع إيداعات الشركات والحكومات إلى مختلف أوجه الاستعمال الإنتاجية أو غير الإنتاجية " .

ويعرفها "بيار كونسو" على أنها " شبكة للتمويل طويل الأجل، المبنية على إصدارات، بمعنى بيع القيم المتداولة التي تسمح بتعبئة الإدخار الفردي " .

كما يمكن تقديم تعريف " سوق رؤوس الأموال بالمفهوم الواسع هو المكان الذي تنفذ فيه مجموعة من العمليات المالية، أي مكان مقابلة الإحتياجات والطاقة التمويلية للعملاء الاقتصاديين، أما بالمعنى الضيق فهي السوق الذي يتبادل فيه القيم المنقولة (الأسهم والسندات) مقابل النقود ويشتمل على سوق أولي يسمح

للمؤسسات بالتمويل وللمدخرين الحصول على أوراق جديدة وسوق ثانوي يسمح بإعادة بيع الأوراق المالية ". ومن خلال هذه التعاريف يمكن وضع تعريف شامل لسوق رؤوس الأموال على أنها المكان الذي يتم عن طريقها خلق (سوق أولي) وتداول (سوق ثانوي) الأصول المالية طويلة الأجل، بما يسمح بتعبئة الإدخارات المجمعة من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، لتمويل إستثماراتها طويلة الأجل، بغية خلق قيم إقتصادية مضافة على شكل سلع أو خدمات نهائية أو وسطية.

ب- تقسيمات سوق رأس المال

عادة ما تنقسم أسواق رأس المال إلى سوقين هما:

- السوق الأولي

ويختص هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة، أو التوسع في مشروع قائم، يطرح أوراق مالية للاكتتاب العام أو الخاص، وقد يتم ذلك بطريق مباشر أو غير مباشر (بنك الاستثمار) ، هذا ونشير إلى أنه لا يتم تسويق الإصدار إلا بعد تقديم طلب تسجيل إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة، وترفع الإصدارات الحكومية لحالة إستثنائية.

- السوق الثانوي

ويختص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل، وللبورصة طبيعة مزدوجة حيث تسمح للأعوان بالبيع أو التخلي عن الأوراق المالية قبل وصول تاريخ إستحقاقها، لكن قد يتعرضون لمخاطر إذا إنخفضت الأسعار، وتتخذ شكلين:

الأسواق المنظمة: تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء ويدار هذا المكان، بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويتطلب التعامل في الأوراق المالية أن تكون هذه الأوراق مسجلة بتلك السوق، وفقا لشروط معينة تختلف من بلد لآخر، ويمتاز هذا السوق بصعوبة الدخول إليه إذ يقتصر ذلك على المؤسسات ذات الحجم الكبير.

الأسواق غير المنظمة: وفيها تتداول عادة الأوراق المالية غير المسجلة بالبورصة، عن طريق بيوت السمسرة، ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض من خلال شبكة إتصالات قوية فلا وجود لمكان مادي محدد للتعامل.

هذا وتضمنت السوق غير المنظمة أسواق فرعية أخرى تمثلت أساسا في:

- **السوق الثالث:** هو يمثل جزء من السوق غير المنظمة حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية لكبار المستثمرين، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها .

- **السوق الرابع:** هي سوق للتعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار أوراق مالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وتلفونية .

3- ماهية بورصة القيم المنقولة

المتصفح لمفهوم بورصة القيم المنقولة يجدها جزء من محيط أوسع، ممثلاً في سوق رأس المال، وتمتاز بهيكل نعرضه فيما يلي.

أ- تعريف بورصة القيم المنقولة

قد قدمت لبورصة القيم المنقولة العديد من التعاريف أختير منها ما يلي:

يعرف " بيار بالي " و " فاستون ديفوس " البورصة على أنها " تلك السوق الثانوية العمومية والمنظمة للقيم المنقولة المسجلة ".

ويعرف " محمد سويلم " بورصة القيم على أنها " سوق ثابتة المكان وتقوم باستمرار في مراكز التجارة و المال في مواعيد محددة عادة تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال وسماسرة محترفون ومختصون في هذه المعاملات التي تتم بصورة علنية بالنسبة للأوراق المالية و الأسعار المتفاوض و المتفق عليها في كل نوع. أما " طارق عبد العال حماد " فيعرفها على أنها " السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بين المتعاملين وفقاً لتفسير وتحليل المعلومات المتدفقة إليهم ". إنطلاقاً من هذا التعريف يتضح جلياً عناصر بورصة الأوراق المالية في:

- الأوراق المالية (الأسهم والسندات) وتمثل البضاعة والسلعة التي يتم تداولها في السوق.
- المتعاملون وهم البائعون والمشترون والسماسرة والمؤسسات والهيئات والشركات المرتبطة بعمليات تداول الأوراق المالية.
- المعلومات وتمثل محركات ومؤشرات اتخاذ قرارات الشراء والبيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية بمعرفة المستثمرين الحاليين والمرقبين.

أما التعريف الأخير لـ " محمود أمين زويل " الذي يعرفها على أنها " سوق بالمفهوم الإقتصادي للسوق لتبادل سلعة هي الأسهم والسندات وتعرف بسوق المال طويل الأجل، وهي أقرب ما يكون للسوق الكاملة وسوق للمنافسة الكاملة ويناسبها قناة للتسويق المنتج/ الوكيل / المستهلك ".

ويمكن أن تحتفظ في هذا المقام بتعريف " محمد براق " الذي يعرف بورصة القيم المنقولة كما يلي:

" البورصة هي مكان أو سوق يلتقي فيه دورياً أعوان مختصون ومعتمدون حيث يقومون بإبرام صفقات بالبيع والشراء لقيم متداولة (أوراق مالية: أسهم وسندات) أو أشياء غير موجودة تحت نظر الأطراف المتعاقدة، بأسعار متفاوض عليها، تعرف بتسعيرة البورصة، والتي إما أن تكون بالتفاوض (عمليات عاجلة) أو بصفة آجله، شريطة أن تتم كل العمليات في البورصة وتحت مراقبة السلطات العمومية ضماناً لحرية التعامل والعلانية والإلتزام بالمثل الأخلاقية.

فالبورصة إذا هي قناة توجيه وإستخدام للموارد المتاحة للمجتمع بكفاءة على النحو الذي يحقق توفير مورد

من موارد التمويل لإستثمار وتوظيف الأموال، وسد العجز بين المعروض من هذه الموارد والمطلوب منها". وتتكون البورصة من الجمعية العامة، لجنة البورصة، هيئة التحكيم، مجلس التأديب، وغرفة المقاصة.

ب-وظائف البورصة

لقد تناول العديد من الكتاب تحديد وظائف بورصة الأوراق المالية من أكثر من زاوية، وبالرغم من تعدد وتنوع هذه الوظائف إلا أنه يمكن تجميعها في وظيفتين أساسيتين وذلك إلى جانب بعض الوظائف الأخرى التي وجدت نتيجة للتطور الذي تعرضت له البورصات.

-إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية

يقبل المستثمر عموماً على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت وإستعادة قيمتها عند الحاجة إليها، فالتعامل في البورصات يتم من خلال مدخرات الأفراد المستثمرة في شكل أسهم و سندات، والمعروف أن دوافع الإدخار لدى هؤلاء متنوعة، وبصفة عامة يلاحظ أن المدخر يحتاج لمدخراته طبقاً لظروفه الطارئة، والتي لا تكون محددة بزمن معين، كما يرغب أيضاً في إسترداد هذه الأموال دون خسارة محسوسة.

فخلافاً لأنواع الإستثمارات الأخرى، للإستثمار في الأوراق المالية يمتاز بمرونة التعامل، فالبورصة هي وحدها التي تيسر للمستثمر سبيل التخلص من الأسهم بالبيع وبذلك يستطيع أن يسترد أمواله، وبهذه الميزة يمكن تحقيق التوازن من ناحية عرض المدخرات وتلبية رغبة المدخر في حصوله على أمواله في أوقات تناسب احتياجاته. ومن ناحية الطلب، والتي تتطلب بقاء الأموال المكتتب فيها لتمويل الإستثمارات المختلفة، فالبورصة بهذا المفهوم هي الجهاز الذي يمكن أن يتحقق به سهولة تسويق الإستثمارات، ومساعدة الأفراد على التخلص منها في أي وقت.

وضمان نجاح البورصة في تحقيق هذه الوظيفة أمران:

- إيجاد طبقة من الوسطاء يقومون بعملية البيع و الشراء سواء لحسابهم أو لحساب الغير ، و بذلك يهيئوا للمستثمر سوقاً مستمراً لما يمتلكه من أوراق مالية .

- وجود نشاط في التعامل في هذه الأوراق بالقدر الذي يسمح بتحقيق رغبات المستثمرين، ودرجة التعامل بمثابة دعاية طيبة للإستثمار في الأوراق المالية، فكلما كان هناك نشاط في التعامل، دل ذلك على ارتفاع درجة السهولة في تسويقها والعكس صحيح، وعموماً يتوقف نشاط التعامل على مجموعة من العوامل بعضها داخلي خاص بالبورصة، وبعضها خارجي يتعلق بحجم قاعدة الملكية للأسهم والسندات المقيدة بالبورصة، فكلما كبرت هذه القاعدة كلما كانت احتمالات البيع والشراء كبيرة، ويعكس ما إذا كانت هذه الملكية مركزة في أيدي قلة من المستثمرين يصعب معها وجود البائع والمشتري وقت اللزوم.

- تأمين المنافسة ووسيلة لالتقاء العرض والطلب

هذه الوظيفة مرتبطة إرتباطاً وثيقاً بالوظيفة الأولى فلا يجب أن توفر البورصة تسهيل التسويق على حساب الأسعار، فلبورصة دوراً في تحقيق عدالة الأسعار وذلك من خلال الإلتقاء الواسع للطلب والعرض معا فهي بما

لديها من أجهزة، وإمكانات، وإتصالات السماسرة ببعضهم وإتصالاتهم بوسائل الإتصال المختلفة تعمل على تجميع الطلب والعرض في مكان واحد، كما تعتمد على توفير شروط العلانية في عقد الصفقات وتسجيل الأسعار في مكان ظاهر ونشرها في النشرة اليومية بعد مراجعتها من قبل اللجنة المختصة، كل هذا بهدف تحقيق سعرا عادلا للبائع حتى لا يتعرض لضغط الحاجة ويبيع مضطرا بخسارة.

كما تساهم البورصة أيضا في تحقيق السعر المناسب عن طريق إلزام الشركات المقيدة بها -طبقا للوائح بعض البورصات- من ضرورة مدها بالمعلومات الكافية من أعمالها التي قد تؤثر مباشرة على قيمة الأسهم، وبذلك يتمكن المتعاملون من تقييم الأوراق المتداولة على أسس معلومة، والتصرف على أساس مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق، وبالتالي تنخفض أعمال المضاربة التي ليس لها أساس اقتصادي سليم، والتي قد تحدث نتيجة لجهل المتعاملين بخصائص ما يتعاملون فيه من أوراق مالية.

وبذلك فالبورصة تؤمن جو من المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات، من خلال الشفافية، والإفصاح، والإلتزام بالمثل الأخلاقية، وكذا إلتقاء العرض والطلب الدائمين الذي يمكن تفاعلها من تحديد الأسعار، مما يعني أن للبورصة وظيفة لتسعير القيم المختلفة المتداولة فيها.

ج-المتدخلون في البورصة

تعدّ الأطراف المتدخلة في البورصة من أهم العناصر التي تعمل إبرام وتنفيذ الصفقات المالية، في بيع وشراء الأسهم والسندات، وتطرق لهم فيما يلي :

-المؤسسات المرخصة بممارسة نشاط الوساطة في العمليات البورصية

لا تعتبر كل المؤسسات المالية وسطاء ماليين، بل يتدرج تحت سقف هذه الأخيرة فئة المتعاملين بالأوراق المالية يباعا وشراء، والتي تتمثل في:

شركات التأمين :

تنحصر فكرة التأمين في الاحتياط للمستقبل والتسلح ضد خطر الخسائر المادية التي تسببها الكوارث التي تقع للإنسان في المستقبل سواء في الممتلكات وهنا نشأ التأمين على الممتلكات، أو التي تقع على الإنسان نفسه، وهنا تنشأ ما يسمى التأمين على الحياة وأصبح التأمين بشقيه نظام من أهم النظم التي تقوم عليها الحضارة الحديثة.

ولشركات التأمين دور مزدوج، فهي شركة تقدم خدمة التأمين لمن يطلبها، كما أنها مؤسسة مالية تحصل على الأموال من المؤمن لهم لتعيد إستثمارها في مقابل عائد، ولم يقتصر نشاطها على هذا فقط بل إمتد إلى الوساطة في العمليات البورصية.

صناديق التقاعد

يقوم عمل صناديق التقاعد على مبدأ تجميع إيداعات العمال بإقتطاع جزء من مداخلهم على شكل إشتراكات حتى بلوغ سن معين (سن التقاعد) ، ثم إعادتها لهم خلال مرحلة التقاعد.

إنّ تراكم الإشتراكات المدفوعة، شكل سيولة كافية لدى صناديق التقاعد، وعملية توظيفها غالبا ما يدفع بصناديق التقاعد للتعامل في السوق المالية.

البنوك

يعتبر البنك نوع من أنواع المؤسسات المالية التي يتركز نشاطها الطبيعي والتقليدي في قبول الودائع، ومنح الائتمان، ويعد بذلك من أكثر الوسطاء كفاءة لخدمة كل من المقرضين (المدخرين) والمقترضين. كما تعد أيضا من أهم المتعاملون في البورصة، إذ بإمكانها أن تتدخل للعمل لحسابها الخاص بشراء أوراق مالية وبيعها، كما يمكن لها تسيير المحافظ للغير مقابل عمولات، وفي هذه الحالة يمكن إعتبارها كوسيط في عمليات البورصة.

كما يمكن للبنوك أن تتدخل في السوق الأولية بهدف مساعدة عدة مؤسسات القطاع العام والخاص على إصدار الأوراق المالية، وطرحها للإكتتاب العام لأول مرة.

بيوت السمسرة

هي شركات مساهمة تتولى تنفيذ عمليات شراء وبيع الأوراق المالية نيابة عن العملاء، وقد ألزمت بعض القوانين وجوب تسيير شركات السمسرة في بيع (أو شراء) الأوراق المالية، ويشترط أن يتم التعامل على أوراق مالية مقيدة بالبورصة.

شركات الإستثمار

شركات الإستثمار هي شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات، لتقوم بإستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية - ذات تداول عام أسهم، سندات أو أذون الخزانة - التي تناسب كل فئة، ويتحدد نصيب المستثمر في حصة من التشكيلة ككل، يحصل في مقابلها على أسهم أو شهادات دالة على ذلك.

-المتعاملون الآخرون

إنّ التعامل في البورصة لا يكون حصرا على الوسطاء في عملياتها، وإنما يمتد ليشمل متعاملين آخرين نتطرق لهم فيما يلي:

المستثمرون الأفراد

يتميز المستثمرون الكبار بتوجيه جهودهم نحو الحصول على المعلومات، مما يجعل قراراتهم الاستثمارية عادة مبنية على أسس سليمة، ما سبق ذكره لا يعني أن المستثمرون الأفراد يقلون أهمية عنهم، وإن اضطروا لتوظيف مدخراتهم عن طريق المنظمات الجماعية للتوظيف، أو الوسيط صندوق التقاعد، فإنهم يؤثرون مباشرة في البورصة، ويلعبون دورا أساسيا لما لدى البعض منهم من إمكانيات معتبرة، فوجودهم يعد عامل توازن للأسواق.

الشركات والمؤسسات

تقوم الشركات والمؤسسات المالية بإستثمار جزء من أموالها في الأوراق المالية، إما بغرض إستثمار النقدية

الزائدة عن الحد في أوراق مالية لفترة قصيرة، أو الاستثمار طويل الأجل بهدف تحسين مواردها المالية، ويكون تدخلها بذلك بصفة عارضة لرؤوس الأموال.

كما لا يخفى علينا ذكر في هذا المقام أن رأس المال الضروري للمؤسسات الحديثة الكبيرة تتجاوز إمكانيات الفرد الواحد أو الأسرة الواحدة، فالقروض المقسمة إلى سندات تسمح بتأمين التمويل، إضافة إلى أن المؤسسة ذات أسهم تمثل الآلية الأكثر فعالية لتجميع رؤوس الأموال لعدد من المدخرين لخلق وتطوير هذه المؤسسات، مما يعني أن تدخلها في هذا المقام تكون بصفة طالبة لرؤوس الأموال.

الجمعيات ذات الطابع غير الربحي

غالباً ما تتدخل الجمعيات والتنظيمات الثقافية والعلمية والرياضية في البورصة لتوظيف جزء من السيولة المتوفرة لها بشراء أصول مالية لتحسين مواردها المالية، تساعد في بلوغ أهدافها.

د- مهام الوسطاء الماليون

يضطلع الوسطاء الماليون بجملة من المهام تعزز مكانتهم في أسواق رأس المال نوجزها فيما يلي:

الوساطة الزمنية

يمكن للمؤسسات المالية المقابلة أو التوفيق بين الأصول والخصوم رغم اختلاف اجلها، إذ بمقدورها تقديم قروض طويلة الأجل وفي نفس الوقت يكون عليها التزامات قصيرة الأجل للمدخرين، وذلك من خلال قدرتها في التعامل مع التغير في أسعار الفائدة أو مخاطر سعر الفائدة.

التأثير في السياسة النقدية

تعتبر ودائع البنوك والمؤسسات المالية الأخرى وسائل مقبولة للتعامل بين أفراد المجتمع، مما جعل لها تأثير على السياسة النقدية، فودائع هذه المؤسسات مكون هام للمعروض من النقود، والتي تؤثر على معدلات التضخم، وبالتالي تعتبر البنوك هي الطريق الذي تؤثر من خلاله السياسة النقدية على بقية القطاع المالي وعلى الإقتصاد ككل.

تحويل الثروة من فترة لأخرى

وهي تعني قدرة هذه المؤسسات على تحويل الأموال وإدخالها من فترة لأخرى فمثلاً إدخار الأموال في فترات الشباب إلى فترات الكبر تعتبر ميزة لا توفرها إلا مثل هذه المؤسسات، مثل شركات التأمين وصناديق التقاعد.

الوساطة للاستثمارات الصغيرة

لا يمكن للمدخر الفرد ذو الموارد المحدودة شراء أوراق مالية بأسعار مرتفعة، ولكنه من خلال المؤسسات المالية يمكنه الإستثمار في هذه الأوراق تحقيق نفس العائد الذي يحققه المستثمر ذو الموارد الكبيرة، حيث تقوم المؤسسة المالية بتجميع هذه الأموال المحدودة وإستثمارها، وبذلك يحقق صغار المدخرين عائد أعلى مما لو استثمر كل واحد منهم على حدى.

الحفظ والحماية

توفر بيوت السمسرة خزائن لحفظ الأوراق المالية المملوكة للمستثمر، مما يجنبه تكلفة تأجير أو شراء خزائن خاصة أو مشقة نقلها من بيت سمسرة لآخر في كل صفقة، وغني عن البيان أن الاحتفاظ بالأوراق المالية لدى بيت السمسرة يلقي عليه عبء تحصيل العوائد التي تتولد عنها عند تاريخ إستحقاقها.

توفير المعلومات

تعمل بيوت السمسرة على تزويد العميل بأحدث المعلومات عن الأوراق المالية التي تتعامل فيها، وذلك وفقا لتقارير خبراء متخصصين.

النصح والمشورة

تقدم بيوت السمسرة النصح والمشورة لعملائها من ذوي الخبرة المحدودة في شؤون الاستثمار، لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية وقد يصل الأمر إلى قيام بيت السمسرة بإدارة محفظة العميل، واتخاذ القرارات نيابة عنه، أو قد يقتصر عملهم على إتمام الصفقات دون أن يقدم رأيه في الأوراق محل الصفقة، لذلك يجب النظر إليهم كخبراء استثمار أو مستشارين ماليين.

التسهيلات الائتمانية

تأخذ بيوت السمسرة ذات الخدمة الشاملة على عاتقها تسهيلات ائتمانية في عمليات التمويل النقدي الجزئي أو البيع على المكشوف.

هـ- أهمية الوسطاء بالنسبة للمتعاملين

تمثل الوظيفة الأساسية للوسطاء الماليين في تحويل الأصول و ذلك بشراء الأوراق المالية الأولية التي تصدرها الشركات و تحويلها بطريقة مربحة إلى أوراق مالية ثانوية أكثر جاذبية للأفراد المستثمرين، هدف وصول المؤسسات المالية إليه ضمانه مقدرتها على تخفيض عدة أنواع من التكاليف التي تثقل كاهل المدخرين الأفراد وتتمثل في:

تكاليف المعلومات

الشركات المصدرة للأوراق المالية يمكن أن تقوم بتصرفات مناقضة للشروط التي تم الاتفاق عليها في العقود بينها وبين المستثمرين، نتيجة لهذا فإن المؤسسات المالية التي تجمع أموال المدخرين معا وتستثمرهم في أوراق مالية أولية من التي تصدرها هذه الشركات، يكون لها حافز لتجميع المعلومات ومراقبة تصرفات الشركات لما يجوزتها من إستثمارات تفوق تصرفات المستثمر الفرد، ونشير في هذا المقام إلى انخفاض متوسط تكلفة تجميع هذه المعلومات، حيث تظهر هنا إقتصاديات الحجم في تجميع المعلومات.

تكاليف المعاملات

وتعني تكلفة بيع وشراء الأوراق المالية، فنظرا لكبر حجم تعاملات المؤسسات المالية مقارنة بالمستثمر الفرد، تحقق المؤسسات المالية إقتصاديات الحجم في تكلفة المعاملات أيضا، فنسبة العمولة مثلا عادة ما تكون صغيرة

نظرا للوفرات في التكاليف الناجمة عن ضخامة الصفقة الواحدة، بالإضافة إلى أن هامش الربح أو الفرق بين سعر بيع الورقة وسعر شرائها عادة يكون أقل في حالة الشراء أو البيع بكميات كبيرة.

التكاليف الخاصة بمتطلبات السيولة ومخاطر السعر

فالمؤسسات المالية تقدم الأوراق المالية الثانوية مثل الودائع التي يمكن سحبها في أي وقت، بالإضافة إلى قدرتها على التنوع في تشكيلة الاستثمار والذي يساعد على تخفيض المخاطر، أما صغار المدخرين فقد يتعرضون إلى خطر السوق وهو انخفاض سعر الورقة المالية، عند الحاجة إلى سيولة أو في حالة إعادة بيعها، ويسمى هذا الخطر خطر السعر، إذ يباع الأصل بأقل من سعر شرائه.

هذا ونشير أنه هناك من المعاملات المالية والعقود التي تحتاج حين تنفيذها إلى مهارات وتقنيات خاصة، لا تتوفر معرفتها إلا لدى بعض الوسطاء المختصين، وهو الأمر الذي يحمل المتعاملين في البورصة إلى إختيار هؤلاء الوسطاء الذين يتميزون بالخبرة والتخصص في ميدان عملهم.

4- الأدوات المالية المتداولة في البورصة

أ- الأسهم العادية

السهم العادي عبارة عن صك ملكية في رأس مال شركة مساهمة، ويتمتع صاحبه بمجموعة من الحقوق كفلها القانون حمايته نذكر أهمها فيما يلي:

- إمكانية نقل الملكية إلى شخص آخر، إذ لا يحق للمساهم مطالبة الشركة بإعادة قيمة الأسهم، بل يلجأ لبيعها في أسواق المال.

- الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها في نهاية السنة المالية، ولا يحق للمساهم الحصول على الأرباح إلا عند تحقيقها وإتخاذ القرار بتوزيعها، وبعد إستيفاء أصحاب الحقوق الأخرى نصيبهم .

- الإطلاع على دفاتر وسجلات الشركة.

- الحق في حضور وبالتالي التصويت في الجمعية العمومية بنسبة الأسهم التي يمتلكها.

- الحق في الإشتراك في أصول الشركة عند بيعها بمناسبة تصفيتها، وبعد إستفاء كافة الحقوق الأخرى.

- حق الترشح لمجلس الإدارة وفقا للنظام الأساسي للشركة.

ب- الأسهم الممتازة

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية وله قيمة إسمية، قيمة سوقية وقيمة دفترية، وتتمتع الأسهم الممتازة بجملة من الخصائص نوجزها فيما يلي:

- تخول لحاملها الأولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية.

- الشركة ليست ملزمة قانونا بإجراء توزيعات في كل سنة تتحقق فيها أرباح.

- لا يمنح لحاملها الحق في التصويت إلا في حالة مواجهة مشكلات عويصة.

- تخول الحق لأصحابها في الحصول على توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم.

- تعطي لحاملها الأولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على التوزيعات المستحقة لهم عن سنوات سابقة.
- إصدار الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة.

ج- الأوراق المالية التي تمثل ديناً على الشركة

يعد السند أحد أشكال الاستثمار في الأصول المالية، فهو عبارة عن صك مديونية بمقتضاه يتعهد مصدر السند (المقرض) برد القيمة المدونة على السند بالإضافة إلى الفوائد لمالك السند (المقرض) وذلك خلال فترة زمنية متفق عليها، ويتم إصدار السندات بواسطة منشآت الأعمال والحكومات.

- خصائص السندات

الخصائص هي تلك العوامل التي تميز السند عن غيره من الأوراق المالية، وتميز السند عن غيره من السندات وتشتمل على:

الكوبون

هو عبارة عن الدخل الذي يحصل عليه حامل السند خلال حياة السند، ويتحدد معدل الكوبون للسند اعتماداً على أسعار الفائدة السائدة في السوق للسندات التي لها نفس درجة المخاطرة.

تاريخ الإستحقاق

تشير فترة الإستحقاق إلى عدد السنوات التي بعدها يحصل حامل السند على القيمة الإسمية للسند، والجدير بالذكر أن فترة الإستحقاق تحدد عدة مرات حصول المستثمر على الفوائد.

القيمة الإسمية

وهي القيمة المدونة على السند والتي يتعهد مصدر السند بردها إلى حامل السند في تاريخ الإستحقاق، ولكن نادراً ما يباع السند بقيمته الإسمية حيث أن للسند قيمة سوقية تتوقف على معدل الكوبون مقارنة بأسعار الفائدة السائدة في السوق لسندات مماثلة تضمن نفس مقدار المخاطر.

شروط نقل الملكية

قد يصدر السند لحامله إذ يمكن نقل الملكية عن طريق البيع أو التنازل (قابل للتداول)، أمّا السند الإسمي حيث يتم تسجيل السند في سجلات الشركة بإسم مالك السند، فلا يتم نقل الملكية إلا من خلال إجراءات معينة لنقل القيد في سجلات الشركة.

إنّ معدل الكوبون لكلا النوعين فتحدده المنشأة على ضوء عدد من المتغيرات:

مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات في تواريخ الإستحقاق، والمركز الائتماني للمنشأة، وما إذا كان السند قابلاً للتحويل إلى سهم عادي، ومستقبل الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة، والرهونات المتاحة لخدمة الإصدار، وأسعار الفائدة السائدة في السوق، وحجم المنشأة وغيرها.

5- السوق المالي الجيد: لكي يطلق على سوق الأوراق المالية جيداً، ينبغي أن تتوفر فيه بعض السمات والمواصفات منها:

- **توافر المعلومات والبيانات:** أي أن يكون بإستطاعة المشاركين في السوق الحصول على المعلومات حول حجم وأسعار التعاملات السابقة في وقتها وبدقة تامة.

- **توفر السيولة:** وهي القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وسهولة أي صلاحية الأسهم للعرض في السوق، وبسعر محدد ومعروف أي عدم حصول تغير كبير وفجائي في سعر السهم بين معاملة وأخرى إلا إذا توافرت معلومات جديدة هامة وجوهرية .

- **العمق:** أي وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين المحتملين الراغبين في إجراء المعاملات بأسعار تزيد أو تقل عن سعر السوق الجاري.

- **إنخفاض كلفة التعاملات:** كلما كانت الكلفة منخفضة كلما كان السوق أكثر كفاءة وتقاس على أساس نسبتها إلى قيمة المعاملة.

- **يفضل المشاركون في السوق أن تتعدل الأسعار بسرعة وفقاً للمعلومات الجديدة فيما يتعلق بالعرض والطلب على الأصول .**

6- كفاءة أسواق الأوراق المالية

أ- مفهوم كفاءة الأسواق المالية

وفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة، لكل معلومة جيدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعوداً أو هبوطاً وذلك تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.

وفي السوق الكفاء يعكس سعر سهم المنشأة المعلومات المتاحة عنها، كما يعكس توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماماً.

ب- الكفاءة الكاملة والكفاءة الإقتصادية

. الكفاءة الكاملة

يشار إلى السوق التي تنعكس فيها المعلومات بصورة كاملة وسريعة في الأسعار السوقية، بإفتراض عدم وجود فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، بأنها سوق ذات كفاءة كاملة، ولكي ترقى السوق إلى مستوى الكفاءة الكاملة لا بد من توفر عدد من الشروط:

- توافر المعلومات للكافة وبدون تكلفة بحيث تكون توقعات المستثمرون واحدة.
- لا يوجد أي قيود على التعامل مثل الضرائب، وعمولات السمسرة، وتكاليف التعاملات الأخرى، كما لا توجد أي عراقيل كمية ولا تشريعية تهدف للحد من حرية المستثمرين والمؤسسات على حد سواء.

- وجود عدد كبير من المستثمرين وبذلك لا تؤثر تصرفات البعض منهم تأثيراً ملموساً على أسعار الأسهم، مما يعني أن الأسعار المعلنة هي قضية مسلم بها.
- يتصف المستثمرون بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم.

الكفاءة الاقتصادية

أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، ويعني أن القيمة السوقية للسهم قد يبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل.

ج- مستويات الكفاءة

تمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق في ثلاث فرضيات هي:

-فرضية الصيغة الضعيفة

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

-فرضية الصيغة المتوسطة

تقتضي بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس كذلك كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات (الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو المنشأة، التقارير المالية وغيرها)، وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بتحليل الأساسي لتلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء.

-فرضية الصيغة القوية

وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين إستخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو إستعان بخبرة أفضل مستشاري الإستثمار .

7- مؤشرات البورصة

أ-تعريف المؤشر

يمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق، يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق المال، ونلمس بذلك أهميته الخاصة التي تطلبت منا تخصيص هذا المطلب، لمعرفة مدى قدرة المؤشر على التنبؤ بالحالة الاقتصادية، استخداماته الأساسية وكيفية بناءه وحسابه. ويقصد بمؤشر البورصة هي تقنية تعطي لمستعمليها نظرة شاملة على تطور أسعار سوق البورصة في وقت

معين، وعمامة ما يكون الأساس الحسابي لمؤشر محدودا على عينة من القيم المتداولة التي لها تمثيل على السوق موضوع الدراسة.

ويقوم المؤشر على عينة من أسهم المنشآت التي تتداول في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وعادة ما تختار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال، الذي يستهدف المؤشر قياسه، وبما أن نشاط المنشآت التي تتداول أوراقها بأسواق رأس المال تمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة في ضوء قدر من الكفاءة، فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة سوق رأس المال ككل، يمكن أن يكون مقياس للحالة الاقتصادية العامة للدولة.

ب- كيفية بناء المؤشرات وطريقة حساب قيمتها

تختلف مؤشرات الأسهم فيما بينها من حيث عدد الأسهم التي يشملها كل مؤشر، و الوزن النسبي لكل سهم داخل المؤشر، وطريقة حساب متوسط المؤشر، ويرجع هذا الاختلاف إلى الهدف من وراء تصميم المؤشر، وفيما يلي توضيح لكل منها:

- ملاءمة العينة

يلاحظ أن العينة من الناحية الإحصائية، هي جزء من المجتمع موضع الدراسة، ويقصد بالعينة مجموع الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، وتكون العينة ملاءمة من ثلاث جوانب:

الحجم: كلما كان حجم العينة كبيرا كلما أعطى بوضوح نتائج أدق عن المجتمع الذي تمثله.

الاتساع: يقصد به أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق.

المصدر: يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهو السوق الأساسي الذي تتداول فيه تلك الأورا، وتحسب قيمة المؤشر على أساس الأسعار المعلنة " سعر الإقفال " في تلك البورصة.

ج- الأوزان النسبية لأفراد العينة المختارة

ونعني بالأوزان النسبية المعطاة لكل سهم من أسهم العينة المكونة للمؤشر، ويمكن التمييز بين ثلاث طرق:

-الوزن على أساس السعر: إن وزن كل سهم داخل المؤشر يتحدد آليا على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم التي يقوم عليها هذا المؤشر، ويطلق عليها بالقيمة المطلقة للمؤشر.

ويحسب متوسط العائد بتطبيق العلاقة التالية:

$$\frac{\text{القيمة المطلقة للمؤشر [سنة س + 1] - القيمة المطلقة للمؤشر [سنة س]}}{\text{القيمة المطلقة للمؤشر [سنة س]}}$$

ويؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم، والذي قد لا يكون مؤشرا على أهمية المنشأة أو حجمها، بل يرجع فقط إلى تفاوت في عدد الأسهم العادية المكونة لرأس المال، إضافة إلى أن قيمة المؤشر تتأثر بعمليات تجزئة الأسهم.

مثال 1: لدينا المعطيات التالية:

الجدول رقم (2): حساب قيمة المؤشر على أساس السعر.

السهم (ع)	السهم (ص)	السهم (س)	سعر السهم
20	70	150	في 1 جانفي
30	90	165	في 2 جانفي

المصدر: من إعداد الباحث

المطلوب:

أحسب قيمة المؤشر في تاريخ 01/01 و 01/02 بطريقة السعر، وكذا حساب تغير المؤشر بالنقاط وبالنسبة؟

حساب قيمة المؤشر في تاريخ 01/01:

$$20+70+150$$

3

حساب قيمة المؤشر في تاريخ 01/02:

$$30+90+165$$

3

تغير المؤشر بالنقاط: $80-95=15$ نقطة

تغير المؤشر بالنسبة: $80-95$

80

- الوزن على أساس تساوي الأوزان: إتباع أسلوب الوزن المتساوي يعني احتمالية اختيار ورقة معينة بطريقة عشوائية، نظرا لتساوي إجمالي المبلغ المستثمر في كل نوع من الأسهم، وإذا تعلق الأمر بالمؤشر الذي لا تمثل فيه المنشأة سوى سهم واحد، فإن تساوي الأوزان يتطلب حساب كمية وهمية (جزء من سهم) يتحدد بقيمة مقلوب السعر، وتكون القيمة مساوية لـ:

[السعر × الكمية الوهمية]. وما يمكن ملاحظته في هذه الصيغة، أنّ متوسط عائد المؤشر يكون مساويا حتما

متوسط عائد الأسهم، ومن أهم ما يؤخذ على هذه الصيغة ما يلي:

● إعطاء أوزان متساوية للأسهم متجاهلة في ذلك اختلاف المؤسسات صاحبة الأسهم، من حيث أهميتها وحجمها.

• إختفاء الأوزان النسبية المتساوية بعد السنة الأولى، وذلك بسبب التغير في الأسعار.

مثال 2: لدينا المعطيات التالية:

الجدول رقم (3): حساب قيمة المؤشر على أساس تساوي الأوزان.

السهم	P1	الوزن المتساوي
A	300	0.16
B	35	01
C	50	0.12

المصدر: من إعداد الباحث.

المطلوب:

حساب قيمة المؤشر؟

$$\text{قيمة المؤشر} = (0.16 \times 300) + (01 \times 35) + (0.12 \times 50) = 50 + 50 + 50 = 150$$

-الوزن على أساس القيمة

فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم ، أو عدد الأسهم المصدرة مما يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر. في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر على أساس القيمة السوقية الإجمالية لها، ورغم معالجة هذه الطريقة لعيوب الترجيح على أساس سعر الأسهم الفردية للمؤشر، إلا أنها تتحيز للأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر.

مثال 3: مؤشر إفتراضي يتكون من ثلاث أسهم ظهرت أسعارها وعدد أسهمها كما يلي:

الجدول رقم (4): حساب قيمة المؤشر على أساس القيمة .

السهم	سعر السهم	كمية الأسهم
A	30	100000
B	60	50000
C	90	10000

المصدر: من إعداد الباحث.

المطلوب: حساب قيمة المؤشر بطريقة القيمة؟

الحل:

$$\text{قيمة المؤشر} = (30 \times 100000) + (60 \times 50000) + (90 \times 10000) = 6900000$$

د- طريقة حساب المؤشر

استنادا لكيفية حساب قيمة المؤشرات، يمكن التمييز بين نوعين من المؤشرات:

- مؤشرات تعتمد في حسابها على المتوسط الحسابي: وعادة ما تكون محل مقارنة بأداء محافظ الأوراق المالية التي يقوم بتكوينها المستثمرون، ويتم حساب العائد على هذه المحافظ على أساس المتوسط الحسابي، لذلك يجب معرفة أساس حساب المؤشر قبل إجراء المقارنة بين أداء المحافظ الاستثمارية وأداء المؤشر.

- مؤشرات تعتمد في حسابها على المتوسط الهندسي

وتتصف هذه المؤشرات بارتفاعها ببطء شديد، وانخفاضها بسرعة شديدة بالمقارنة بالمؤشرات التي يتم حسابها على أساس المتوسط الحسابي، مما يجعلها أقل استخداماً.

هـ-الاستخدامات الأساسية للمؤشرات

إنّ مؤشرات أسعار الأوراق المالية تعد أداة نافعة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة في الدولة، هذا لا يمنع من أن تنسب إليها استخدامات أخرى تهم الأطراف المتعاملين في أسواق رأس المال:

- التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق

يمكن للمحللين التنبؤ بالتطورات المستقبلية في السوق و التي على ضوءها تتخذ قرارات الاستثمار بطريقتين:
- الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين التغيرات التي تطرأ على المؤشرات.
- إجراء تحليل تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق والتي قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه.

- متابعة أداء محافظ الاستثمارات المالية

حتى يعكس أداء مؤشر الأسهم، أداء محافظ الاستثمارات المالية المتنوعة تنوعاً جيداً ، فقد يتسع ليشمل كافة الأسهم المتداولة بالبورصة، ويعبر أداء المؤشر عن العائد على الخطر المتوسط بالسوق، وبالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على محفظة الاستثمارات التي يحتفظ بها وبين العائد السوقي.

- تقدير مخاطر المحفظة

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

- الحكم على أداء المديرين المحترفين

إذا أمكن للمستثمر العادي تحقيق معدل عائد على محفظة أوراق مالية يعادل تقريباً معدل عائد السوق، فالمدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية ويستخدم أحدث الأساليب في التنويع، يكون لزاماً عليه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق، وينبغي أن لا تركز المقارنة على العائد فقط بل ينبغي أن يؤخذ في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق.

و-أهم المؤشرات

ويتم التطرق فيما يلي إلى أهم مؤشرات البورصات في الدول المتقدمة، بالأسواق الناشئة، وبالذات العربية.

- مؤشرات البورصات العالمية

وتتمثل أهمها فيما يلي:

الولايات المتحدة الأمريكية

- داوجونز Dow-Jones يحتوي هذا المؤشر على ثلاثين ورقة مالية تمثل 30% من بورصة نيويورك.

- ستاندرد أند بور 500 (S&P 500): يحتوي على خمس مائة ورقة مالية تمثل 80% من القيمة السوقية.

إنجلترا

- FT-30: يجمع هذا المؤشر ثلاثين من الأوراق المالية الأكثر أهمية في بورصة لندن.

- FTSE-100: المؤشر الأكثر شهرة، ويحتوي على 100 ورقة مالية تمثل 70% لي اجمالي من رسملة البورصة.

فرنسا

- مؤشر CAC40: يتكون من 40 ورقة مالية للشركات الأكثر أهمية في بورصة باريس.

ألمانيا

- مؤشر DAX: يحتوي على 30 ورقة مالية تمثل 70% من رسملة البورصة.

اليابان

- مؤشر Nikkei: يحتوي على 225 ورقة مالية تمثل حوالي 70% من رسملة بورصة طوكيو.

- بعض مؤشرات الأسواق الناشئة

SETindex تايلاندا

TSEindex تايوان

HANA SANG index هونغ كونغ

JSEindex إندونيسيا

KLSEindex ماليزيا

- مؤشرات الأسواق العربية

BSE البحرين

CMA مصر

ASE الأردن

KSE الكويت

BSI لبنان

MASI المغرب

MSM عمان

CBQ قطر

NCFEI السعودية

BVMT تونس
NBAD الإمارات العربية المتحدة.