

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة فرحات عباس - سطيف 1-
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

محاضرات في مقياس:

الأسواق المالية

من إعداد:

د. شافية كتاف

أستاذ محاضر قسم أ

السنة الجامعية: 2021/2020

هذه المطبوعة هي عبارة عن محاضرات في مقياس
الأسواق المالية، لطلبة السنة الثالثة ليسانس محاسبة
ومالية، فرع المالية والمحاسبة، ميدان العلوم الاقتصادية
والتجارية وعلوم التسيير، وشاملة لمختلف محاور عرض
التكوين المعتمد من الوزارة الوصية.

مقدمة:

يُعتبر مقياس الأسواق المالية مقياس قاعدي لتكوين الطلبة في مجال العلوم الاقتصادية والمالية وعلوم التسيير، فهو مقياس يهتم بدراسة كل ما يتعلّق بطبيعة وجوهر الأسواق المالية من حيث نشأتها ووظائفها وأهميتها وتقسيماتها المختلفة وبالتحديد بورصة الأوراق المالية، كما يركّز على مختلف الأدوات المالية التي يتم التعامل بها في كل من السوق النقدي وسوق الأوراق المالية بنوعيهما التقليدية والمستحدثة، مع محاولة الإحاطة الشاملة بأهم المعاملات وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية، والمتعاملين في تلك الأسواق، مع تسليط الضوء على بورصة الجزائر، كما يهدف المقياس إلى محاولة التعريف بكيفية تحليل الأدوات المالية المتداولة وطرق تقييمها، من خلال التطرق لكل من كفاءة سوق الأوراق المالية والمؤشرات العامة لسوق الأوراق المالية وطرق حسابها، بالإضافة إلى التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية.

وفيما يلي سيتم شرح الأهداف التعليمية والمكتسبات المعرفية المطلوبة ومضمون المحاضرات.

1- الأهداف التعليمية: بعد دراسة الطالب لمحتويات هذا المقياس سيتمكن من اكتساب المعارف والمهارات التالية:

- اكتساب معارف علمية وعملية أساسية في الأسواق المالية؛
- التعرف على مختلف الأدوات المالية التي يمكن إصدارها وتداولها في الأسواق المالية بشقيها النقدية وسوق رأس المال والوقوف على مختلف جوانبها وآليات عملها؛
- الإلمام بكل ما يتعلّق بالتحليل الأساسي والفني وطرق تقييم الأوراق المالية؛
- التعرف على كفاءة سوق الأوراق المالية والمؤشرات البورصية وكيفية حسابها؛
- التعرف على مختلف المفاهيم المرتبطة بالأسواق المالية بمختلف تقسيماتها وأدواتها وإجراءات عملها؛
- مواكبة التحوّلات العالمية في مجال الأسواق المالية.

2- مضمون المحاضرات: تشتمل المطبوعة على تسعة محاور كما يلي:

المحور الأول سيتناول مدخل مفاهيمي للأسواق المالية، من خلال تسليط الضوء على مفهوم الأسواق المالية ونشأتها وأهم مراحل تطورها، والتطرق لأهمية الأسواق المالية في عملية التنمية الاقتصادية، وتوضيح أهم الأطراف التي تتعامل وتتدخل في الأسواق المالية، ومحاولة تبيان أشكال وصور تمويل الأسواق المالية، ثم الوقوف على تقسيمات السوق المالية.

المحور الثاني سيخصّص لدراسة موضوع السوق النقدية، من خلال تسليط الضوء على مفهوم السوق النقدية وخصائصها وأهميتها أهدافها، وأهم أنواعها، ليتم بعدها توضيح الشروط والمتطلبات الأساسية لقيام السوق النقدية وتبيان وسطاء السوق النقدية وأهم المتدخلين فيها، ثم توضيح هيكل السوق النقدي وأهم تقسيماتها مع التركيز على أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدي، ثم أخيراً التركيز التطرق للسوق النقدية في الجزائر.

المحور الثالث سيتناول موضوع سوق رأس المال، وذلك من خلال الوقوف على مفهوم سوق رأس المال والتقسيمات الأساسية لسوق رأس المال، وأهم خصائصه الأساسية، والشروط والمتطلبات الضرورية لقيام سوق للأوراق المالية، مع توضيح مكونات وتقسيمات سوق الأوراق المالية.

المحور الرابع سيتم التطرق فيه للأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، حيث سيتم التركيز في البداية على أدوات الملكية (الأسهم) من حيث تحديد مفهومها وأهم خصائصها المميّزة لها، وتوضيح الحقوق الأساسية للمالكي الأسهم وأهم أنواع الأسهم، ثم بعد ذلك سيتم التطرق لأدوات الدين (السندات) من خلال توضيح مفهوم السندات وخصائصها وأهم أنواعها، مع توضيح أهم الفروقات بين الأسهم العادية والسندات، ثم بعدها سيتم التطرق لعقود المشتقات المالية بأنواعها المختلفة بما فيها العقود الآجلة، والعقود المستقبلية، وعقود الخيارات، وعقود المبادلات.

المحور الخامس من هذه الدراسة سيتطرق لإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية، حيث سيتم التطرق لأهم المتدخلين في سوق الأوراق المالية، وتوضيح مفهوم قيد الأوراق المالية وأهم

الشروط للتسجيل في البورصة، وطرق وأساليب التداول بسوق الأوراق المالية، مع تبيان عمليات بورصة الأوراق المالية بنوعيتها العاجلة والآجلة، وتوضيح مفهوم أوامر سوق الأوراق المالية وأهم أنواعها، وطريقة التسعير في سوق الأوراق المالية.

المحور السادس سيُخصّص لدراسة بورصة الجزائر، من خلال تسليط الضوء على أهم مراحل وظروف نشأة بورصة الجزائر، وتوضيح الهيئات المنظمة لها مع الوقوف على أسواق بورصة الجزائر، وتوضيح شروط وإجراءات قيد الأوراق المالية فيها، ثمّ التطرّق لأوامر بورصة الجزائر، وتوضيح طرق التسعير وتسوية المعاملات في بورصة الجزائر.

المحور السابع سيُخصّص لدراسة كفاءة أسواق الأوراق المالية، من خلال تسليط الضوء على مفهوم كفاءة أسواق الأوراق المالية، وتوضيح الخصائص الأساسية المميّزة لها وأهم متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، والوقوف على الأنواع الأساسية لها، بالإضافة إلى التطرّق لصيغ ومستويات كفاءة سوق الأوراق المالية وأهم مؤشرات قياسها.

المحور الثامن سيتطرّق لدراسة مؤشرات سوق الأوراق المالية، انطلاقاً من توضيح مفهومها وأهم مزايا واستخدامات المؤشر، مع الوقوف على أهم أنواع مؤشرات سوق الأوراق المالية، وتبيان الخصائص الواجب توفرها عند تصميم المؤشرات، مع التطرّق لأساليب بناء مؤشرات الأسواق المالية وعرض لأهم المؤشرات البورصية العالمية.

المحور التاسع سيتناول موضوع التحليل الأساسي والتحليل الفني، من خلال تعريف التحليل الأساسي، وتسلط الضوء على مضمونه انطلاقاً من تحليل الظروف الاقتصادية مروراً بتحليل ظروف الصناعة إلى غاية تحليل ظروف الشركة، ثمّ التطرّق للتحليل الفني، من خلال تحديد مفهومه وأقسامه وأهم مزاياه، مع عرض لأدوات التحليل الفني لسعر السهم.

المحور الأول:

مدخل مفاهيمي للأسواق المالية

أولاً- تعريف الأسواق المالية:

- عُرفت الأسواق المالية بأنّها: "الجهاز أو المجال الذي يتم من خلاله الاتصال بين الوحدات ذات الفائض وبين الوحدات ذات العجز"¹.
 - وعُرفت الأسواق المالية بأنّها: "مكان التقاء المدخرين بالمستثمرين وفق سياسات معيّنة وطرق متنوّعة، وتعمل الأسواق المالية على الوساطة بينهما، وتلجأ في هذا إلى وسائل كثيرة، بحيث يجد كل ذي فائض الطريقة التي تناسبه من حيث الفترة التي يمكنه التخلّي عن هذا الفائض خلالها، أو شروط التخلّي عنه وما إذا كان يرغب في نوع من المخاطرة أم لا يريد تحمّل أي قدر منها"².
 - وعُرفت الأسواق المالية بأنّها: "الآلية الائتمانية التي يمكن من خلالها حشد وتجميع وتوجيه وتوزيع ادخارات الشركات والحكومات والأفراد إلى مختلف أوجه الاستعمال (الإنتاجية وغير الإنتاجية)"³.
- وبالتالي فالأسواق المالية هي الإطار الذي يتم من خلاله حشد وتجميع مدخرات الأفراد والفوائض المالية لدى الشركات والهيئات الحكومية، وتحويلها وإتاحتها إلى الأطراف التي تحتاج إليها، وذلك من خلال إصدار وتداول الأصول المختلفة {المالية، الحقيقية، النقدية} لفترات معينة {طويلة وقصيرة}، اعتماداً على قوانين وأنظمة وتعليمات تحكمها.

ثانياً- نشأة وتطور الأسواق المالية:

1- نشأة الأسواق المالية: ارتبط تطور الأسواق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرّت به معظم دول العالم وخاصةً الدول الرأسمالية، كما ساهم انتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض في خلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية وبالتالي ظهور

1 - أحمد أبو الفتوح الناقه، "نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998، ص: 16.

2 - عطية فياض، "سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي"، دار النشر للجامعات، مصر، 1998، ص: 34.

3 - مروان عطون، "الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال"، ج1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص: 16.

بورصات الأوراق المالية، وقد كان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا، ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة صارت تُعرف ببورصات الأوراق المالية، وترجع تسمية البورصة إلى القرن السادس عشر، وهي مشتقة أصلاً من أحد المصدرين التاليين:

- فندق في مدينة بروج (Bruge) بلجيكا، كانت على واجهته شعار عملة عليها ثلاثة أكياس نقود، حيث كان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيون ووسطاء ماليون لتصريف أموالهم.

- نسبة إلى عائلة غنية في مدينة بروج بلجيكا تُعرف بـ (Van der Bürsen) التي عملت بالوساطة والسمسرة طيلة القرن الرابع عشر والنصف الأول من القرن الخامس عشر، حيث كان يجتمع في قصر العائلة عملاء ووسطاء ماليون وتتم فيه عمليات البيع والشراء، حيث يعود أصل البورصة تاريخياً إلى نهاية القرن الثالث عشر أين بدأت بيوت التجارة والصرافة الإيطالية في الهجرة إلى بلاد الفلندر المعروفة ببلاد الفلمنك، حيث أقام الإيطاليون مستعمراتهم في مدينة بروج Bruge البلجيكية، ولذلك يعتبر المؤرخون أنّ عام 1339 يعتبر بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة، نسبةً إلى اسم تلك العائلة، التي كانت تستقبل رجال الأعمال، وخاصةً ممثلي رجال المصارف الإيطالية¹.

ومنذ ذلك الحين بدأت البورصات في الظهور والانتشار، حيث تمّ في مدينة Ville d'Anvers "أونفار" "antwerp" أنتوارب" الفلندرية تدشين بورصتها التجارية سنة 1485م، حيث أقيمت هذه البورصة على أنقاض بورصة بروج Bruge، كما ظهرت بها أول قائمة لأسعار الأسهم سنة 1593م، وبعدها تتابع إنشاء البورصات في أوروبا بورصة "باريس" التي نشأت في عام 1724م، وبورصة "لندن" في عام 1773م، ثمّ في أمريكا سنة 1821.

¹ - زكريا سلامة عيسى شنطاوي، "الأثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية"، الأردن، 2009، ص: 33.

2- مراحل تطوّر الأسواق المالية: تعود الأسواق المالية بجذورها إلى بورصات البضائع، ولقد مرّت فكرة الأسواق المالية في نشوئها وتطوّرها بخمس مراحل ارتبطت بالتطوّر المالي والاقتصادي للدول وهي كالتالي:

- المرحلة الأولى: تميّزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة، وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية..، أمّا بالنسبة للنشاط الفردي فقد تميّزت هذه المرحلة بزيادة في الإنتاج وارتفاع الدخل وبداية اتساع المعاملات وكبرها¹.

- المرحلة الثانية: تميّزت بظهور البنوك المركزية التي تشرف على تنظيم ومراقبة البنوك التجارية، فبعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بجرية اقتصادية مطلقة في المرحلة السابقة، أصبحت في هذه المرحلة تقوم بأعمالها التقليدية التي تتمثل خاصّةً في خصم الأوراق التجارية، ومنح الائتمان وذلك طبقاً للقواعد والضوابط والتعليمات التي يضعها البنك المركزي².

- المرحلة الثالثة: تميّزت بظهور البنوك المتخصصة في الإقراض متوسط وطويل الأجل كالبنوك الصناعية والزراعية والعقارية، والتي وأصبحت تقوم بإصدار السندات متوسطة وطويلة الأجل لتلبية احتياجاتها من الأموال وتمويل المشاريع المختلفة، كما كان البنك المركزي يقوم بإصدار سندات الخزينة خلال هذه المرحلة.

- المرحلة الرابعة: تميّزت هذه المرحلة بظهور الأسواق النقدية المحلية والاهتمام بسعر الفائدة وزيادة إصدار سندات الخزينة لفترات متوسطة وطويلة الأجل، وزيادة حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، وهو ما يعتبر بداية لاندماج السوق النقدية في السوق المالية وبداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق، كما يستلزم وجود سوق نقدي متطور ضرورة وجود موارد مالية كبيرة بحجم العمليات التي تتم فيها³.

1 - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 55.

2 - أنطوان الناشف وخلييل الهندي، "العمليات المصرفية والسوق المالية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، 2000، ص: 26.

3 - صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص: 121.

- المرحلة الخامسة: تميّزت السوق المالية في هذه المرحلة بكونها ناضجة، كما تمّ في هذه المرحلة تحديد أسعار الفائدة بمرونة كاملة، وتوفير درجة عالية من السيولة لأدوات الدين العام من خلال السوق المالية.

ثالثاً- أهمية الأسواق المالية:

يمكن توضيح أهمية الأسواق المالية من خلال الوظائف التي تؤديها كما يلي¹:

- 1- **تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد:** تُعتبر الأسواق المالية أحد القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الوحدات ذات الفوائض الادخارية إلى الوحدات التي تحتاج إلى تمويل، حيث تقوم الأسواق المالية بدور هام في تعبئة وتجميع المدخرات بكافة أشكالها وآجالها، وإعادة توزيعها واستثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر في مختلف المشاريع الاقتصادية المنتجة
- 2- **تمويل خطط التنمية الاقتصادية:** تساهم الأسواق المالية في تمويل خطط التنمية الاقتصادية وتسريع معدلات النمو الاقتصادي، حيث تعمل على توجيه الفوائض المالية نحو الاستثمار في المشروعات الاستثمارية من أجل المساهمة في التنمية، إذ تحتاج المشاريع الاقتصادية إلى رؤوس أموال ضخمة قد تعجز الحكومات والبنوك عن توفيرها.
- 3- **أداة لتوفير فرص استثمارية متنوّعة:** وذلك من خلال كثرة وتنوّع الأوراق المالية المتداولة، وتوفير المعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها بتكاليف منخفضة، خاصّة وأنّ بورصات

1 - أنظر:

✓ أديب قاسم، "الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، 2013، ص:160.

✓ أنور مصباح سوبر، "شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي"، مؤسسة الرسالة ناشرون، لبنان، 2004، ص:93.

✓ أسامة محمد الفولي وزينب عوض الله، "اقتصاديات النقود والتمويل"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005، ص: 260.

✓ محمد بن علي العقلا، "الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية"، ورقة عمل مقدمة لمؤتمر: "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2007، ص:16.

✓ أحمد محمد لطفي أحمد، "معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص:33.

الأوراق المالية، تقوم بإصدار نشرة بالأسعار الرسمية لهذه الأوراق يوميًا، مبيّنة حجم التعامل وحركة الأسعار الخاصّة بتلك الأوراق، وهو ما يمكن المستثمر من مقارنة ودراسة مدى الإقبال على الأنواع المختلفة من هذه الأوراق.

4- أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية: حيث يعتبر السوق المالي معيار للوضع الاقتصادي، إذ أنّ حجم العمليات ومستوى الأسعار يعتبران بمثابة مؤشر لقوة الاقتصاد وضعفه أو لقطاع من قطاعاته؛ كما يمكن من خلال الأسواق المالية التنبؤ بحالة الاقتصاد الوطني.

5- السوق مؤشر لتحديد الأسعار وتقييم أداء الشركات والمشروعات: تُعتبر السوق المالية مكان لإتمام الصفقات بشفافية أكثر، ممّا يجعل أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها أقرب ما يمكن للقيمة الحقيقية لها، أي أنّ تحديد الأسعار يتم على أسس موضوعية وبصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة.

6 - توفير السيولة: تمكن السوق المالية المستثمرين حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية في أي وقت بأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة، وذلك ببيع تلك الأوراق وفي أي وقت، حيث يوجد دائمًا من هم على استعداد لبيع الأوراق المالية ومن هم على استعداد لشرائها، باعتبار أنّ السوق المالية سوق مستمرة.

رابعاً- المشاركون في السوق المالية:

1- المقرضين (المستثمرين): تمثّل هذه الفئة الوحدات ذات الفائض التمويلي من الأفراد والمؤسسات التي تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم المختلفة، فتقوم بتوظيف مدخراتها في الأسواق المالية، ويكون ذلك إمّا عن خلال عمليات الإقراض المباشر أو عن طريق البنوك التجارية والمتخصّصة¹.

ويُقصد بالمؤسسات المالية كل من البنوك وشركات التأمين وصناديق التوفير وصناديق المعاشات والنقابات وسائر الشركات المساهمة، التي لها القدرة على استثمار أموالها في مشاريع

¹ - جمال جويدان الحمل، مرجع سابق، ص: 24.

استثمارية تعود عليهم بعوائد عالية ومخاطر قليلة، كما يمكن لهذه الفئة القيام بدور المقرض في السوق المالي من خلال شراء الأوراق المالية¹.

2- المقترضين (المصدرين): تمثل هذه الفئة الوحدات ذات الاحتياج التمويلي من الأفراد والمؤسسات التي تقل دخولهم النقدية عن احتياجاتهم من الأموال، ويمكنهم الحصول على الأموال اللازمة من الأسواق المالية وذلك إما من خلال الاقتراض المباشر أو من خلال إصدار الأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية.

وتمثل هذه الفئة في المصدرين للأوراق المالية وهم: مؤسسات مالية أو شركات الاستثمار أو شركات الوساطة المالية أو الهيئات الحكومية كالبنك المركزي والخزينة العمومية².

3 - المؤسسات المالية: تُعرف المؤسسة المالية بأنها منشأة أعمال تتمثل ممتلكاتها وأصولها في أصول مالية، مثل: القروض والأوراق المالية بدلاً من المباني والآلات والمواد الخام التي تمثل الأصول في الشركات الصناعية، كما تتمثل التزاماتها وخصومها في خصوم مالية مثل: الودائع والمدخرات بأنواعها المختلفة³.

خامساً- أشكال تمويل الأسواق المالية:

تُعتبر الأسواق المالية أداة لتمويل الاقتصاد من خلال قيامها بتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار في مختلف المشاريع المنتجة، وتؤدي الأسواق المالية هذه الوظيفة بإحدى الطرق التالية:

1 - جميل سالم الزيدانين، " أساسيات في الجهاز المالي"، دار وائل للنشر، الأردن، 1999، ص: 213.

2 - المرجع نفسه.

3 - محمد صالح الحناوي والسيدة عبد الفتاح عبد السلام، مرجع سابق، ص: 198.

1- التمويل المباشر: يعبر التمويل المباشر عن العلاقة بين المقترض والمستثمر دون تدخل أي وسيط مالي (بنكي أو غير بنكي)، وذلك من خلال قيام وحدات العجز المالي بإصدار أصول مالية أولية (أوراق مالية مباشرة) للوحدات ذات الفائض المالي وذلك مقابل تدفق نقدي مباشر من الثانية.

2- التمويل شبه المباشر: ويُعرف كذلك بالتمويل نصف المباشر، يتم هذا النوع من التمويل من خلال السماسرة وتجار الأوراق المالية، حيث تحصل الوحدات ذات العجز التمويلي على احتياجاتها المالية من الوحدات ذات الفائض التمويلي، عن طريق وساطة طرف ثالث، كالسماسرة أو تجار الأوراق المالية أو بنوك الاستثمار الذين يتوسطون بين أصحاب السيولة وأصحاب العجز.

3- التمويل غير المباشر: يتم التمويل غير المباشر عن طريق الوساطة المالية، حيث يتميز بوجود المؤسسات المالية الوسيطة كالبنوك التجارية، شركات التأمين..، التي تقوم بتجميع المدخرات المالية من الوحدات ذات الفائض ثم توزع هذا الادخارات المالية على الوحدات الاقتصادية التي تحتاجها.

سادساً- تقسيمات الأسواق المالية:

السوق المالية تتكوّن من شقين أساسيين هما: سوق النقد وسوق رأس المال، ويعد وجود هذين السوقين ودرجة نموّهما وتطورهما انعكاساً لدرجة نمو وتطوّر النظام الاقتصادي والوعي الاستثماري في الدولة، بالتّظر لما تقوم به هذه الأسواق من وظائف اقتصادية في غاية الأهمية لها ارتباط كبير بكفاءة الاقتصاد وأدائه.

المحور الثاني: السوق النقدية

أولاً- تعريف السوق النقدية:

- عُرفت سوق النقد بأنها: "سوق تتداول فيها الأصول والالتزامات المالية قصيرة الأجل، من خلال السماسرة والبنوك التجارية أو من خلال الجهات الحكومية لما تصدره الحكومة كأذونات الخزانة، وقد تكون تلك السوق أولية أي سوق الإصدارات، وهو السوق الذي تنشأ فيه علاقة مباشرة بين مُصدر الورقة المالية والمكتتب الأول فيها، أو بين المقرض والمقترض، أو تكون سوقاً ثانوية من قِبَل حامل هذه الأوراق وبين مستثمر آخر بالبيع أو الشراء¹.
- وعُرفت سوق النقد بأنها: "عبارة عن سوق تتم من خلاله عملية الاقتراض أو الإقراض فيما بين البنوك المحلية أو المحلية والأجنبية أو فيما بين البنوك والمؤسسات المالية المحلية الأخرى، ويتأثر سوق النقد بطبيعة الحال بنوعية السياسة النقدية المطبّقة، ويتركز على عامل أساسي مهم هو سعر الفائدة والعوامل التي تؤثر عليه سواء محلية أو خارجية تمكّن من معرفة تحركات واتجاه أسعار الفائدة"².

فالسوق النقدية هي سوق العمليات الائتمانية قصيرة الأجل، والتي تسمح بتدخل مختلف المؤسسات النقدية ممثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية، إلى جانب بعض المؤسسات المالية غير البنكية، كشركات التأمين والخزينة العمومية، مؤسسات التوريد والاحتياط... الخ، سواء أكان ذلك من خلال الاقتراض المباشر، أم من خلال إصدار الأوراق المالية قصيرة الأجل والتي تتمتع بقدر عالٍ من السيولة.

¹ - عماد صالح سلام، "إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة"، أبو ظبي، 2002، ص: 231.

² - عبد الغفار حنفي، "أسواق المال"، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، مصر، 2000، ص: 255.

ثانيًا- خصائص السوق النقدية:

تختص السوق النقدية بخصائص عديدة تميّزها عن غيرها من الأسواق المالية ويمكن ذكر أهمّها كما يلي¹:

- تميّز السوق النقدية بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق استثمارات قصيرة الأجل؛
- ليس للسوق النقدي مكان أو هيكل مؤسسي وتنظيمي محدد، بل هو عبارة عن مجموعة من المؤسسات المالية والبنكية المنتشرة جغرافيًا والتي تشكّل هيكل السوق، وتعتبر البنوك المركزية والبنوك التجارية أهم المتدخلين فيها؛
- تميّز الأسواق النقدية بسيولتها العالية، وسمّيت هذه السوق بسوق النقد؛ وذلك لسهولة تحويل الأدوات والأصول المتداولة فيها إلى نقود، أو لأنّ هذه الأصول يمكن أن تقوم بوظيفة أو أكثر من وظائف النقود، أو لكلا الأمرين؛
- من خلال السوق النقدية يمكن توفير السيولة؛ وهي قدرة تحويل السندات التي تعبر عن مديونية قصيرة أو متوسطة الأجل إلى نقود قانونية بأقل قدر ممكن من الخطر، إذ تتمثل أهم السندات في أذونات الخزينة، الأوراق التجارية، والقروض المباشرة.

ثالثًا- أهمية السوق النقدية:

يمكن توضيح أهمية السوق النقدية كما يلي²:

1 - أنظر:

- ✓ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 69.
- ✓ وليد صافي، أنس البكري، "الأسواق المالية والدولية"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 31.
- ✓ حمزة محمد الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق، مصر، 2004، ص: 115.
- ✓ حمد إبراهيم الشديفات، "الأسواق المالية والنقدية"، دار الحامد، الأردن، 2006، ص: 80.

2 - أنظر:

- ✓ فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص: 132.
- ✓ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 04.
- ✓ حيدر حسين آل طعمة، "الأسواق المالية"، مركز الدراسات الاستراتيجية، العراق، 2014، ص: 14.
- ✓ محمد البناء، "أسواق النقد والمال: الأسس النظرية والعملية"، مؤسسة زهراء الشرق، لبنان، 1996، ص: 103.

- من خلال السوق النقدية يمكن تداول نوع خاص من الأصول ذات السيولة المرتفعة نسبياً والتي تعرف بالأصول النقدية، وأهم ما يميّز هذه الأصول هو قدرتها على التحوّل إلى نقود قانونيه خلال فترة قصيرة وبأقل قدر من الخسارة؛
- توفّر السوق النقدية فرصة للمؤسسات ذات السيولة الفائضة المؤقتة من استثمارها بأدوات ذات عائد ومخاطر منخفضة جداً وذات قابلية تسويقية عالية؛
- تمكّن السوق النقدية من توفير التمويل قصير الأجل بالنسبة لاحتياجات الأنشطة الاقتصادية الخاصة بالاستغلال؛
- يمكن من خلال السوق النقدية تأمين سرعة حصول المقترضين على الأموال اللازمة التي يحتاجونها؛
- من خلال السوق النقدي يمكن مجابهة الزيادات الطارئة في النفقات العامة عن الإيرادات العامة للدولة، من خلال إصدار أذونات الخزينة التي تعتبر من أهم أدوات السوق النقدية؛
- تغطية احتياجات قطاع التجارة من الضمانات البنكية اللازمة والاعتمادات المستندية المفتوحة لدى البنوك التجارية.

رابعاً- شروط ومتطلبات قيام السوق النقدي:

- يتطلّب قيام سوق نقدي ضرورة توفّر مجموعة من الشروط والمتطلّبات، من شأنها تسهيل التعامل داخله وذلك من خلال تسهيل التقاء العرض والطلب وهو ما يجعله أكثر تنظيمًا، ومن أهمها¹:
- توافر عدد من المقترضين الذين يقومون بطرح مختلف الأدوات الائتمانية قصيرة الأجل في السوق النقدي التي يتم التعامل بها في السوق؛

¹ - أنظر:

✓ خليل الهندي، أنطوان الناشف، "العمليات المصرفية والسوق المالية"، الجزء "2"، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000، ص: 32.

✓ جميل سالم الزيدانين، "أساسيات في الجهاز المالي"، دار وائل للنشر، الأردن، 1999، ص: 124.

- وجود عدد كبير من المقرضين الذين يمكن الاعتماد عليهم لشراء هذه الأدوات، بمعنى وجود منافسة معقولة ومقبولة بين المقترضين، مما يجعل سعر الفائدة السائد في السوق يعكس إلى حد كبير عوامل العرض والطلب للأموال؛
- توفر المؤسسات المالية المتخصصة للوساطة بين المقرضين والمقترضين والتعامل في أدوات الائتمان قصيرة الأجل في السوق، ومن أهم هذه المؤسسات: البنوك التجارية وشركات التأمين وأبرزها البنك المركزي، حيث يؤمن وجوده السوق النقدية بالأموال السائلة كلما دعت الحاجة إلى ذلك باعتباره الملجأ النهائي لتوفير السيولة؛
- إلزامية توفر هيكل متكامل للسوق تعتمد عليه السوق النقدية من أجل إحداث تكامل بين مختلف الأسواق الفرعية، ففي ظل التنافس بين الأسواق يتوفر التكامل بينها، ولهذا فإن كلاً منهما يتخصص في نوع معين من الأصول قصيرة الأجل؛
- قيام سوق نقدي متطور مرتبط بضرورة قيام نظام مصرفي منظم ومتناسك؛
- توفر الأدوات المالية التي بواسطتها تتحقق الاستثمارات المؤقتة في الأصول قصيرة الأجل، أي الإقراض والاقتراض النقدي قصير الأجل.

خامساً- المتدخلون في السوق النقدي:

تسمح السوق النقدية بتدخل مختلف المؤسسات النقدية كالبنك المركزي والبنوك التجارية كمتدخل رئيسي، إلى جانب بعض المؤسسات المالية غير البنكية كشركات التأمين والخزينة العمومية كمتدخل إضافي، بالإضافة إلى السماسرة باعتبارهم وسطاء بين الوحدات الاقتصادية باستثناء البنك المركزي، ويتضح ذلك كما يلي¹:

¹ - أنظر:

- ✓ صلاح السيد جودة، "بورصة الأوراق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2000، ص: 72.
- ✓ مصطفى محمد عبده، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، كليوباترا للطباعة والكمبيوتر، مصر، 2001، ص: 143.
- ✓ أحمد بوراس، مرجع سابق، ص: 84.

1- الأفراد: تعتبر الحسابات الجارية للأفراد دليل على تعامل الأفراد داخل السوق النقدي، كذلك الحسابات والودائع الأخرى كالودائع الآجلة وبعض أدوات الاستثمار القصيرة الأجل داخل الأسواق النقدية.

2- الجهاز النقدي والمالي: يضم الجهاز النقدي والمالي في نطاق الأموال قصيرة الأجل كل من البنوك والوسطاء الماليين غير المزودين بسلطة خلق العملة، ويمكن توضيحهم كما يلي:

1-2- البنك المركزي: يبرز دور البنك المركزي في السوق النقدي من خلال إصداره للنقد اللازم لهذه السوق، كذلك من خلال تدخّله بطريقة مباشرة أو غير مباشرة في هذه السوق، أو عن طريق السياسة النقدية بأدواتها المختلفة للتحكّم في كمية النقود المتداولة داخل الدولة من خلال تأثيره على حجم الائتمان وأسعار الفوائد، بالإضافة إلى الدور الذي يؤديه البنك المركزي على مستوى السوق النقدية كمتدخل رئيسي في إعادة تجديد سيولات البنوك التجارية؛

2-2- البنوك التجارية: تعتبر البنوك التجارية من ضمن الأطراف التي لها دورين في سوق النقد، حيث تتدخل بصفتها مرّة مقرضة ومرّة مقترضة، أو كلاهما معًا في نفس الوقت ولكن لآجال مختلفة؛

2-3- الوسطاء غير المزودين بسلطة إصدار النقود: تجدر الإشارة إلى المؤسسات التي ليست لها صلاحية خلق العملة، كصناديق التوفير والادخار، والمؤسسات المالية التي يمتد دورها إلى السوق النقدية كالوسطاء وبيوت الخصم الذين يتدخلون في السوق النقدية تدخلًا ضيقًا ومحصورًا.

وتتولّى صناديق التوفير والادخار مهمّة إدارة التوظيفات ذات المبالغ البسيطة، وتعتبر صلاحياتها محدودة في مجال الاستخدام، حيث يتولّى صندوق الودائع والتأمينات إدارة الأموال التي تجمعها هذه الصناديق، أمّا المؤسسات المالية فتتكوّن مواردها أساسًا من رؤوس الأموال الخاصة بها، بعض من القروض المستندية، أو من المساعدات من البنوك بواسطة الخصم، أو بعد اللجوء للسوق المالية.

3- الخزينة: تتولّى الخزينة العمومية إدارة الأموال العامة أي أموال الدولة كما تشرف على إدارة ديون الدولة، وتقوم بدور البنك للحصول على ودائع المدخرين من خلال الحسابات المفتوحة في مراكز البريد، وتعتبر الخزينة العمومية المقترض الرئيسي في سوق النقد، حيث تقوم بإصدار سندات قصيرة ومتوسطة الأجل للحصول على قروض من الأفراد لغرض استعمالها في تسيير ودفع نفقات الدولة، حيث تعتبر أذونات الخزينة أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد؛

سادسًا- وسطاء السوق النقدية:

هناك ثلاث أنواع من الوسطاء الذين لديهم إمكانية التدخل في السوق النقدية لربط الصلة بين جماعة المقرضين والمقترضين وهم:

1- السماسرة: السمسار هو وسيط حر؛ يعمل على التقريب بين عارضي السيولة وطالبيها من البنوك، من خلال معرفته في الساعات الصباحية الأولى لافتتاح السوق للاحتياجات والموجودات والمعدّل المعتزم تطبيقه، ولا يقدم السمسار أي ضمان بالوفاء، فبمجرد إبرام العملية يرسل لكل طرف بطاقة يوضّح فيها كل المعلومات الخاصة بالعملية بما فيها: طبيعتها، مبلغها، تاريخ الاستحقاق والمعدّل المتفق عليه، مقابل عمولة تمنح له من طرف المقترض، وهي نسبة مئوية من الصفقات التي يعقدها.

2- بيوت الخصم: تأخذ بيوت الخصم شكل بنوك أو مؤسسات مالية يُسمح لها بالقيام بدور الوسيط في السوق النقدية، فتقوم بالاقتراض من بعض المؤسسات من أجل إعادة الإقراض لأطراف وجهات أخرى، سواء كان ذلك بنفس تاريخ الاستحقاق بحيث يكون الفارق في هذه الحالة في معدل الفائدة ضعيفًا، أو عند تواريخ استحقاق مختلفة.

3- بيوت القبول: تقوم بقبول الأوراق التجارية بالتوقيع على هذه الأوراق المسحوبة على زبائنها، لتأكيد تعهدها بدفع قيمة الأوراق عند حلول تاريخ الاستحقاق الذي يكون قصير الأجل، وهو ما يساعد على زيادة تداول الأوراق داخل السوق النقدية.

سابعًا- هيكل السوق النقدي:

تنقسم السوق النقدية إلى¹:

1- السوق الأولي: هي التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لآجال قصيرة، وبأسعار فائدة تتحدّد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المركز المالي للمقترض وسمعته المالية، أي أنّ السوق الأولي محلّه الإصدارات الجديدة التي تتمثّل في البيع الأوّل لأدوات الدين (السوق الذي يتم فيه الاكتتاب لأوّل مرة للأصول المالية).

2- السوق الثانوي: يتم من خلالها تداول الأصول المالية قصيرة الأجل التي سبق إصدارها في السوق الأولي، وبأسعار تتحدّد حسب قانون العرض والطلب، أي أنّ هذا السوق محلّه إصدارات مستعملة، حيث يتم تداولها بين مشتريها الأوّل في السوق الأولي ومشتريين آخرين جدد، ونظرًا لأهمية السوق الثانوي فيُقصد عادةً بالسوق النقدي؛ السوق الثانوي للنقد².

ويتكوّن السوق الثانوي من سوقين فرعيين على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما، وهناك تقسيمين للسوق الثانوي:

2-2-1- سوق ما بين البنوك: يتم فيه التقاء عرض السيولة البنكية بالطلب عليها، حيث يمكن للبنوك أن تمنح أو تحصل على قروض لبنوك أخرى تحت إشراف البنك المركزي، هذا الأخير الذي لا يتدخل مباشرة في هذه السوق، لكن كوسيط مكلف بتسجيل تبادلات السيولة بين مختلف المتعاملين والتي تتم مقابل أوراق مديونية أو على بياض بناءً على الثقة بين المتعاملين.

2-2-2- سوق القيم المدينة المتداولة: هي موسّعة ومفتوحة لكل المتعاملين الاقتصاديين كالمستثمرين المؤسساتيين، الذين تتوافر لديهم سيولة لتقديمها لمن هم بحاجة إليها طالما أنهم يوفرون

1 - جبار محفوظ، مرجع سابق، ص: 66.

2 - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 93.

الشروط والضمانات المطلوبة، ويتم فيها تداول شهادات الإيداع، أذونات الخزينة، سندات المؤسسات المالية وسندات الخزينة العمومية المتداولة.

ثامنًا- الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية:

1- أذونات الخزينة:

هي عبارة عن أوراق مالية حكومية قصيرة الأجل، يتراوح تاريخ استحقاقها ما بين 3 إلى 12 شهرا، تصدرها الحكومة وذلك من أجل الحصول على الأموال اللازمة لتمويل أنشطتها المختلفة لأجل قصيرة، سواء كان ذلك لتحقيق أغراض اقتصادية أو نقدية أو لمواجهة العجز المؤقت في الموازنة، وتباع أذونات الخزينة بخخص، أي أنه لا يتم دفع سعر فائدة محدد للمستثمر بل تباع بخخص من قيمتها الاسمية، أي بسعر يقل عن قيمتها الاسمية، على أن يسترد مشتريها قيمتها الاسمية في تاريخ الاستحقاق، ويشكل الفرق بين ما دفعه المستثمر عند شراء الورقة ثمناً لها، وبين قيمتها الاسمية التي يقبضها في تاريخ الاستحقاق، العائد الذي يحصل عليه المستثمر، وتصدر أذونات الخزينة لحاملها، ولذلك يتم تداولها في السوق النقدية، تخضم في السوق الثانوي للنقد وهي قابلة لإعادة الخضم في البنك المركزي، وتعتبر أذونات الخزينة، أكثر الأصول التي يتم التعامل بها في الأسواق النقدية سيولة، وهذا من خلال إمكانية خصمها لدى البنوك التجارية والحصول على سيولة، مع إمكانية تداولها بالبيع والشراء والحصول على سيولة لحظية.

2- شهادات الإيداع القابلة للتداول:

هي عبارة عن شهادات تصدرها البنوك التجارية للمودعين، تُفيد بأنه تم إيداع مبلغاً معيناً لديها لمدة محددة لا تتجاوز في الغالب السنة، وبفائدة معينة، ويحصل المودع في تاريخ الاستحقاق على القيمة الاسمية للشهادة مضافاً إليها الفائدة المتفق عليها، ويمكن التصرف في هذه الشهادات بالبيع أو التنازل عنها في السوق الثانوي للنقد، حيث يمكن لحاملها إما الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق، وفي هذه الحالة يضل متمتعاً بضمان البنك، أو أن يقوم ببيعه في السوق الثانوي إذا

اضطر إلى ذلك لكي يوفر الأرصدة السائلة لمواجهة التزاماته المستحقة، وتتميز هذه الشهادات في أنها لا تباع بخصم بل بقيمتها الإسمية.

3- الأوراق التجارية:

تعتبر الأوراق التجارية من أدوات المديونية قصيرة الأجل، تصدرها الشركات ذات السمعة التجارية الحسنة والمعروفة وشركات التأمين وبعض الشركات غير المصرفية والبنوك الكبيرة والتي لها سمعة ائتمانية عالية، للحصول على الأموال اللازمة لتغطية احتياجاتها للأموال قصيرة الأجل دون استخدام أية ضمانات للحصول على تلك الأموال، تتراوح فترة استحقاقها بين 3 أيام و270 يوم، يتمثل العائد الذي يحصل عليه المستثمر في الورقة التجارية في الفرق بين سعر شراء الورقة وسعر البيع أو القيمة الاسمية في حالة احتفاظ المستثمر بالورقة المالية حتى تاريخ الاستحقاق.

4- القبولات المصرفية:

تعتبر القبولات المصرفية من أقدم أدوات سوق النقد، وقد نشأت أساسًا لخدمة حركة التجارة الدولية، فهي أمر بالدفع يطلب فيه العميل (مؤسسة اقتصادية أو تجارية) من البنك الذي يتعامل معه، بأن يقوم بالدفع له أو لشخص معين مبلغًا محددًا من المال في تاريخ محدد، فإذا قبل البنك دفع قيمة أمر الدفع، يقوم بختمه بعبارة "مقبول"، على أن يقوم العميل بإيداع الأموال المطلوبة في حسابه لدى البنك لتغطية هذا السحب، فهو مضمون من قبل البنك الذي يكون ملزم بدفع القيمة الإسمية للساحب، ويأخذ البنك في مقابل هذا التعهد مقابل معلوم¹.

5- اتفاقيات إعادة الشراء:

تمثل هذه الاتفاقيات وسيلة إقراض واقتراض قصيرة الأجل جدًّا، حيث تتم في الغالب ليوم واحد أو عدة أيام قلائل، يتم استخدامها من طرف الجهات المتخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية (البنوك التجارية، السماسرة، المستثمرون، الشركات..)، فأتناء الحاجة إلى السيولة يمكن بيع الورقة المالية للمستثمر بصفة مؤقتة وفي نفس الوقت تبرم صفقة إعادة الشراء لهذه الورقة بسعر أعلى بقليل من سعر البيع، فتتم هذه الاتفاقيات في الغالب بين من يحتاج إلى الأموال وبحوزته

¹ - مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سابق، ص:30.

أوراق مالية، ومن لديه الأموال ويرغب في استثمارها، ولذلك وللحصول على الأموال يتم بيع الأوراق المالية لفترة محددة (عدة أيام)، مع إبرام اتفاقية في الوقت نفسه (عقد بيع مؤقت) يتعهد فيها البائع بإعادة شراء هذه الأوراق في تاريخ محدد وبسعر أعلى من سعر البيع الأول، فيكون الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء هذا العائد الذي حققه المستثمر.

تاسعاً- السوق النقدية في الجزائر:

بعد الإصلاح المصرفي وصدور قانون (86-12) المؤرخ في 19 أوت 1986 والمتعلق بنظام البنوك والقرض والذي أعطى البنك المركزي دوراً أساسياً في إدارة السياسة النقدية، تمّ في يوم 18 جوان 1989 تأسيس السوق النقدية في الجزائر في شكل سوق ما بين البنوك، تضم في ذلك الوقت 05 بنوك تجارية و02 مؤسسات مالية غير بنكية، ثمّ بعد صدور قانون النقد والقرض عرفت السوق النقدية الجزائرية اهتمام واسع في تنظيمها وتوسّع تطورها، حيث تمّ إنشاء سوق ثانية تسمى سوق البنك المركزي، وبالتالي فقد أصبح البنك المركزي يقوم بدوره في تخطيط وتنفيذ السياسة النقدية، حيث صار يتدخل في السوق النقدية لتمويل النظام البنكي الجزائري بالسيولة اللازمة، ويسهر على ضمان التوازن لهذا النظام انطلاقاً من قيامه بدوره كملجأ أخير للإقراض، ويستعمل في ذلك مختلف الأدوات بما فيها: نظام الأمانة، تقنية المزايدة، عمليات السوق المفتوحة التي تتعلق ببيع وشراء السندات الحكومية¹.

لقد توسّعت السوق النقدية منذ إنشائها إلى غاية سنة 2020، وأصبحت تضم 17 متدخلاً، حيث تمّ السماح بدخول مستثمرين جدد وهم المستثمرون المؤسسيون والمؤسسات المالية غير البنكية وذلك كمقرضين فقط.

<https://www.bank-of-algeria.dz/html/marche.htm>

¹ - الموقع الرسمي لبنك الجزائر، متوفر على الرابط:

المحور الثالث: سوق رأس المال

أولاً- تعريف سوق رأس المال:

- عُرفت سوق رأس المال بأنها: " السوق التي يتم فيها تبادل الأصول والالتزامات المالية متوسطة وطويلة الأجل، مثل الأسهم التي ليس لها تاريخ استحقاق محدد، والسندات التي تستحق الدفع بعد سنة والسندات المختلفة التي يمكن تحويلها إلى أسهم، فضلاً على القروض المباشرة متوسطة وطويلة الأجل، وعادة ما تستخدم أسواق رأس المال من لدن الحكومات والشركات والمؤسسات التجارية بهدف تجميع الأموال للأغراض طويلة الأجل"¹.
- وعُرفت سوق رأس المال بأنها: " سوق فيها يتم إصدار وتبادل الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل التي تزيد مدة استحقاقها عن سنة، مثل: الأسهم والسندات والقروض المصرفية طويلة الأجل"².

وبالتالي فسوق رأس المال هي سوق الأموال طويلة الأجل، فهي الإطار الذي من خلاله تلتقي وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات مالية طويلة الأجل، والتي تُنفذ إما في شكل صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل، وما يميز سوق رأس المال أنها أقل اتساعاً من السوق النقدي لكنها أكثر تنظيماً.

ثانياً- تقسيمات سوق رأس المال:

1- سوق الإقراض طويل الأجل:

هي تلك السوق التي تهتم بالقروض طويلة ومتوسطة الأجل والتي تفوق فترة استحقاقها الخمس سنوات، وهي تضم المؤسسات التي لا تتعامل بالأوراق المالية وتتعامل بكافة القروض المتوسطة والطويلة الأجل، سواء أكانت المؤسسات البنكية كالبنوك المتخصصة أو المؤسسات الغير

¹ - حيدر حسين آل طعمة، مرجع سابق، ص: 16.

² - أشرف محمد دوابة، "نحو سوق مالية إسلامية"، دار السلام، مصر، 2006، ص: 16.

البنكية كهيآت التأمين، صناديق الادخار، شركات التأمين، بحيث تكون العلاقة في هذه السوق مباشرة بين وحدات العجز ووحدات الفائض¹.

وتقوم البنوك في أغلب الأحيان بتسييل هذه القروض في أسواق الأوراق المالية، لذلك يتم حصر سوق رأس المال عادةً في سوق الأوراق المالية فقط.

2- سوق الأوراق المالية:

فهو الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأسعار السائدة في أي لحظة زمنية واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة².

ثالثاً- خصائص سوق الأوراق المالية:

تتميز سوق الأوراق المالية بالعديد من الخصائص يمكن توضيح أهمها كما يلي³:

- يتم التعامل فيها بالأصول المالية ذات الأجل المتوسط والطويل، أي التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، وتهتم بتمويل المشاريع الإنتاجية التي تحتاج إلى رؤوس أموال طويلة الأجل؛
- تعتبر سوق الأوراق المالية أكثر تنظيم من باقي الأسواق المالية الأخرى، لأن المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين، كما أنها تخضع لشروط وقيود قانونية تضبط تداول الأوراق المالية فيها، لذلك تتم إدارة العمليات في أسواق الأوراق المالية في معظم الدول من قبل إدارات مستقلة

¹ - عبد النافع الزرري، توفيق فرح غازي، "الأسواق المالية"، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص: 44.

² - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، "أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، كنوز اشبيليا، الجزء الأول، السعودية، 2005، ص: 35.

³ - أنظر:

✓ جمال جويدان الجمل، "الأسواق المالية والنقدية"، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، الأردن، 2002، ص: 56.

✓ دريد كامل شبيب، مرجع سابق، ص: 41.

✓ حيدر حسين آل طعمة، مرجع سابق، ص: 16.

- ذات صلاحيات، كما توفر المعلومات الضرورية للمتعاملين، فالاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفير المعلومات اللازمة لاتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة؛
- يتطلب وجود ونجاح سوق الأوراق المالية ضرورة وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية بما يكفل تنشيط الاستثمار فيها وتوفير السيولة للأوراق المالية طويلة الأجل مما يزيد من سرعة تداولها، وذلك بتدخل وسطاء ماليين من وكلاء متخصصين وسماسة من ذوي الخبرة والكفاءة في الشؤون المالية؛

رابعًا- شروط ومتطلبات قيام سوق للأوراق المالية:

- تنشأ سوق الأوراق المالية وتتطور نتيجة توافر عدّة شروط ومقومات ومتطلبات أساسية من أهمّها¹:
- وجود الإطار التشريعي والتنظيمي المرن القادر على تطوير السوق باستمرار للتكيف مع المتغيرات، والذي من شأنه إحكام الرقابة على عمليات التداول في الأوراق المالية بما يضمن سلامة التصرفات والإجراءات، مما يبعث الطمأنينة لدى المستثمرين والمدخرين ويوفر الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين، وهو ما يزيد من الثقة في الأسواق ويرفع من كفاءتها؛
- وجود مؤسسات مالية مصرفية وغير مصرفية تشمل كافة التخصصات، لتؤدي دورها في عدة اتجاهات من أهمّها تجميع المدخرات وتوليد الفرص الاستثمارية، وبلورتها في شكل مشاريع محددة والترويج لها والوساطة لتحقيق التقاء العرض والطلب؛
- وجود حجم كافٍ من المدخرات المعروضة للاستثمار من خلال أجهزة السوق يقابله وجود طلب كافٍ على المدخرات المعروضة؛
- وجود طاقة استيعابية معقولة لسوق الأوراق المالية بحيث تكون قادرة على استيعاب رأس المال المعروض، تتمثل في توفير مشاريع ذات جدوى اقتصادية ورياح معقول؛

1 - أنظر:

✓ ابراهيم نافع قوشجي، "سوق الأوراق المالية في سورية"، دار الرضا للنشر، سوريا، 2008، ص: 37.

✓ أحمد زهير شامية، مرجع سابق، ص: 246.

✓ محمد الصبري، "البورصات"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2007، ص: 35.

خامساً- مكونات وتقسيمات سوق الأوراق المالية:

يمكن النظر إلى سوق الأوراق المالية من أكثر من زاوية، ومن ثمّ تصنيفها وفقاً لأكثر من معيار حسب الهدف من التصنيف، من أهمّها:

1- تصنيف سوق الأوراق المالية حسب المنتجات المالية المتداولة: على هذا الأساس تنقسم سوق الأوراق المالية إلى:

1-1- سوق أدوات الدين: هي الأسواق التي يتم فيها إصدار وتداول السندات التي تصدرها الشركات ومؤسسات الأعمال والحكومة، وتعرف بسوق السندات، فمن خلالها يمكن الحصول على الأموال المطلوبة من المستثمرين.

1-2- أسواق أدوات الملكية: هي الأسواق التي يتم فيها إصدار وتداول الأسهم التي تصدرها الشركات ومؤسسات الأعمال، وتعرف بسوق الأسهم، حيث يقوم المستثمرون بتقديم أموالهم للشركة المصدرة مقابل حصة في ملكيتها، ويصبح لهم الحق كمالك في حصة في أصول الشركة وما تحقّقه من عائد بنسبة ما يملكونه من أسهم.

2- تصنيف سوق الأوراق المالية حسب طريقة التداول: يمكن تصنيف سوق الأوراق المالية وفق طريقة التداول إلى:

1-2- الأسواق الحاضرة: تتم عمليات البيع والشراء في هذه الأسواق آنياً أثناء انعقاد جلسة التداول، وقد يتم التداول إمّا من خلال أسواق منظمة أو غير منظمة، وتتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات¹.

2-2- الأسواق المستقبلية: تتعامل كذلك في الأسهم والسندات لكن من خلال عقود واتفاقيات تنفّذ في تاريخ لاحق، حيث يدفع المشتري قيمة الورقة ويسلمها في تاريخ لاحق، وذلك

¹ - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، "أسواق المال، بورصات، مصارف، شركات التأمين، شركات الاستثمار"، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص: 11.

لغرض تخفيض أو تجنب مخاطر تغيير أسعار الأصول محل التعامل¹. أو بغرض تحقيق الأرباح الرأسمالية كما هو حال المضاربين.

3- تصنيف سوق الأوراق المالية من حيث الإصدار والتداول: يمكن تصنيف سوق الأوراق المالية من حيث الإصدار والتداول إلى:

3-1- السوق الأولية: تعرف السوق الأولية أيضاً بسوق الإصدارات الجديدة، أو سوق الاكتتاب.

3-1-1- تعريف السوق الأولية: فيها يتم التعامل بالأوراق المالية التي تصدرها الهيئات والشركات لأول مرة، لغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل عملياتها الاستثمارية المختلفة، ويكتتب فيها الأفراد والمؤسسات، سواء تمثّلت هذه الإصدارات في أسهم عادية تطرحها شركات المساهمة عند تأسيسها للاكتتاب فيها، والذي قد يكون خاصاً أي مقصوراً على المؤسّسين، أو عامّاً وذلك بطرح بعض أو كل الإصدار على الجمهور للاكتتاب فيه، أو تمثّلت في أسهم عادية وصكوك تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رأس مالها لتمويل التوسعات الجديدة أو لتحديث الأصول الرأسمالية القائمة لديها².

3-1-2- أهمية السوق الأولية: تعتبر السوق الأولية ركيزة مهمّة من ركائز النشاط الاقتصادي وذلك لما لها من أهمية يمكن توضيحها كما يلي³:

- تمارس السوق الأولية تأثيراً ملموساً على مصادر الادخار في مراحل التجميع، وعلى التخصصية في مراحل التوظيف؛

- تعتبر السوق الأولية مصدر أساسي لضمان تدفق رؤوس الأموال باستمرار وبدون انقطاع إلى الوحدات الإنتاجية؛

¹ - حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 15.

² - محمد بن علي العقلا، مرجع سابق، ص: 15.

³ - سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها: دراسة مقارنة بين نظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية"، دار النشر للجامعات المصرية، مصر، 2005، ص: 26.

– تضمن السوق الأولية توجيه المدخرات في مسارها الصحيح إلى المشروعات التي هي في مرحلة التكوين أو تلك القائمة والراغبة في التوسع أو التطور، خاصةً وأنّ معظم الدول النامية تواجه مشكلة سوء توجيه المدخرات، فيما يعرف بالاستثمارات السلبية.

3-2- السوق الثانوية:

3-2-1- تعريف السوق الثانوية: يُقصد بالسوق الثانوية تلك السوق التي يجري التعامل فيها على الأوراق المالية التي سبق إصدارها من قبل في سوق الإصدار، فأطراف التعامل في هذه السوق هم حملة الأوراق المالية من جمهور المستثمرين سواء كانوا أفراداً أو شركات أو صناديق استثمار¹. ففيها يتم تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتمّ الاكتتاب فيها، كما تتحدّد فيها قيم أدوات الاستثمار المختلفة من خلال التقاء العرض بالطلب وبأي وسيلة من وسائل الاتصال، كما توفرّ المكان والقوانين اللازمة لتنظيم تبادل الأوراق المالية².

3-2-2- أهمية السوق الثانوية: تجدر الإشارة إلى أنّ الأسواق الثانوية تقوم بدور مهم في تنظيم التعامل بالأوراق المالية، كما لها تأثيرات مختلفة على الأسواق الأولية، حيث أنّ نجاح السوق الأوّلي مرتبط ارتباط وثيق بنجاح السوق الثانوي الذي يسهل تداول الأوراق المالية، وتتنضح أهمية السوق الثانوية كما يلي³:

– تساهم في تحديد السعر العادل للأوراق المالية محل التداول فيما يعرف بعملية اكتشاف السعر مما يؤديّ إلى تخصيص أمثل لموارد المجتمع نحو أفضل الاستخدامات؛

1 – محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص: 26.

2 – حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص: 115.

3 – أنظر:

✓ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، "الاستثمار بالأوراق المالية"، دار المسيرة للطباعة، الأردن، 2004، ص: 121.

✓ عاطف وليم اندراوس، مرجع سابق، ص 8.

✓ عبد النافع الزرري وغازي فرح، مرجع سابق، ص: 15.

- تسهيل تحرك المستثمرين دون خسارة مالية عند قيامهم بمبادلة الأوراق المالية بالنقود، أي أنّها تجعل إعادة بيع الأوراق المالية من أجل الحصول على النقود أكثر يُسر وسهولة؛
- تسهيل الحركة للمستثمرين من خلال تحوّلهم من ورقة مالية إلى أخرى دون خسارة مالية؛
- المساعدة على إتمام المعاملات عند أدنى قدر ممكن من التكلفة.

4- تصنيف سوق الأوراق المالية من حيث مكان التداول: يمكن تصنيف سوق الأوراق المالية من حيث مكان التداول ودرجة تنظيم السوق إلى:

4-1- السوق المنظمة:

هي سوق منظّمة ومراقبة من قبل الجهات العليا والرقابية لسوق الأوراق المالية، تتميز هذه السوق بوجود فضاء مادي (مكان محدّد) أو افتراضي (منظومة إلكترونية) يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو بالشراء للأوراق المالية، وتتحدّد فيه أسعار التبادل وفقاً لقانون العرض والطلب، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق.

وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادةً ما تتعلّق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام..¹

4-2- السوق غير المنظمة:

4-2-1- تعريف السوق غير المنظمة:

وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية، كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة

1 - أحمد سعد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص: 7.

الاتصالات، وتمتاز هذه السوق بالسهولة في التعامل فيها نظراً لتحرّرها من كل قيود وشروط التداول التي يفرضها السوق المنظم والرسمي¹.

4-2-2- تقسيمات السوق غير المنظمة: تنقسم السوق غير المنظمة إلى أسواق فرعية أخرى، منها²:

- السوق الثالث: هو جزء من السوق غير المنظمة، يتكوّن من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، حيث يكون السماسرة على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية، وتتميّز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها وسرعة تنفيذها، كما للسماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم، أمّا جمهور العملاء في هذا السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق المعاشات ومحافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك التجارية لحساب الغير، إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة، ومن ثمّ يكون السبيل الوحيد لتعاملها في الأوراق المالية التي تتداولها تلك السوق، هو من خلال بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالث.

- السوق الرابع: هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات، والصفقات تتم خارج البورصة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم، ويتم اللّقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة.

1 - أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص: 7.

2 - المرجع السابق، ص: 109.

المحور الرابع: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

أولاً- أدوات الملكية (الأسهم):

1- تعريف الأسهم:

- عُرِفَت الأسهم بأنّها: "أوراق مالية تمثل مقدار الاشتراك في رأسمال شركة المساهمة، أي هو المقدار

المملوك من رأسمال الشركة إذ يقسّم إلى أجزاء متساوية يسمى كل جزء سهم"¹.

- كما عُرِفَت الأسهم بأنّها: "الصك المكتوب والذي يتمثل فيه حق المساهم ويحول له ممارسة

الحقوق الناتجة عن هذا الحق"².

- وعرفت الأسهم بأنّها: "حق المساهم في شركة الأموال، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل

للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري".

وبالتالي فالسهم هو الحصة أو النصيب الذي يشترك به المساهم في مشروع شركة من

شركات الأموال، ويمثل جزءاً من رأس مال الشركة، حيث يقسّم رأس مال الشركة إلى أجزاء

متساوية القيمة، يُسمّى كل جزء منها: سهم، ويمثّل هذا السّهم بصك يعطى للمساهم يثبت به

حقوقه في الشركة، لاسيما حقه في الحصول على الأرباح واختيار مجلس إدارة الشركة، وتكون

مسؤولية المساهم محدودة بقدر قيمة الأسهم التي يمتلكها.

2- خصائص الأسهم:

تتميّز الأسهم عموماً بالعديد من الخصائص والمميّزات، يمكن توضيح أهمّها كما يلي:

1-2- تساوي قيمة الأسهم: يُقصد بتساوي قيمة الأسهم: "تساوي القيمة الاسمية للأسهم

ذات الإصدار الواحد، فلا توجد لبعض الأسهم قيمة أعلى من قيمة البعض الآخر منها في نفس

الإصدار"³. وتحدّد القوانين التجارية للدول الحد الأدنى والحد الأقصى لقيمة كل سهم.

1 - جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، دار هومة، الجزائر، 2002، ص:7.

2 - عطية فياض، مرجع سابق، ص:167.

3- عبد السلام فيغو، "البورصة والأسهم: دراسة قانونية شرعية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص:15.

2-2- عدم قابلية السهم للتجزئة: أي أنّ السهم لا يقبل التجزئة والانقسام، ومالك السهم ينبغي أن يكون شخصاً واحداً في مواجهة الشركة، فلا يجوز أن يتعدّد مالكو السهم الواحد أمام الشركة، فإذا انتقلت ملكية السهم إلى أكثر من شخص نتيجة إرث أو هبة أو وصية، فهذه التجزئة بينهم وإن كان صحيحة إلا أنّها لا تُقبل تجاه الشركة¹.

2-3- قابلية السهم للتداول: أي إمكانية انتقال ملكية السهم من شخصٍ لآخر بأي طريق من طرق انتقال الملكية كالبيع والهبة والوصية والإرث، فبإمكان أي مساهم أن يبيع كل أو بعض ما يملكه من أسهم، بمجرد رغبته في ذلك وإنهاء علاقته بالشركة وإحلال شريك أو شركاء آخرين محله.

2-4- للأسهم في الشركة قيم متعددة: يمكن توضيح أهمّها كما يلي:

- **القيمة الاسمية:** هي القيمة التي تُحدّد للسهم عند إنشاء الشركة، وتُدوّن في شهادة السهم التي تُعطى للشريك الذي يدفعها سداداً لاشتراكه في رأس مال الشركة، فمن مجموع القيم الاسمية لجميع الأسهم يتكوّن رأس مال الشركة، وتحدّد هذه النسبة وفقاً للقوانين العامّة أو الخاصّة بكل شركة².

- **القيمة الدفترية للسهم:** تعتبر هذه القيمة مؤشراً لقوة حقوق المالكين، لذلك فإنّ نموها يعتبر من المؤشرات المهمّة للمستثمر، حيث أنّها تدل على قدرة الشركة في التوسع والاستمرار، وعليه فإنّ الاعتقاد السائد بين المتعاملين في السوق المالية على أنّ السهم العادي يجب أن يباع بأكثر من قيمته الدفترية على الأقل في الأجل الطويل، وبمعنى آخر إن مضاعف القيمة الدفترية للسهم العادي P/BV (سعر إغلاق السهم إلى قيمته الدفترية) يجب أن يكون أكبر من الواحد الصحيح للدلالة على جاذبية أسهم الشركة وتحسب القيمة الدفترية للسهم الواحد بقسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية القائمة، كما يلي:

¹ - نزيه محمد الصادق المهدي، " الأوراق المالية المتداولة في الأسواق والبورصات - الأسهم -"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر:

"أسواق الأوراق المالية والبورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2005، ص: 26.

² - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 250.

القيمة الدفترية= إجمالي حقوق المساهمين (رأس المال المدفوع+ الاحتياطيات+ الأرباح المجمعة) / عدد الأسهم المصدرة

- القيمة السوقية للسهم: سُميت كذلك نتيجة تحديد سوق الأوراق المالية لقيمة السهم، حيث يُقصد بها القيمة التي يتداول بها السهم في السوق الثانوية، وهي قيمة متغيرة بحسب ظروف العرض والطلب، التي تتأثر بعوامل عديدة ترتبط بوضع الشركة الخاص أو بالوضع الاقتصادي العام، ويستخدم سعر السهم السوقي بشكل مرادف للقيمة السوقية في كثير من الأحيان، ولكن القيمة السوقية هي عبارة عن القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة (سعر السهم × عدد الأسهم).

- القيمة الحقيقية: هي الحصّة أو النصيب الذي يستحقه السّهم في صافي أموال الشركة بعد خصم ديونها والتزاماتها، وذلك عن طريق إعادة تقديرها وفقاً للأسعار الجارية، فهذه القيمة تشمل جميع أموال الشركة من رأس المال المدفوع وموجودات الشركة وأرباحها بعد تنزيل ديونها، وهذه القيمة هي القيمة الاسمية عند ابتداء الشركة ولكنها تختلف بعد ذلك بحسب ما تصادفه الشركة من نجاح أو فشل في أعمالها، ولذلك فهي تختلف عنها إمّا زيادةً أو نقصاناً وذلك بحسب ما تحقّقه الشركة من ربح أو خسارة¹.

3- أنواع الأسهم:

من أهمّها يمكن ذكر ما يلي:

3-1- أنواع الأسهم من حيث الشكل القانوني: تتنوع الأسهم بالنظر إلى شكلها إلى الأنواع

التالية:

- الأسهم الاسمية: هي الأسهم التي يدوّن فيها اسم المالك، وتثبت ملكيته للسهم بقيد اسمه في سجل خاص يسمّى "سجل المساهمين" لدى الشركة التي أصدرت تلك الأسهم، ويتم تداول هذا النوع من الأسهم ونقل ملكيتها إلى مشتريها بتقييد اسمه في سجل الشركة².

- الأسهم لحاملها: هي الأسهم التي لا تحمل اسم صاحبها ويُعتبر حامل السّهم هو المالك في نظر الشركة، ويتم تداولها ونقل ملكيتها بمجرد المناولة، أي بتسليمها من يد البائع إلى يد المشتري.

¹ - عبد الأول عابدين محمد بسيوني، مرجع سابق، ص: 11.

² - ياسين محمد أحمد غادي، مرجع سابق، ص: 18.

- الأسهم الإذنية أو لأمر: تصدر هذه الأسهم باسم مالكيها تماماً كالأسهم الاسمية، لكن يُكتب عليها عبارة "لأمر" أو "لإذن" إضافةً، فهذه الأسهم في الحقيقة أسهم اسمية إلا أنه زيد فيها إمكانية نقل ملكية السهم لشخصٍ آخر يكتب اسمه بعد كلمة "لأمر" أو "لإذن"، ومن ثمّ يُمكن نقل ملكية السهم عن طريق التظهير دون الرجوع إلى الشركة⁽¹⁾.

3-2- أنواع الأسهم من حيث الحقوق: يمكن تقسيم الأسهم من حيث الحقوق التي تمنحها لمالكيها إلى:

- الأسهم العادية: هي التي تتساوى في قيمتها وتعطي لحاملها حقوق والتزامات تتفق وتناسب مع نسبة مساهمته في رأس مال الشركة، دون أن يتمتع بزيادة أي حق أو يلتزم بأي التزام زائد، وبالتالي فهذه الأسهم لا تعطي لحاملها أي امتيازات خاصة عن غيره من المساهمين².

- الأسهم الممتازة: هي الأسهم التي تمنح لأصحابها حقوقاً ليست لغيرهم، كحق الأولوية في الحصول على الأرباح، وحق الحصول على نصيبهم من ممتلكات الشركة عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية، وتقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية، فهي تشبه السندات في أنّ لها توزيعات الأرباح ثابتة دورياً، وتشبه الأسهم العادية في أنّها لا تحمل فترة استحقاق محدّدة، وأصحابها يعتبرون من مالكي الشركة.

3-3- أنواع الأسهم من حيث طبيعة الحصة: تتنوع الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يقدّمها الشريك إلى:

- الأسهم النقدية: تعتبر من أكثر أنواع الأسهم شيوعاً، والأسهم النقدية هي الأسهم التي يدفع المساهم قيمتها نقداً، فهي تتمثل حصصاً نقدية في رأس مال شركة المساهمة.

- الأسهم العينية: هي الأسهم التي تتمثل حصصاً عينية في رأس مال الشركة، والحصص العينية قد تكون عقاراً، أو منقولاً مادياً، كالسيارات أو البضائع، أو منقولاً معنوياً، كبراءة اختراع أو نموذج

1- ياسين محمد أحمد غادي، مرجع سابق، ص: 19.

2- أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 179.

صناعي أو علامة تجارية¹. بحيث تقوّم هذه الأعيان ويُعطى صاحبها من أسهم الشركة بقدر ما بلغت أعيانه ثمنًا.

- أسهم مختلطة: هي الأسهم التي تمنح مقابل مبلغ من المال وحصّة عينية معاً، وقد تتخذ حصة الشريك شكل حصة بالعمل فتمنح مقابلها أسهم عمل.

3-4- أنواع الأسهم من حيث الاستهلاك: تنقسم الأسهم بالنظر إلى استهلاكها من عدمه إلى:

- أسهم رأس المال: هي الصورة العادية للأسهم والتي يتكوّن من مجموع قيمتها رأس مال الشركة، أي هي الأسهم التي لم تستهلك قيمتها، ولا يمكن لصاحبها أن يسترجع قيمتها أثناء فترة حياة الشركة، فيظل سهم رأس المال قائماً داخلياً في موجودات الشركة متّصلاً بأموالها حين انقضاء الشركة².

- أسهم التمتع: أسهم التمتع هي: "الأسهم التي تستهلك قيمتها أثناء قيام الشركة، ويقوم أصحابها باسترداد قيمة أسهمهم دون انتظار لانتهاؤ أجلها وتصفية موجوداتها"³.

4- التوزيعات وعائدات الأسهم:

4-1- عائدات الأسهم: تولد عادةً الأسهم نوعين من العائد هما:

- القيمة المضافة: هي الفرق الايجابي بين سعر بيع السهم وسعر شراؤه، ويكون ذلك في حالة ارتفاع قيمته السوقية؛

- الأرباح الموزعة: هي جزء من الأرباح التي تقرّر إدارة المؤسسة توزيعها على حاملي الأسهم مكافأة لهم على تمويل المؤسسة وتحملّ الخطر، ترتبط التوزيعات بأداء المؤسسة فإذا حققت المؤسسة خسارة لا يحصل حملة الأسهم على أيّة مكافأة.

1 - عبد الباسط كريم مولود، مرجع سابق، ص: 85.

2 - المرجع السابق، ص: 94.

3 - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص: 182.

4-2- التوزيعات: تمثل التوزيعات الحصة من أرباح الشركة التي قرّرت إدارة الشركة توزيعها للمساهمين، وتقيّم هذه التوزيعات كوحدة نقدية لكل سهم أو كنسبة مئوية من قيمة السهم السوقية، أي معدل العائد.

5- بعض الظواهر والعمليات التي لها علاقة بالأسهم:

من أهم هذه الظواهر والعمليات التي لها علاقة بالأسهم يمكن ذكر ما يلي:

-**اشتقاق الأسهم:** تمثل عملية اشتقاق الأسهم مضاعفة عدد الأسهم دون التأثير في رأس مال الشركة بتجزئة قيمتها، وتلجأ الشركات إلى اشتقاق أسهمها لجعلها أكثر سيولة، والسماح للمستثمرين الصغار امتلاك أسهم الشركة، ويشبه اشتقاق الأسهم عملية التوزيعات المجانية غير أنّ الاختلاف يكون من الناحية التقنية.

ويُقصد بتجزئة الأسهم اشتقاق أسهم جديدة من الأسهم القديمة، فيزيد بذلك عدد أسهم الشركة مع انخفاض قيمتها الاسمية دون أن يؤثر ذلك على المركز المالي للشركة.

ومن شأن هذا الإجراء أن يمنح الفرصة للمدخرين الصغار لاقتناء أسهم الشركة نتيجة انخفاض تسعيرتها في البورصة إلى النصف، مما يساهم في تنشيط تداول أسهم الشركة المعنية.

- **توزيع الأسهم المجانية (أسهم المنحة):** وفقاً لذلك تقوم الشركة برسمة جزء أو كل أرباحها وتحويلها إلى أسهم عادية ثم توزيعها على المساهمين، وهذه الأسهم ليس لها قيمة حقيقية من وجهة نظر محاسبية لأنها تتضمن عملية تحويل أموال بين حسابات حق الملكية، وبالتالي فهي تمثل زيادة في عدد الأسهم العادية، وهذه التوزيعات للأسهم سوف تؤدي إلى تخفيض سعر السهم بنفس مقدار نسبة التوزيع مع بقاء القيمة السوقية الإجمالية بدون تغيير، وطالما بقيت أرباح الشركة بدون تغيير، فإنّ أرباح المساهم تبقى بدون تغيير، ولكن إذا صاحب هذه التوزيعات زيادة في الربح ومقسوم الأرباح من المحتمل أن يؤثر على زيادة قيمة السهم في السوق.

- **إعادة شراء الأسهم:** ويطلق عليها في بعض الأحيان أسهم الخزينة، وتلجأ الشركة في بعض الأحيان إلى إعادة شراء أسهمها التي سبق وأصدرتها من البورصة، إما لتعزيز القيمة السوقية للسهم تجنباً لحالات الاكتساب أو الاستيلاء العدائي على الشركة من قبل المنافسين.

ومن بين الأسباب التي تدفعها لذلك هو اعتقاد الإدارة بأنّ سعر السهم أقلّ ممّا ينبغي، وأنّ إعادة شرائه يعد بمثابة استثمار مربح، كذلك قد تستهدف من إعادة الشراء خلق تعامل نشط على السهم، وهو أمر من شأنه أن يترك أثراً على سيولته وعلى القيمة السوقية تبعاً لذلك.

ثانياً- أدوات الدين (السندات):

1- تعريف السندات:

السند في اللغة يأتي بمعنى الاعتماد والركون إليه والالتكاء عليه، وما ارتفع من الأرض، وجمعه إسناد، وعندما أصبح السند علماً لنوع معيّن من الأوراق المالية جاز جمعه على السندات¹.
أما في الاصطلاح الاقتصادي فقد وردت تعريفات عديدة، بيّنت مفهوم السندات من أهمّها:

- وعُرف السند بأنّه: "تعهد مكتوب من البنك أو الشركة أو الحكومة لحامله بسداد مبلغ مقدّر بتاريخ لاحق نظير فائدة مقدّرة، ويختلف عن القرض في إمكانية تداوله في الأسواق المالية"².
- وعُرف السند بأنّه: "وثيقة تتضمن وعداً من شركة أو هيئة رسمية بتسديد مبلغ قرض عند حلول أجل استحقاقه، بالإضافة إلى دفع مبالغ محدّدة على فترات متتالية تمثل الفائدة"³.
- وعُرف السند أيضاً بأنّه: "صك قابل للتداول تصدره الشركات والمؤسسات ذات الشخصية الاعتبارية عن طريق الدعوة إلى الاكتتاب العام، ويتعلّق بقرض طويل الأجل ويُعطي مالكة حق استيفاء فوائد سنوية، وحق استرداد قيمته عند حلول الأجل"⁴.

ومن خلال ما سبق يمكن القول أنّ السند صك قابل للتداول في سوق الأوراق المالية يُستحق خلال فترة محدّدة، ويعتبر بمثابة قرض طويل الأجل تصدره الدولة أو الجماعات المحلية أو

1 - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 128.

2 - محمود محمد حمودة، "الاستثمار والمعاملات المالية في الاسلام"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الاردن، 2009، ص: 127.

3 - حسين بني هاني، مرجع سابق، ص: 152.

4 - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 126.

الشركات العمومية والخاصة، فهو دين على الجهة المصدرة له تجاه المستثمر (صاحب السند)، مقابل فوائد دورية محدّدة، وعند تاريخ الاستحقاق يسترد صاحب السند مبلغ الدين مضافاً لها الفوائد الدورية المتفق عليها.

2 - خصائص السندات:

تتّصف السندات بعدّة خصائص تميّزها عن غيرها من الأوراق المالية الأخرى، يمكن توضيح أهمّها كما يلي¹:

- إصدار السند يُعطي للشركة فرصة الحصول على أموال دون الرفع من رأسمالها، باعتبار أنّ السند مجرد دين على الشركة اتجاه حامله؛
- لحامل السند الحق في الحصول على فوائد دورية بغض النظر عن نتيجة أعمال الشركة، سواء حققت الشركة أرباح أم لا، وإلاّ يتمّ إفناؤها من أصول الشركة في حالة الإفلاس أو التصفية، كما لا يحق تأجيل تسديد الفوائد؛
- حملة السندات لهم الأولوية في الحصول على الفوائد، والأولوية في الحصول على حقوقهم عند تصفية الشركة قبل حملة الأسهم؛
- لا يحق لحملة السندات التدخل في إدارة الشركة، فلا يحق لهم المشاركة في الجمعيات العامة للشركة، أو التصويت فيها، أو التدخل في الإدارة والرقابة؛

3- عناصر وبعض المصطلحات المرتبطة بالسندات:

- من خلال ما سبق يمكن توضيح أهم العناصر والمصطلحات المرتبطة بالسندات كما يلي:
- القيمة الاسمية للسند: هي القيمة التي يتم بها إصدار السند لأوّل مرة، وتمنح لحامل السند عند تاريخ الاستحقاق، فالسندات قد تباع بأسعار تقل عن القيمة الاسمية لها تشجيعاً للمكّتبين.

¹-أنظر:

✓ محمد الخناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر"، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007، ص:

130.

✓ سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص: 127.

- **الخصم:** لا يتم بالضرورة تداول السند بقيمته الاسمية، بل يمكن تداوله بقيمة أقل وتعرف بالسندات المتداولة بالخصم.
- **معدل الكوبون (الفائدة):** يجب أن يحتوي السند على قيمة الكوبون الدوري الذي يحصل عليه حامل السند، حيث يمثل معدل الكوبون معدل الفائدة التي يتعهد مصدر السند بدفعها لمالك السند.
- **تاريخ الاستحقاق:** تستمر الجهة المصدرة في التزامها تجاه مالك السند طيلة فترة حياته، أي إلى غاية تاريخ استحقاقه أو إطفاءه، وفيه يتم استرداد القيمة الأصلية للسند وتكون في الغالب هي نفسها القيمة الاسمية، حيث يتم استيفاء جميع الفوائد المترتبة خلال فترة الدين وصولاً إلى مبلغ الدين عند حلول أجله.
- **معدل الفائدة السوقي:** هو معدل الفائدة السائد في السوق، ويؤثر معدل الفائدة السوقي على أسعار السندات.
- **استدعاء السندات:** تنص بعض الجهات المصدرة للسندات على إمكانية استدعاء السند أو إطفاءها، بسعر محدد مسبقاً، وتقوم الجهة المصدرة بممارسة هذا الحق في حالة ارتفاع الفائدة السوقية، أو تحسّن الأوضاع المالية للجهة المصدرة وذلك لتخفيض الأعباء.
- **شروط تداول السندات:** يحق للجهة المصدرة القيام بوضع شروط تداول السندات التي قامت بإصدارها في سوق الأوراق المالية، وهي شروط تحدّد مدى سيولة السند وإمكانية تداوله من عدمها¹.

4- أنواع السندات:

يمكن تصنيف السندات إلى أصناف كثيرة وفقاً لاعتبارات عديدة، ومن أهمّها يمكن ذكر ما يلي:

4-1- تقسيم السندات باعتبار مصدرها: تنقسم السندات من حيث الجهة المصدرة إلى:

¹ - محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، "الاستثمار في سوق الأوراق المالية"، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر، مصر، 2014، ص: 76.

- **السندات الحكومية:** تصدرها الحكومة عادة عن طريق البنك المركزي، وهي وثائق الدين العام طويلة الأجل وتصدر لفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد وحالة العجز السائد في الميزانية العامة، وتلجأ الحكومات إلى هذه السندات عندما تتجاوز النفقات العامة الإيرادات العامة¹.

- **السندات الأهلية:** هي السندات التي تصدرها الشركات العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية سواء كانت الشركات عامة أو خاصة، التي تكون في حاجة إلى قروض ولا تستطيع الزيادة في رأس المال عن طريق الأسهم، أو أنّ تكلفة إصدار السندات أقل من تكلفة إصدار الأسهم².

4-2- تقسيم السندات حسب الشكل: تنقسم السندات من حيث شكلها إلى³:

- **السند الاسمي:** هو السند الذي يذكر فيه اسم صاحبه وهي تشبه في هذا الأسهم الاسمية، وبالتالي يوجد في الشركة دفتر يدعى بدفتر التنازل لهذه السندات، حيث يمكن استخدامه عند تداولها في السوق الثانوي، ولا يستطيع أي شخص من غير مالكيها المسجل التصرف فيها؛

- **السند لحامله:** هو سند يصدر بدون ذكر اسم صاحب السند، ويعتبر الحائز عليه مالكا له، ويتم تداولها دون وجود دفتر التنازل؛

- **السند لأمر:** هو السند الذي يتضمّن عبارة " لأمر " أو " لإذن "، ويتداول بطريق التظهير.

4-3- تقسيم السندات حسب أجل الاستحقاق: تنقسم السندات من حيث آجال استحقاقها إلى:

- **سندات قصيرة الأجل:** لا يتعدّى أجل استحقاقها سنة، تتمتع بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة، وتصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبياً، ويتم التعامل بها في أسواق النقد كسندات الخزينة.

1 - هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص: 114.

2 - ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص: 33.

3 - أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق، ص: 87.

- **سندات متوسطة الأجل:** هي التي يزيد أجل استحقاقها عن السنة ولا يتعدى سبع سنوات، تكون معدلات الفائدة عليها أعلى من تلك التي على السندات قصيرة الأجل؛
 - **سندات طويلة الأجل:** هي التي يزيد أجل استحقاقها عن سبع سنوات، وقد تمتد إلى عشرين عاماً، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات السابقة؛
 - **سندات مؤبدة:** ليس لهذه السندات تاريخ استحقاق، ولا يمكن لحملة هذا السند رده إلى الجهة المصدرة، للحصول على قيمته، بل من خلال بيعه في السوق الثانوي.
- 4-4- تقسيم السندات حسب أسلوب تحديد أسعار الفائدة:** تقسم السندات حسب طبيعة الفائدة إلى:

- **سندات ذات فائدة ثابتة:** هي السندات التي تكون الفائدة عليها ثابتة إلى غاية تاريخ الاستحقاق؛
- **سندات ذات فائدة متغيرة:** تكون الفائدة عليها متغيرة حسب أسعار الفائدة السائدة في السوق، فإذا حلّ موعد دفع الفائدة فإنّ صاحب السند يعطي نسبة الفائدة السائدة في هذا الوقت.
- **السندات التي لا تحمل كوبون (السندات ذات الكوبون الصفري):** ليست لها فائدة تدفع دورياً، حيث يتم بيعها من البداية بقيمة تقل عن القيمة الاسمية للسند، ويتم استردادها بكامل قيمتها الاسمية عند حلول تاريخ استحقاقها، وبالتالي يتحصّل حامل السند على سعر الشراء للسند بالإضافة إلى إجمالي الفائدة المستحقة والمتراكمة طوال فترة السندات.

- 4-5- تقسيم السندات حسب القابلية للاستدعاء أو الإطفاء:** تنقسم السندات من حيث قابليتها للاستدعاء أو الإطفاء إلى:

- **السندات القابلة للاستدعاء:** هي السندات التي يمكن تسديدها قبل تاريخ استحقاقها، أي أنّه يُمكن للجهة المصدرة استدعاء هذه السندات ورد قيمتها إلى حاملها قبل تاريخ الاستحقاق إذا رأت مصلحة لها في ذلك، عن طريق الاختيار العشوائي أو القرعة، مع منح مكافآت لحملةا.

– السندات غير القابلة للاستدعاء: هذا النوع من السندات غير قابلة للاستدعاء والاستهلاك قبل تاريخ استحقاقها، حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد قيمة هذه السندات بتاريخ استحقاقها.

ثالثاً- عقود المشتقات المالية:

هناك أنواع متعددة من المشتقات، يمكن توضيح أشهر صورها كما يلي:

1- العقود الآجلة:

1-1- تعريف العقود الآجلة: هي عبارة عن تعاقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، بغرض تسليم أصل معيّن في تاريخ لاحق مستقبلاً يسمّى **يوم التصفية**، وبسعر محدد يسمّى **"سعر التنفيذ"**، ويتم تسليم الأصل المتفق عليه ودفع الثمن في هذا التاريخ المستقبلي¹.

فالعقود الآجلة هي عقود تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معاً لترتيب مبادلة أصل معيّن في وقت لاحق ومستقبلي لكنه يحدّد مسبقاً وبسعر يحدّد مسبقاً أيضاً، فمنذ البداية يتحدّد كل من موضوع التبادل (ورقة مالية، عملة، سلعة) والسعر الذي يتم على أساسه التبادل، والتاريخ المستقبلي الذي سيتم عنده التبادل².

1-2- خصائص العقود الآجلة: تختص العقود الآجلة بجملة من الخصائص، يمكن ذكر أهمّها فيما يلي:

- العقود الآجلة هي عقود شخصية، إذ أنّ العلاقة بين الطرفين المتعاقدين شخصية، حيث يتفاوض الطرفان على شروط العقد بما يتفق وظروفهما الشخصية التي قد لا تتفق مع غيرهما؛
- تحدّد شروط العقود الآجلة من حيث السعر والكمية وتاريخ الاستحقاق بين طرفي العقد عن طريق التفاوض، ولذلك يمكن للطرفين الاتفاق على تعجيل الثمن عند التعاقد أو دفع جزء منه وتأجيل الباقي إلى تاريخ التسليم؛

¹ – محمد صالح الحناوي وحلال إبراهيم العيد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، مرجع سابق، ص: 363.

² – هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 154.

– لا تتعلّق المخاطر في العقود الآجلة بطرف دون الآخر بل تمتد إلى طرفي العقد، حيث يتحمّل كل طرف مخاطر عدم وفاء الطرف الآخر بالتزاماته.

2 – العقود المستقبلية:

2-1- تعريف العقود المستقبلية: العقود المستقبلية هي عبارة عن: "التزام قانوني متبادل بين طرفين، يفرض على أحدهما أن يُسلّم الآخر أو يستلم منه بواسطة طرف ثالث (الوسيط)، كمية معيّنة من أصل معيّن في مكان محدّد وزمان محدّد وبموجب سعر محدّد"¹.

وتخضع العقود المستقبلية لإجراء تسوية يومية، تُخصم من خلالها خسائر أحد الأطراف من حساب التأمين المودع لدى غرفة المقاصة، تُضاف إلى حساب الطرف الآخر.

ولذلك يلتزم كل من طرفي العقد (البائع والمشتري) بأن يُودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه، مبلغًا نقديًا أو أوراق مالية معيّنة، تمثّل نسبة ضئيلة من سعر العقد (مقداره ما بين 5% إلى 15% من قيمة العقد)، تسمّى **بالهامش المبدئي** لإثبات جدية وحسن نية الطرفين، كما يُستخدم لأغراض التسوية اليومية في حالة تعرّض أحد الطرفين للخسائر².

2-2- خصائص العقود المستقبلية: تتّصف العقود المستقبلية بمجموعة من الخصائص، من أهمّها³:

– العقود المستقبلية هي عقود نمطية أو معيارية، تمّ ترميزها من حيث تاريخ التسليم ومستوى جودة الأصل وعدد الوحدات داخل العقد، ولم تترك مجالاً للتفاوض بين طرفي العقد سوى للسعر وعدد العقود؛

¹ – أحمد مطر، مرجع سابق، ص: 272.

² – منير إبراهيم هندي، "الفكر الحديث في إدارة المخاطر"، منشأة المعارف، مصر، 2003، ص: 92.

³ – أنظر:

✓ منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، مرجع سابق، ص: 634.

✓ هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 153.

✓ جمال جويدان الجمل، "الأسواق المالية والنقدية"، دار الصفا للنشر، الأردن، 2002، ص: 185.

✓ سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها: دراسة

مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 217.

- يتم إبرام العقود المستقبلية من خلال أسواق منظّمة، ولذلك فإنّها تكون قابلة للتداول؛
- بوجود سوق ثانوي للعقود المستقبلية يمكن للمتعاقد أن يصفّي مركزه من خلال إبرام الصفقات العكسية؛
- يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح، عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة، تُوكل إليها مهمّة تنظيم التسويات اليومية التي تتم بين طرفي العقد؛
- لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي، يُلزم كل منهما بتسليم الوسيط في تاريخ إبرام العقد هامشاً مبدئياً لا يتم استرداده إلاّ عند تسوية أو تصفية العقد، ويقوم الوسيط عادةً بإجراء تسوية يومية بين الطرفين تعكس التغيّرات السّعرية التي تحدث على سعر العقد، ومن ثمّ يظهر أثر ذلك على رصيد كل منهما في سجلاته؛

2-3- أنواع العقود المستقبلية: تتنوّع العقود المستقبلية بالنّظر إلى الشيء محل التعاقد إلى

الأنواع التالية:

- **العقود المستقبلية للسلع:** هي عبارة عن عقد بين طرفين، يلتزم بموجبه أحد الطرفين تسليم الطرف الآخر مقداراً محدّداً من سلعة معيّنة بسعر محدّد في تاريخ محدّد¹.
- وتُردّ العقود المستقبلية عادةً على سلع تتوافر فيها شروط معيّنة، مثل: المحاصيل الزراعية كالقمح والذرة والشعير والقطن والبن والسكر والأرز، ومن المعادن كالذهب والفضة، ولا تُردّ العقود المستقبلية على السلع المصنّعة كالسيارات أو السلع غير القابلة للتخزين.

3- عقود الخيارات:

- 3-1- مفهوم عقود الخيارات المالية:** يُعرف عقد الخيار بأنّه: "عبارة عن اتّفاق بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، يمنح بموجبه البائع للمشتري الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع أصل مادي معيّن أو أداة مالية معيّنة (أوراق مالية، عملات، سلع، مؤشرات، بورصة.. الخ)، في تاريخ لاحق وبسعر يحدّد وقت التعاقد².

1 - أحمد صالح عطية، "مشاكل المراجعة في أسواق المال"، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص: 235.

2 - محمد محمود حبش، مرجع سابق، ص: 175.

وهذا على أن يكون لمشتري الخيار الحق في التنفيذ من عدمه، وذلك في مقابل ثمن يسمّى علاوة أو مكافأة الخيار غير قابلة للرد، يدفعها للبائع الذي يطلق عليه محرّر الخيار¹.

3-2- خصائص عقود الخيارات: تختص عقود الخيارات المالية بالعديد من الخصائص يتمثل أهمّها في²:

- الخيار عقد يتم بين طرفين اثنين، هما:
 - ✓ **مشتري حق الخيار:** ويسمّى أيضاً حامل الخيار، يقوم بشراء حق الخيار ويكون له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد مقابل مكافأة يدفعها لمحرّر الخيار؛
 - ✓ **بائع حق الخيار:** ويسمّى أيضاً محرّر الخيار، يلتزم ببيع الأصل أو شرائه إذا رغب حامل الخيار بذلك؛
- يتضمّن عقد الخيار مجموعة من العناصر التي ينبغي النصّ عليها في العقد، وهي:
 - ✓ **الأصل محل العقد:** ينبغي توضيح نوعه وكميته وصفاته؛
 - ✓ **سعر التنفيذ:** هو السعر المحدّد في عقد الخيار، وبموجبه يستطيع مشتري الخيار شراء أو بيع الأصل محل الخيار؛
 - ✓ **تاريخ التنفيذ:** ويسمّى أيضاً تاريخ الانتهاء، فينتهي بانتهاؤه حق المشتري في الخيار؛
 - ✓ **ثمن الخيار:** ويسمّى بالعلاوة أو المكافأة، وهو المبلغ الذي يدفعه مشتري الخيار للطرف الذي حرّر عقد الخيار والتزم بتنفيذه مقابل تمتّعه بحق الخيار، ولا يسترد هذا الثمن سواء مارس المشتري حقه في الخيار أم لم يمارسه؛

1 - منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، مرجع سابق، ص: 589.

2 - أنظر:

✓ محمد محمود حبش، مرجع سابق، ص: 226.

✓ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 1006.

✓ هاشم فوزي دباس عيادي، مرجع سابق، ص: 95.

- لا يدفع حامل الخيار إلا ثمن الخيار فقط، ولا يدفع ثمن كامل الصفقة إلا إذا قرّر تنفيذها، ولذلك يمكن لحامل الخيار عقد صفقات كبيرة في المستقبل، بحيث لا يدفع عند العقد إلا ثمن الخيار والذي يعتبر جزء صغير من قيمة الصفقة؛

3-3- أنواع عقود الخيارات: تتمثل أهم أنواع الخيارات وأكثرها انتشارًا في التعامل في الأسواق المالية في:

3-3-1- أنواع عقود الخيار حسب الصفقة: تتنوع إلى:

- **عقد خيار الشراء:** هو عقد يعطي لحامله الحق وليس الالتزام في شراء كمية معينة من الأوراق المالية أو السلع أو العملات الأجنبية أو المؤشرات، بسعرٍ محدّد (سعر التنفيذ) وخلال فترة زمنية معينة غالبًا ما تكون 90 يومًا.

ويُقبَل على شراء حقوق خيار الشراء أولئك الذين يتوقعون ارتفاع أسعار الأصل محل التعاقد في السوق، وهو ما يصطلح على تسميته **حقوق الشراء في عمليات المتاجرة أو المضاربة**، كما تُستخدم عقود خيار الشراء كأداة للتغطية أو التحوّط أو التأمين ضد المخاطر⁽¹⁾.

- **عقد خيار البيع:** هو عقد يتيح لحامله حق بيع عدد معيّن من الأوراق المالية أو السلع أو المؤشرات أو العملات الأجنبية، بسعرٍ محدّد يتفق عليه (سعر التنفيذ)، خلال فترة زمنية محدّدة أو بتاريخ استحقاق عقد الخيار.

ويُلزم عقد خيار البيع بائع الخيار (محرّر الخيار) بشراء الأصل محل التعاقد من مشتري الخيار (حامل الخيار) إذا رغب في البيع، وذلك إذا انخفضت أسعار الأصول محل التعاقد عن سعر التنفيذ خلال مدة العقد، مقابل مكافأة يدفعها مشتري حق الخيار لمحرّره كتمن لممارسة حق تنفيذ العقد من عدمه، وتمثّل تعويضًا لمحرّر العقد عمّا قد يلحقه من مخاطر وخسائر إذا ما انخفض سعر الأصل عن سعر التنفيذ مستقبلاً².

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية"، مرجع سابق، ص: 156.

² - محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية"، مرجع سابق، ص: 334.

- 3-3-2- تصنيف عقود الخيارات حسب تاريخ تنفيذ العقد: تنقسم وفق هذا المعيار إلى:
- الخيار الأمريكي: هو حق اختيار شراء أو بيع أو هما معاً لأصل مالي، بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال الفترة التي تمتد منذ إبرام الاتفاق حتى التاريخ المحدد لانتهائه؛
- الخيار الأوروبي: هو حق اختيار شراء أو بيع أو هما معاً لأصل مالي، بسعر محدد مسبقاً، ولا يتم التنفيذ إلا في التاريخ المحدد لانتهاء العقد¹.

4- عقود المبادلات:

هي عبارة عن التزام تعاقدى بين طرفين يتضمّن مبادلة نوع معيّن من التدفق أو أصل معيّن، مقابل تدفق أو أصل آخر بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، ويتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق².

وتتنوع عقود المبادلات إلى أنواع عديدة، من أهمّها³:

- مبادلات أسعار الفائدة: هي اتفاق بين طرفين على تبادل معدلات فائدة متغيرة بمعدلات فائدة ثابتة على مبلغ محدد بعملة معينة، دون أن يقتزن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ.
- مبادلات العملات: هي عبارة عن عقد بين طرفين لبيع عملة بعملة أخرى بيعاً حالياً، ثم إعادة شرائها بالعملة الأخرى نفسها بشرط تأجيل تسليم العملتين إلى وقت لاحق بسعر صرف متفق عليه وقت العقد، مماثل لسعر الصرف في العقد الأوّل أو يختلف عنه.

1- عادل محمد رزق، "الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية"، دار طيبة، القاهرة، 2004، ص: 104.

2 - عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص: 117.

3 - أنظر:

✓ عادل محمود رزق، مرجع سابق، ص: 119.

✓ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، ص: 1094.

- مبادلة الأسهم: هي عبارة عن اتفاق بين طرفين على المبادلة والمقايضة في تاريخ لاحق لمعدل العائد على سهم معين، أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر.

- مبادلة السلع: هي أن يقوم أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد، ويتم تسديد الثمن فوراً، وبيعها له في نفس الوقت بيعاً آجلاً بسعر متفق عليه مسبقاً، ويتم السداد على فترات متفق عليها أيضاً.

المحور الخامس:

إجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية

أولاً- المتدخلون في سوق الأوراق المالية:

يتدخّل في سوق الأوراق المالية مجموعة من الأطراف التي تسهر على ضمان السير الحسن للسوق وبالتالي ضمان استمراريته في أداء نشاطه، ومن أهمّها:

1- الحكومات: تتدخل الحكومات خاصّةً في سوق السندات، وهي بذلك تعتبر منافس للمتدخلين الآخرين لكون السندات التي تطرحها تتميز بالأمان وانخفاض المخاطر، وتسعى الحكومة من وراء هذا الإصدار إلى محاولة تغطية العجز في الموازنة العامة للدولة أو تمويل المشاريع التنموية، أو من أجل التحكم في معدلات التضخم، بالإضافة إلى إعادة توزيع الموارد المالية في المجتمع بما يتناسب مع أهداف الخطة الاقتصادية للدولة.

2- الشركات: تعتبر الشركات والمؤسسات من بين أهم المتدخلين الرئيسيين في سوق الأوراق المالية، حيث أنّ وجود وتعدّد شركات المساهمة إضافة إلى وجود أدوات مالية ذات أجيال مختلفة تتميّز باليسر وانخفاض المخاطر، من شأنه إغراء جمهور المدخرين بالإقبال عليها واختيار المناسب منها ممّا يساعد على اتساع وازدهار السوق¹.

3- شركات الوساطة: يمكن تقسيمها إلى:

1-3- شركات ترويج وتغطية الاكتتاب: إنّ عملية إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية تكون عادة عن طريق وسيط الذي يعمل على تصريف الإصدارات الجديدة، وعادة ما تقوم بنوك الاستثمار بهذه المهمة، حيث تتولّى مهمّة الترويج للإصدار الجديد، والمساهمة في شراء الأوراق المالية المصدرة لضمان تغطية الاكتتاب، بالإضافة إلى تقديم الكثير من الخدمات للشركات المصدرة كتقديم النصح والمشورة من حيث نوع الورقة المالية المصدرة، اختيار توقيت الاصدار، تحديد سعر الورقة المالية، تحديد مدة السند والفائدة عليه..

2-3- بيوت السمسرة: أنشئت خصيصًا لممارسة دور الوساطة في العمليات البورصية، ويعتبر السماسرة من أهم المتدخلين الفاعلين في سوق الأوراق المالية ولهم دور هام ورئيس فيها، حيث

¹ - عيسى حمد الفارسي وآخرون، مرجع سابق، ص: 15.

يقومون بإدارة وتنظيم عمليات تبادل الأوراق المالية، وتوفير المعلومات اللازمة التي تخدم كل من البائعين والمشتريين، فهم فئة ذوو خبرة وكفاءة في شؤون الأوراق المالية، ويقومون بتنفيذ أوامر عملائهم وعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية لصالحهم مقابل عمولة يتلقونها من البائع والمشتري، ويمارس السمسار مهنته منفردًا أو كشريك متضامن في شركة سمسرة، كما أنهم مسؤولون أمام القوانين التي اشترطت فيهم توافر شروط خاصة قبل اختيارهم للعمل في هذا الجهاز المالي الهام¹.

4- شركات الاستثمار: تهتم هذه الشركات بجمع الأموال من جمهور المستثمرين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات من خلال عقود واتفاقيات من أجل استثماره في استثمارات متنوّعة خاصة أو عامة، وتنقسم إلى:

4-1- صناديق الاستثمار: تتعامل صناديق الاستثمار في السوق الثانوية حيث ينشط وجودها سوق الأوراق المالية، ويوفر بديلاً للمدخرين عوض اللجوء مباشرة إلى السوق، وبالتالي فصناديق الاستثمار هي مؤسسات مالية تنشئها البنوك أو شركات التأمين أو الشركات المساهمة، وتديرها شركات مساهمة مستقلة ذات خبرة وكفاءة في إدارة صناديق الاستثمار، تقوم هذه المؤسسات بالاستثمار الجماعي للأوراق المالية من خلال تجميع المدخرات من عدد كبير من المستثمرين، واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية بواسطة إدارة محترفة.

4-2- شركات إدارة وتكوين محافظ الأوراق المالية: تعرف محفظة الأوراق المالية بأنها عبارة عن سلة من الأوراق المالية لشركات مختلفة يتم اختيارها وتنويعها من مختلف الأنشطة الصناعية والتجارية، لكي تعطي أعلى عائد وتقلل مخاطر الاستثمار إلى أقل حد ممكن².

5- شركات الخدمات المالية: وتنقسم إلى:

5-1- شركات تقييم وتصنيف وتحليل الأوراق المالية: تتولّى هذه الشركات تجميع المعلومات عن أداء الشركات المدرجة، لتقوم بتحليلها وتصنيف الترتيب الائتماني للشركات وأدائها المالية،

1 - زينب حسين عوض الله، "اقتصاديات النقود والمال"، الدار الجامعية، مصر، 1993، ص: 197.

2 - عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص: 70.

فتقوم بالتحليل والتقييم المتعلقة بالأسهم والأوراق المالية للسلطات الحكومية أو نيابة عنها أو للشركات، حيث يتم تقييم الأوراق المالية من خلال قدرة الشركة على سداد الديون والائتمان، وذلك لاستخدامها من قبل المستثمرين بمختلف فئاتهم سواء كانوا شركات التأمين، البنوك والمؤسسات المالية..

5-2- شركات التسوية والمقاصة والحفظ المركزي: هي شركات تقوم بتنظيم استلام وتسليم الأوراق المالية محل المتعامل بواسطة شركات السمسرة وتسوية الأوضاع المالية الناتجة عن عمليات التداول التي تتم بواسطة تلك الشركات.

6- المستثمرون المؤسسيون: من أهمهم:

6-1- البنوك: تتدخل البنوك في سوق الأوراق المالية إما كمؤسسة مالية مدرجة أو كوسيط أو كمستثمر تقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابها الخاص.

6-2- شركات التأمين: تعتبر جزء من مجتمع الاستثمار المؤسسي، وتشمل شركات التأمين على الحياة وضحايا الحوادث وشركات التأمين على الممتلكات، التي تتخذ أقساط لحماية حاملي الوثائق من مختلف أنواع المخاطر، ثم تستثمر أغلب أقساط التأمين في سوق الأوراق المالية بغية استغلالها بطريقة مثلى، والمحافظة على الحد الأدنى من السيولة لأصولها.

ثانيًا- قيد الأوراق المالية في البورصة:

1- مفهوم قيد الأوراق المالية في البورصة:

يتم قيد الأوراق المالية بمداول البورصة بناء على طلب الجهة المصدرة بقرار من لجنة قيد الأوراق المالية التي تتشكل بقرار من مجلس إدارة البورصة، وقد يكون القيد إما في الجداول الرسمية أو الجداول غير الرسمية التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي لا تتوافر فيها شروط القيد في الجداول الرسمية، وقبول الأوراق المالية في جدول الأسعار الرسمية هو الأساس الذي تقوم عليه البورصة، حيث لا يجوز التداول في غير المكان المخصّص لعقد العمليات، وتجدر الإشارة إلى أنّ

قبول الورقة المالية للإدراج في البورصة بعد التأكد من توافر كافة الشروط المطلوبة الخاصة بإدراجها، يسمح للمستثمرين من مراقبة الأسعار باستمرار والاطلاع على المركز المالي للشركات، فالقيد يؤدي إلى زيادة مقدار الإفصاح والشفافية كما يعمل على تشجيع الشركات التي تطرح أوراقها للاكتتاب العام والعمل على تنشيط التعامل في سوق الأوراق المالية.

ويشترط في بورصة الأوراق المالية أن تتم عملية التداول فقط على الأوراق المالية المسجلة فيها، ويتم ذلك داخل قاعة التعامل عن طريق الوسطاء المرخص لهم بالعمل فيها، وذلك طبقاً لطريقة التداول المتفق عليها مع الالتزام بوحدة التعامل، ووحدة لتغيير الأسعار كلما اقتضى الأمر وتتولى الهيئة المشرفة على السوق مهمة تحديد هذه الوحدات ويتضح مما سبق أن التعامل في البورصة يقتضي قاعة تداول ووسطاء وطرق تداول وهيئة تشرف على السوق¹.

2- شروط التسجيل في البورصة:

تقوم بورصات الأوراق المالية بوضع شروط لتسجيل الأوراق المالية التي تصدرها الشركات، وذلك للتسهيل والسماح بتداولها، ورغم أنّ هذه الشروط تختلف من سوق لأخرى حسب ظروفها وأهدافها التي تسعى إليها، إلا أنّ أهم الشروط العامة للإدراج في البورصات تتمثل في:

- يشترط في الشركة أن تكون من شركات الأموال، شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم؛
- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاثة سنوات؛
- أن يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة معينة، وإصدار ما يقابلها من أسهم في سوق الأوراق المالية؛
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة معينة؛
- أن يوجد عدد معين من المساهمين يملك كل منهم كمية معينة من الأسهم؛
- تقديم عدد معين (3 أو 4 أو ...) من الميزانيات السنوية وأن تكون قد حققت نتائج إيجابية؛
- تكوين ملف التسجيل المطلوب وإيداعه لدى الجهات المختصة؛

¹ - ضياء مجيد الموسوي، مرجع سابق، ص: 22

- تقديم القوائم المالية الختامية كجدول حسابات النتائج، الميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ الحسابات؛
- الإفصاح عن كبار المساهمين وأن يتم القيد بكامل قيمة وعدد الأسهم المصدرة..

ثالثاً- طرق وأساليب التداول بسوق الأوراق المالية:

يتم تداول الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية وبالتالي تحديد سعر تنفيذ صفقة الأوراق المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسيط بإحدى الطريقتين التاليتين¹:

1- طريقة المزايمة:

تقوم هذه الطريقة على إعطاء الأولوية في إجراء العملية لأقل عرض للبيع وأعلى سعر للشراء، وتتم المزايمة في السعر في الغالب في مدة محددة، وبالتالي وفق هذه الطريقة يتم المزايمة على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض لتنفيذ الصفقة من وجهة نظر المشتري (أقل سعر) أو البائع (أعلى سعر)، أي أحسن عرض للمشتري يناسب البائع، ويتم الإعلان عن الأسعار الخاصة بصفقات الأوراق المالية بشكل علني يظهر للجميع، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية، والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسليم الفعلي، وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

2- طريقة المفاوضة:

تقوم هذه الطريقة على المساومة والتفاوض بين المتعاملين، فإذا تمّ الاتفاق على السعر والكمية المطلوبة والمحددة من قبل العميل يتم تنفيذ الصفقة، فوفق هذه الطريقة يقوم كل وسيط بإعلان أسعار عرض أوراق مالية معيّنة (سعر البيع) والطلب على الأوراق (سعر الشراء) والكميات المتوفرة، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاق على سعر تنفيذ الصفقة، وتختلف الأسعار على حسب حجم الصفقة، وبالتالي تمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية.

1 - أنظر:

✓ جوده صلاح السيد، "بورصة الأوراق المالية علمياً- عملياً"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2003، ص: 32.

✓ أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سابق، ص: 30.

رابعًا- عمليات بورصة الأوراق المالية:

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية وفق العديد من العمليات، والتي يمكن تقسيمها حسب الالتزامات الزمنية المترتبة عن الصفقات المبرمة إلى:

1 - العمليات العاجلة:

1-1 - تعريف العمليات العاجلة: تعرف العمليات العاجلة بأنها: " المعاملات التي يتم فيها

تسليم الأوراق المالية المباعة، وتسليم ثمنها بعد تنفيذ العقد مباشرة، أو خلال مدة قصيرة"¹.

ويلجأ المتعاملون في بورصة الأوراق المالية عادةً إلى التعامل العاجل لأحد الأسباب التالية²:

- الرغبة في الاحتفاظ بالأوراق المالية في محافظهم المالية، بغية الاستفادة من أرباحها عند توزيع الأرباح؛

- لغرض المضاربة على ارتفاع أسعارها، حيث يقومون ببيعها عندما تتحسن أسعارها في السوق، مع ملاحظة أنّ أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة أقل ارتفاعًا من أسعارها في السوق الآجلة؛

- لغرض توفير السيولة المطلوبة وذلك ببيع الأوراق المالية في السوق الفورية.

1-2- أنواع العمليات العاجلة:

1-2-1- الشراء بالهامش:

فيه يقوم المستثمر بدفع جزء من ثمن الأوراق المالية التي يريد شراءها من أمواله الخاصة، ويسمى هذا المبلغ النقدي المدفوع بالهامش، وهو نوعان: هامش مبدئي، وهو الحد الأدنى الذي يشترط أن يدفعه المشتري من ماله الخاص عند إرادة الشراء، ويحدّد بنسبة معيّنة من ثمن الأسهم المشتراة، وهامش وقاية يتم دفعه بعد ذلك، عند اقتضاء الأمر، ولهذا أطلق على هذا النوع من العمليات بالشراء بالهامش.

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 75.

² - محمد فتح لله الناشر، "التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2006، ص: 102.

أما الجزء المتبقي من ثمن الأوراق المالية فيدفعه المشتري من أموال مقترضة يحصل عليها إما من أحد البنوك، أو غيرها من المؤسسات التمويلية، أو من أحد بيوت السمسرة، التي يعقد معها المشتري اتفاق خاص، يقوم بموجبه بيت السمسرة بإقراضه جزءاً من ثمن الأوراق المالية التي يريد شراءها، على أن تسجل الأسهم المشتراة باسم بيت السمسرة، وليس باسم المشتري، وذلك حتى يتمكن بيت السمسرة من اقتراض المبلغ من أحد البنوك، ورهن تلك الأوراق المالية لديه في مقابل ذلك، حيث يقوم بيت السمسرة باقتراض المبلغ الذي يريد إقراضه للمشتري من أحد البنوك بفائدة معيّنة، ثم يقوم بإقراضه إلى المشتري بفائدة أعلى¹.

1-2-2- البيع على المكشوف:

ويُقصد بالبيع على المكشوف بأنه: "بيع الأوراق المالية المقترضة على أمل أن ينخفض السعر، فإذا انخفض هذا الأخير قام المتعاملون بالأوراق المالية بشراء الأوراق التي باعوها وإعادتها إلى مالكيها، ويجري تسهيل تنفيذ هذه العملية من خلال سمسرة الأوراق المالية الذين يرتبون لعملية الشراء، وحينما يقوم شخص ما بعملية البيع على المكشوف يقال أنه أخذ مركزاً قصيراً².

2 - العمليات الآجلة:

1-2- تعريف العمليات الآجلة: هي العمليات التي يلتزم بمقتضاها العاقدان على تصنيفتها في تاريخ لاحق متفق عليه مسبقاً يسمى يوم التصفية يتم فيه التسليم والتسلم، ويتفق فيها البائع والمشتري عند إبرام العقد، على نوع الأوراق المالية محل الصفقة، وعددها، وثمنها، على أن يتم تسليم الأوراق المباعة وتسليم الثمن في يوم التصفية.

فهي عمليات تمنح للمتعاملين إمكانية شراء أو بيع الأوراق المالية لآجال زمنية متباعدة، حيث لا يُدفع الثمن ولا تُسلم الأوراق وقت عقد الصفقة، بل يتفق الطرفان على تأجيل التسليم ودفع الثمن إلى يوم التصفية، والغرض الأساسي من عقد هذه العمليات هو الحصول على ربح يأخذه المضارب، يمثل قيمة الفارق بين السعر الذي عقدت به العملية وبين السعر يوم التصفية،

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 76.

² - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 266.

أي أنّ عملية تسليم الأوراق المالية محل التعامل ودفع الثمن لا تتم عند عقد الصفقة بل بعد فترة لاحقة.

2-2- أنواع العمليات الآجلة:

2-2-1- العمليات الآجلة الباتة أو القطعية: هي عمليات يتم تحديد تنفيذها بموعد ثابت لاحق يسمّى موعد التصفية، يلتزم فيه طرفا العقد بتنفيذ العقد حين يحين أجله، وذلك بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية محل الصفقة.

2-2-2- العمليات الآجلة الشرطية: هي العمليات التي يمكن فيها لأحد طرفي العقد أن يعدّل من صفقته في موعد التصفية المتفق عليه مقابل أداء التزامات مالية معينة، ممّا يجعل التنفيذ اختياريًا.

خامسًا- أوامر سوق الأوراق المالية:

1- تعريف أوامر السوق:

يُعرف أمر السوق بأنه: " التوكيل الذي يعطيه العميل المستثمر لأحد الوسطاء كي يبيع أو يشتري له في البورصة أوراقاً مالية معينة¹.

ولا يوجد شكل محدد لأمر السوق، فقد يكون كتابيًا أو شفهيًا أو من خلال الهاتف أو الفاكس...، كما ينبغي أن تكون الأوامر واضحة وبيّنة مزيلة لأي لبس أو غموض إذ ينبغي أن يتضمن الأمر²:

- تحديد نوع الورقة موضوع الصفقة؛
- كمية الأوراق المالية المطلوبة؛
- وقت التنفيذ: يوم، أسبوع، شهر... أو يكون مفتوحا؛

1 - ياسين محمد يوسف، "البورصة: عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم"، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004، ص: 99.

2 - نصر علي أحمد طاحون، مرجع سابق، ص: 106.

– سعر التنفيذ إذا كان محدد أو تقريبي..

2- أنواع الأوامر:

2-1- أنواع الأوامر باعتبار طريقة تحديد الأسعار: تنقسم أوامر سوق الأوراق المالية باعتبار طريقة تحديد الأسعار إلى الأنواع التالية:

2-1-1- الأمر المحدد: هو الأمر الذي يحدّد فيه العميل للسّمسار حدًا معيّنًا للسعر الذي يجب أن يبيع به أو يشتري، فيحدّد له السعر الأدنى في حالة البيع والسعر الأعلى في حالة الشراء¹.

2-1-2- الأمر بالسعر الأحسن: فبموجب هذا النوع من الأوامر يُعطي العميل تعليمات لسّمساره كي يبيع ويشترى له أوراق مالية بأفضل وأحسن الأسعار الممكن الحصول عليها في السوق وفي أنسب الأوقات، أي أدنى ما يمكن الحصول عليه في حالة الشراء وأعلى ما يمكن الحصول عليه في حالة البيع، وبأسرع وقت ممكن².

2-1-3- الأمر بسعر الافتتاح أو بسعر الإقفال: وهو الأمر الذي يوكل فيه العميل سّمساره بشراء أو بيع أوراق مالية معيّنة بسعر الافتتاح، وهو سعر الورقة المالية عند افتتاح وبداية التعامل في السوق، أو بسعر الإقفال وهو السعر الذي يتحدّد لورقة مالية معينة في آخر جلسة التداول قبيل إقفال السوق³.

2-1-4- الأمر للتقدير: وفيه يترك العميل للسّمسار حرية تحديد السعر المناسب وفقًا لتقديره الشخصي، فيستطيع أن ينفذ الأمر مرّة واحدة أو يوزعه على عدّة جلسات أو لا ينفذه مطلقًا إذا رأى عدم صلاحية العملية أو السعر، أو يتّخذ وفقًا للسعر الذي يراه مناسبًا؛

1 – منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2002، ص: 23.

2 – زياد رمضان، "الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر، الأردن، 1998، ص: 191.

3 – مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 531.

2-1-5- الأمر بالبيع أو الشراء بسعر تقريبي: حيث يلتزم السمسار بالتعاقد بسعر يرتفع أو يقل قليلاً عن السعر الذي حدّده له العميل، وذلك إذا لم يتمكن من التعاقد بنفس السعر أو التعاقد بسعر أفضل¹.

2-2- أنواع الأوامر باعتبار مدة سريان الأمر: يمكن تقسيمها إلى الأنواع التالية²:

2-2-1- الأمر ليوم واحد: هو الأمر الذي تنتهي مدة سريانه تلقائيًا بنهاية يوم العمل الذي صدر فيه، فإذا لم يتمكن السمسار من تنفيذ الأمر خلال الساعات الباقية من اليوم، فإنه يبطل بنهاية وقت العمل في السوق ذلك اليوم؛

2-2-2- الأوامر المفتوحة: الأمر المفتوح هو الأمر الذي يظل قائمًا وساري المفعول إلى أن يتم تنفيذه، أو يقرر المستثمر إلغاؤه أو يفشل السمسار في تأكيد الأمر خلال المدة المطلوبة للتأكيد، حيث أنّ بعض الأسواق تشترط تأكيد هذه الأوامر من قبل مصدرها بعد فترة محدّدة أو تختلف من سوق لأخرى وذلك ضمانًا للجديّة؛

2-2-3- في الحال أو ألغي: هو الأمر الذي يطلب فيه العميل من سمساره أن ينفذ فورًا أكبر كمية ممكنة من الطلب ويلغي ما لم يتم تنفيذه؛

2-2-4- الأمر بالكل أو لا شيء: هو الأمر الذي يشترط فيه العميل من سمساره أن ينفذ كامل الأمر، وإذا تعدّر ذلك عليه أن يلغي الأمر، ففي هذه الحالة لا يمكن تلبية طلب العميل إلاّ إذا كانت كمية الأوراق المطلوبة أو العروض متوفرة في سوق الأوراق المالية.

¹ - عطية فياض، مرجع سابق، ص: 291.

² - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 405.

سادساً- التسعير في سوق الأوراق المالية:

1 - تعريف تسعيرة البورصة:

تُعرف تسعيرة البورصة بأنها: " القيمة التي تبلغها ورقة مالية معيّنة أثناء إحدى جلسات سوق الأوراق المالية، ويُسجَّل بعد انتهاء الجلسة على لوحة الأسعار، ويعكس سعر ورقة مالية معيّنة القيمة المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لهذه الورقة¹.

وبالتالي يعتمد سوق الأوراق المالية في تحديد السعر التوازني للأوراق المالية المدرجة فيه على قانون العرض والطلب، فعندما تتساوى الكميات المعروضة مع الكميات المطلوبة يتحدّد سعر التوازن الذي ستنفذ به الصفقات، وتجدر الإشارة إلى أنّ أسعار الأوراق المالية تتأثر بالعديد من العوامل من أهمّها:

– قوى العرض والطلب التي تتأثر بدورها بالعديد من العوامل؛

– المركز المالي للجهة المصدرة للورقة المالية؛

– الحالة الاقتصادية للقطاع الذي تعمل فيه الجهة المصدرة للورقة؛

– العائد المتوقع من فرص الاستثمار في هذه الورقة.

2 - طرق تحديد الأسعار في سوق الأوراق المالية:

هناك العديد من الطرق والوسائل المتبعة لتحديد أسعار الأوراق المالية في مختلف أسواق الأوراق المالية، والتي تتفق في جوهرها وتختلف في أسلوبها، ويمكن التمييز بين نوعين من التسعير هما:

2-1- التسعير الدوري:

2-1-1- مفهوم التسعير الدوري: يتمثل نظام التسعير الثابت في تطبيق سعر واحد ثابت

على جميع المعاملات التي تُجرى بالنسبة لكل ورقة مالية خلال جلسة التداول، ففي هذه الطريقة لا

يتم تنفيذ أوامر المتعاملين المسلمة إلى وسطاء البورصة مباشرة بل تبقى مخزنة إلى غاية إتمام مبادلة متعددة الأطراف.

¹ - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 73.

2-1-2- أنواع التسعير الدوري: ينقسم هذا النوع من التسعير إلى الأنواع التالية:

2-1-2-1- التسعير بالمناداة: يعتمد التسعير بالمناداة على تسعير الأوراق المالية شفويًا عن طريق المناداة، ويتم ذلك بأن يجتمع في صباح كل يوم من أيام التداول مندوبو الوسطاء أو الوسطاء أنفسهم، ومعهم طلبات البيع والشراء داخل قاعة التداول التي يقف وسطها دلال مختص، ومعه ميكروفون ليسهل له الاتصال بالموظف المكلف بكتابة الأسعار على لوحة الأسعار التي تحمل الأسهم التي تتداول في هذا المركز¹.

وعند افتتاح التعامل يقوم الدلال بافتتاح باب المبادلة بالمناداة على سهم معيّن ومقترحًا لسعر معيّن، يكون في العادة سعر الإقفال لذلك السهم في اليوم السابق، ويقوم بإبلاغ الموظف المختص ليقوم بتدوينه، وليكن مثلاً 100 دينار، وعند ذلك يبدأ الوسطاء الذين يحملون أوامر الشراء بالسعر الأفضل أو بـ 100 دينار أو أكثر، والوسطاء الذين يحملون أوامر البيع بالسعر الأفضل أو بـ 100 دينار أو أقل، بالمناداة بصوت عالٍ فيقول الراغب في الشراء "أنا آخذ" ويقول الراغب في البيع "أنا معي" أو "أنا عندي"².

ونظرًا لكثرة المتعاملين المتدخلين في البورصة والضجيج الذي يصاحب هذه الطريقة، فإنهم يرفقون مناداتهم الشفهية هذه بإشارة من اليد، وذلك بوضع الساعد أفقيًا في اتجاه الجسم في حال الشراء وبوضعه رأسيًا في حال البيع³.

ويتم عقد صفقات مبدئية بين الوسطاء بهذا السعر وهو 100 دينار، فإذا انقطعت الأصوات وهدأ الضجيج، يتم اعتماد هذا السعر ويُدوّن على اللوحة ليكون هو السعر الرسمي، وعندها تتحوّل الصفقات المبدئية إلى عقود نهائية⁴.

أمّا لو كانت عدد الأسهم التي تضمّنتها طلبات الشراء والتي تتوافق مع هذا السعر تفوق عدد الأسهم التي تتضمنها عروض البيع، فإنّ هذا يعني أنّ هناك فائضًا في طلبات الشراء مقابل

1 - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 450.

2 - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 567.

3 - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 73.

4 - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 568.

عروض البيع، وبالتالي ستظل هناك أصواتًا تنادي (أنا آخذ)، أي أنّ هذا السعر لم يحقق التوازن بين طلبات الشراء وعروض البيع¹.

عند ذلك يعلن السمسار سعرًا أعلى ك: 101 دينار مثلاً، فإذا حقق هذا السعر التوازن المرغوب فيه، يعنى ذلك أنّ الصفقات المبدئية التي تمت بالسعر السابق 100 دينار لن تنفذ². بينما تتحوّل الصفقات المبدئية بالسعر الجديد إلى عقود نهائية، وعندها يقوم كل وسيط بتسجيل اسم الوسيط المقابل له في بطاقات خاصّة به، وعدد الأسهم والسعر الذي أبرمت به الصفقة³.

2-1-2-2- التسعير بالمقارنة: وفقاً لهذه الطريقة يتم تدوين مختلف طلبات الشراء وعروض البيع لكل ورقة مالية في سجل خاص، ومن خلالها يمكن معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة، ومن بين هذه الأسعار يتحدّد السعر التوازني عند تلاقي العرض والطلب، أو يتم اختيار السعر الذي يؤدّي إلى تلبية رغبات أكبر عدد ممكن من العروض والطلبات⁴.

2-1-2-3- التسعير بالصندوق: وهي صورة من صور التسعير بالمقارنة، وتستخدم هذه الطريقة بصفة استثنائية عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتعدّدة، أو في حالة حدوث عدم توازن مفرط في السوق المنظم، حيث توضع كافة أوامر الشراء والبيع لورقة مالية معيّنة في صندوق واحد موجود لدى سلطات السوق المالية⁵.

حيث يتلقّى الموظف المختص من الوسطاء قصاصات ورقية تتضمّن عدد الأسهم التي يريدون التعامل بها، وحدود الأسعار التي يرضونها، وتوضع هذه القصاصات في صندوق خاص تحت وصاية ومسؤولية سلطات البورصة، ويخصّص لكل نوع من الورقة المالية صندوق خاص بها،

1 - المرجع نفسه.

2 - أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 450.

3 - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 569.

4 - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 74.

5 - جبار محفوظ، "تنظيم وإدارة البورصة"، مرجع سابق، ص: 116.

وبعدها تقوم لجنة البورصة بفرز العروض والطلبات وتحديد الأسعار وفق الأسلوب المتبع في طريقة التسعير بالمقارنة¹.

2-1-2-4- التسعير بالمطابقة: وصورته أن يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين، يتعلّق أحدهما ببيع كمية من الأوراق المالية ويتعلّق الآخر بشراء نفس الكمية وبذات السعر المعروض للبيع، فيشتري الوسيط من الأوّل لحساب الثاني، غير أنّ هذه الطريقة في التسعير محظورة في كثير من الأسواق المالية، وتحرص الأسواق التي تجيزها على ضرورة أن يتأكّد الوسيط من أنّه لا يوجد عرض أو طلب أكثر ملائمة⁽²⁾.

2-1-3- كيفية تحديد سعر الورقة المالية: يتحدّد سعر الورقة المالية في بورصة الأوراق المالية وفقاً لتفاعل قوى العرض والطلب، حيث يتمّ تجميع مختلف طلبات الشراء وعروض البيع لكل ورقة مالية في بداية كل يوم عمل السوق المالية³. ومن خلالها يمكن معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية، وحدود الأسعار المعروضة، ومن بين هذه الأسعار يتحدّد السعر التوازني عند تلاقي العرض والطلب.

وبعد أن جُهزت معظم البورصات بوسائل الإعلام الآلي الحديثة أصبحت هذه المهمة تنفّذ باستخدام الحاسب الآلي، وتستخدم هذه الطريقة لتحديد سعر الافتتاح في جلسة تسبق جلسة التداول الرسمية، وتسمّى بالفترة الافتتاحية أو الجلسة الاستكشافية، ومدتها خمس دقائق في السعودية، ونصف ساعة في مصر، ولذلك يعرف سعر الفتح بأنه: "السعر الذي تتلاقى عنده أكبر كمية تراكمية لطلبات الشراء مع أكبر كمية تراكمية لعروض البيع"، ويتمّ تحديد سعر الفتح لسهم معيّن بإتباع الخطوات التالية⁴:

1- أحمد محي الدين أحمد، مرجع سابق، ص: 454.

2- شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 77.

3- منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص: 102.

4- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سابق، ص: 571.

— تحدد الكميات التراكمية لطلبات الشراء والمتمثلة في الطلب الكلي على ورقة مالية معينة عند سعر معين، وذلك بترتيبها من أعلى سعر إلى أدنى سعر، بحيث يعتبر السعر الأفضل هو السعر المرتفع، فالمستثمر الذي يرغب في شراء سهم معين بالسعر الأفضل يكون مستعداً لشرائها بالسعر المرتفع، في حين يكون المستثمر الذي يريد شراء نفس الورقة بسعر محدد مستعد لشرائها بسعر أقل؛

— تحدد الكميات التراكمية لعروض البيع والمتمثلة في العرض الكلي لنفس الورقة عند سعر معين، وذلك بترتيبها من أدنى سعر إلى أعلى سعر، بحيث يعتبر السعر الأفضل هو السعر الأدنى، فالمستثمر الذي يرغب في بيع سهم معين بالسعر الأفضل يكون مستعداً لبيعها ولو بسعر منخفض، في حين يكون المستثمر الذي يريد بيع نفس الورقة بسعر محدد مستعد لبيعها بأكثر من ذلك.

— بعد تجميع أوامر العرض والطلب وترتيب الأسعار تنازلياً من أعلى سعر إلى أدنى سعر، مع اعتبار أنّ السعر الأفضل للشراء هو الأكثر ارتفاعاً، والسعر الأفضل للبيع هو الأكثر انخفاضاً، ويقابل هذه الأسعار الكميات التراكمية التي توافقتها¹. يتم استخراج كمية وسعر التوازن وهو السعر الذي تتساوى فيه طلبات الشراء مع عروض البيع، وذلك انطلاقاً من مبادئ التسعير:

✓ المشتري بالسعر الأفضل: مستعد لدفع أعلى سعر؛

✓ المشتري بالسعر المحدد: لا يمانع من الشراء بسعر أقل منه؛

✓ البائع بالسعر المحدد: لا يمانع بالبيع بسعر أعلى منه؛

✓ البائع بالسعر الأفضل: مستعد للبيع بأدنى سعر.

— يتم اختيار السعر الذي سيتم به تداول أكبر كمية ممكنة من الأسهم؛

¹ - جبار محفوظ، مرجع سابق، ص: 122.

— إذا ما تساوت الكميات التراكمية لطلبات الشراء وعروض البيع عند سعرين مختلفين، فيتم الترجيح بالسعر الأقرب إلى آخر سعر إقفال، أمّا إذا كان آخر سعر إقفال هو أحد هذين السعرين، فإنّ سعر الفتح يكون هو سعر الإقفال كما هو معمول به في مصر، وإذا لم يتم تحديد سعر التوازن في فترة الافتتاح، فإنّ النظام الآلي سيعتبر سعر إغلاق اليوم السابق هو سعر الافتتاح.

2-2- التسيير المستمر:

2-2-1- مفهوم التسيير المستمر: هو التسيير الذي تتم فيه عملية التبادل في أي وقت بمجرد التقاء أمرين مختلفين (الأمر بالبيع والأمر بالشراء) عند سعر معيّن، حيث يتم تنفيذ الأوامر بصورة مستمرة، فهو يتّصف بعدم التزامن بين وصول الأوامر وتنفيذها، بحيث يكون بوسع المستثمرين إدخال الأوامر أو تعديلها أو إلغاؤها.

ويتجسّد التداول المستمر في تقابل كافة الأوامر كلما تمّ إدخالها في دفتر الأوامر، وفي تحديد سعر فوري لكل ورقة مالية وتنفيذ العمليات، إذا سمح بذلك هذا التقابل¹.

2-2-2- مراحل التسيير المستمر:

يمر نظام التسعيرة المستمرة بمرحلتين هما²:

— **مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة:** يتم في هذه المرحلة تجميع الأوامر التي تحصّل عليها الوسطاء من عملائهم والتي تتضمّن نوع الأوامر شراء أم بيع ونوع الأسهم والكمية المطلوبة قبل افتتاح الجلسة، وتقوم لجنة مراقبة عمليات البورصة بعرض الأسعار بالكمبيوتر وعلى التناوب يتم تسجيل الأسعار في لائحة الأسعار، وبالتالي فسعر الافتتاح هو أوّل سعر يحدّد للورقة المالية بعد افتتاح البورصة وبداية النشاط في البورصة، حيث يقوم محرك التداول بحساب سعر افتتاح لكل سهم على أساس جميع الأوامر التي تمّ إدخالها إلى نظام التداول قبل الافتتاح.

<http://www.ammc.ma/ar/espace-epargnants/>

¹ - الموقع الرسمي للهيئة المغربية لسوق الرساميل، متوفر على:

² - محمد صبري هارون، مرجع سابق، ص: 66.

- مرحلة ما بعد الافتتاح: يعتبر الافتتاح الذي يحقق سعر التوازن عند تلاقي العرض والطلب وهو الذي تتم على أساسه الصفقة، ويكون السعر خلال جلسة التداول سعر توازن يتغير حسب تدفق أوامر البيع والشراء المختلفة.

المحور السادس: بورصة الجزائر

أولاً- مراحل وظروف نشأة بورصة الجزائر:

1- نشأة بورصة الجزائر:

لقد تمّ تأسيس بورصة الجزائر في بداية التسعينات، وتحديدًا في 09 ديسمبر 1990 برأسمال إجمالي قدره 32000.00 د ج تحت اسم شركة القيم المنقولة SVM وهذا استنادًا للمادة 01 من القانون رقم 03/88 الصادر بتاريخ 02 جانفي 1988 وسميت كذلك تحاشيًا لكلمة بورصة التي لها دلالة إيديولوجية رأس المال ولانعدام النص القانوني الذي ينظم عمليات البورصة لعدم تطرق التشريع التجاري الساري المفعول إلى هذه النشاطات.

غير أنّ الميلاد الحقيقي لبورصة الجزائر كان بتاريخ 2 نوفمبر 1998 وهو تاريخ فتح الاكتتاب لأول مؤسسة عمومية.

2- مراحل إنشاء بورصة الجزائر:

2-1- المرحلة الأولى (1990-1992): بعد أن حصلت معظم المؤسسات العمومية على استقلاليتها وتمّ إنشاء صناديق المساهمة، قامت الحكومة الجزائرية باتخاذ العديد من الإجراءات، حيث تمّ:

- إصدار المرسوم التنفيذي رقم 90-101 المؤرخ في 27 مارس 1990 الذي ينص على إمكانية تحويل ديون الخزينة المترتبة على المؤسسات العمومية إلى قيم منقولة.

- إصدار المرسوم رقم 90-102 المؤرخ في 27 مارس 1990 الذي بيّن أنواع شهادات الأسهم التي يمكن للشركات العمومية الاقتصادية أن تقوم بإصدارها وكذلك شروط مفاوضاتها.

- في 09 ديسمبر 1990 تمّ إنشاء شركة القيم المنقولة (SVM) برأسمال قيمته 320.000 د ج مهمتها شبيهة إلى حد كبير بمهنة البورصات في الدول المتقدمة.

- في 28 ماي 1991 ولاستكمال عملية التأسيس تمّ إصدار ثلاث مراسيم تنفيذية هي¹:

¹- Mansour mansouri, "La bourse des Valeurs mobiliers d'Alger", Edition Dar Houma, Alger, 2002, p8.

✓ **المرسوم التنفيذي رقم 91-169:** المتعلق بكيفية تنظيم المعاملات الخاصة بالأوراق المالية ودعوة شركات المساهمة إلى إصدارها، كما حدّد الشكل القانوني لبورصة الجزائر، إذ اعتبرها شركة أسهم.

✓ **المرسوم التنفيذي رقم 91-170:** المتعلق بتحديد أنواع الأوراق المالية وصيغها وشروط إصدارها وطريقة تداولها.

✓ **المرسوم التنفيذي رقم 91-171:** المتعلق بلجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

2-2- المرحلة الثانية (1992-1996): تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في سنة 1993 وذلك بإصدار تشريعات جديدة¹:

– المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993، المتمم والمعدل للأمر المتضمّن القانون التجاري والأحكام المتعلقة بشركات الأموال، حيث تمّ إدخال بعض التعديلات على القانون التجاري تتعلّق بكل من شركات الأسهم والقيم المنقولة.

– المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، حيث أقرّ هذا المرسوم تحويل شركة القيم المنقولة (SVM) إلى بورصة القيم المنقولة (BVM) مقرها الجزائر العاصمة، وحدّد هذا المرسوم مختلف الهيآت المشرفة عليها وهي:

✓ لجنة تنظيم ومراقبة عمل البورصة (COSOB)؛

✓ شركة تسيير بورصة القيم (SGBV)؛

✓ الوسطاء في عمليات البورصة (IOB).

– المرسوم التشريعي رقم 94-176 المؤرخ في 13 جويلية 1994، المتعلّق بتحديد فئات الأشخاص المعنوية التي يمكن اعتمادها لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة كوسطاء.

2-3- المرحلة الثالثة (1996- إلى حد الآن): تجسّدت هذه المرحلة بصدور العديد من المراسيم والأنظمة القانونية من أهمّها:

¹ – أحمد بوراس، مرجع سابق، ص: 138.

- المرسوم التنفيذي رقم 96-08 المؤرخ في 10 جانفي 1996، المتعلق بنظام هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة.
- النظام رقم 96-02 المتعلق بطبيعة المعلومات الواجب نشرها من قبل الشركات التي تلجأ للعرض العمومي للدخار؛
- النظام رقم 96-03 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم.
- النظام رقم 97-01 الذي يتعلق بمساهمة الوسطاء في العمليات البورصية.
- النظام رقم 97-02 الذي يتعلق بشروط تسجيل الأعدان المؤهلين لإجراء المفاوضات حول القيم المتداولة.
- النظام رقم 97-03 الذي يتعلق بتسيير بورصة الأوراق المالية.
- النظام رقم 97-04 الخاص بهيئات التوظيف في القيم المتداولة.
- النظام رقم 97-05 اتفاقيات العمل بين الوسطاء والعملاء في البورصة.
- التعلية رقم 97-01 الصادرة في 30 نوفمبر 1997، الذي يحدّد كيفية اعتماد الوسطاء في العمليات البورصية.

ثانياً- الهيئات المنظمة لبورصة القيم المتداولة بالجزائر:

1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB): تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المعدل والمتمم والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، وتم تعيين أعضائها بتاريخ 27 ديسمبر 1995 وبدأت هذه اللجنة ممارسة نشاطها الفعلي في فيفري 1996.

وتتولّى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة مهمّة تنظيم سوق القيم المنقولة ومراقبتها من خلال السهر على حماية المستثمرين في القيم المنقولة، وحسن سير سوق القيم المنقولة وشفافيتها. تتمثّل مهام وسلطات اللّجنة فيما يلي¹:

¹ - <https://www.cosob.org/ar/missions/>

- **السلطة التنظيمية:** تقوم اللجنة بإعداد أنظمة التي تتطلب موافقة وزارة المالية مسبقاً وتتعلق الأنظمة بما يلي:

- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة، وعلى هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وعلى ماسكي الحسابات - حافظي السندات؛
- واجبات الإعلام المفروضة على الشركات عند إصدار قيم منقولة من خلال الطلب العلني على الادخار أو القبول في البورصة أو العروض العمومية؛
- سن القوانين المتعلقة برؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عملية البورصة؛
- تسيير حافظة القيم المنقولة؛
- قواعد سير شركة تسيير بورصة القيم والمؤتمن المركزي على السندات؛
- القواعد المهنية المطبقة على الوسطاء في عمليات البورصة؛
- القواعد المتعلقة بمسك الحسابات - حفظ السندات؛
- القواعد المتعلقة بتسيير نظام التسوية والتسليم في مجال السندات.
- **سلطة الاعتماد والتأهيل:** تمنح اللجنة الاعتماد لكل من الوسطاء في عمليات البورصة، وشركات الاستثمار ذات الرأسمال المتغير وصناديق التوظيف المشترك، وتؤهل ماسكي الحسابات وحافظي السندات.

- **سلطة المراقبة والرقابة:** تسمح هذه السلطة للجنة بالتأكد من:

- احترام المتدخلين في السوق للأحكام القانونية والتنظيمية التي تحكم السوق؛
- امتثال الشركات التي تلجأ إلى الطلب العلني للادخار بالإعلام اللازم للجمهور؛
- القيام بالتدخلات والإجراءات اللازمة في حالة حدوث مخالفات.

- **السلطة التأديبية والتحكيمية:** تمارس هذه السلطة من خلال الغرفة التأديبية والتحكيمية، والتي تتكوّن من رئيس اللجنة وأربعة أعضاء، يتم اختيار اثنين منهم من بين أعضاء اللجنة، والعضوان الآخرا قاضيين يقوم بتعيينهم وزير العدل، وتقوم اللجنة في المجال التأديبي بالنظر في كل إخلال

بالالتزامات المهنية والأدبية للوسطاء في عمليات البورصة، وكذا في حالة مخالفتهم للأحكام التشريعية والتنظيمية المطبقة عليهم¹.

2- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV): تم تأسيس هذه الشركة وفقاً للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993، تحت اسم شركة القيم المنقولة SVM، من خلال الجمعية العامة لصناديق المساهمة الثمانية، التي ساهمت بخصص متساوية في رأسمال هذه الشركة، ونظراً للصعوبات التي واجهتها تقرّر رفع رأسمال هذه الشركة، وتغيّرت تسميتها إلى "شركة إدارة بورصة القيم المنقولة" بتاريخ 25 ماي 1997، وهي شركة مساهمة يبلغ رأس مالها 475200000.00 دينار جزائري وهي تتكوّن من الوسطاء في عمليات البورصة، والذين يقومون باحتكار عمليات التفاوض على القيم المنقولة بالبورصة إما لحسابهم أو لحساب عملائهم. تقوم شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بتنفيذ وممارسة مهامها تحت رقابة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، حيث أوكلت لها المهام الآتية²:

- التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛
- التنظيم المادي لخصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير؛
- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عملية البورصة؛
- تنظيم عمليات المقاصة للصفقات على القيم المنقولة.

3- شركة المؤتمن المركزي للأوراق المالية: تم تأسيس المؤتمن المركزي للأوراق المالية "الجزائر للتسوية" بموجب قانون بورصة القيم المالية رقم 93/10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المعدل والمكمل للقانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003 والذي يتعلّق بحفظ الأوراق المالية وتسوية المعاملات التي تتم بالبورصة.

¹ - <https://www.cosob.org/ar/chambre-disciplinaire-et-arbitrale/>

² - منشورات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، "الاستعلام عن سير البورصة"، الجزائر، 2004، ص: 02.

يوفر المؤتمن المركزي للأوراق المالية عدة خدمات كإصدار وحيازة ونقل ملكية الأوراق المالية، وتتمثل مهام المؤتمن المركزي للأوراق المالية بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فبراير 2003، في¹:

- حفظ السندات من خلال فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين بصفته الضامن الوحيد لسلامة إصدار الأوراق المالية؛
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها؛
- متابعة حركة السندات من خلال عمليات التسوية من حساب إلى حساب آخر؛
- التجريد المادي للأوراق المالية من صفتها المادية (شهادة أسهم ورقية) لتصبح مقيدة في حساب المنخرط على مستوى المؤتمن المركزي؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق والتمثلة في تنفيذ الأوامر وحركية الأسعار..

ثالثاً- المتدخلون في بورصة الجزائر:

1- الوسطاء في عمليات البورصة:

الوسطاء في عمليات البورصة المعتمدين لدى لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، هم البنوك المعتمدة أو الشركات ذات الشخصية المعنوية التي تم تأسيسها لممارسة نشاطات الوساطة في عمليات البورصة، فهم الفئة الوحيدة المخول لها بممارسة الوساطة المالية داخل البورصة أو خارجها في الأوراق المالية المدرجة².

وحدد المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع الوسطاء في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة، وبالتالي وبموجب هذا المرسوم يُكَلَّف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية التالية³:

¹ - <https://www.algerieclearing.dz/index.php/ar/2017-06-18-11-15-20>

² - لائحة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة رقم 96-03 بتاريخ 17 صفر 1417 الموافق 3 يوليو 1996 بشأن شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والتزاماتهم ومراقبتهم).

³ - القانون رقم 03 / 04 المعدل والمتمم للمرسوم التشريعي رقم 93 / 10 الصادر بتاريخ 2003/02/19.

- التفاوض على القيم المنقولة سواء لحسابهم الخاص أو لحساب عملائهم؛
- السهر على ضمان السير الحسن لعملية الاكتتاب في مختلف الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية، والعمل على توظيفها في السوق الثانوية؛
- تقديم التوجيهات والإرشادات في مجال توظيف القيم المنقولة سواء للعملاء أو للشركات المصدرة؛
- تسيير محفظة القيم المنقولة بموجب عقد مكتوب يجمع بين الوسيط في عمليات البورصة والعميل، وكذا تسيير محفظة هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة..

2- المتعاملون في بورصة الجزائر:

من أهم المستثمرين المتدخلين في بورصة الجزائر ما يعرف بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، والتي تأسست في الجزائر بمقتضى الأمر 08-96 المؤرخ في 10/01/1996 والمتعلق بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، وتتألف هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة من شركات أو صناديق التي تهدف إلى تكوين وتسيير محفظة للقيم المنقولة ومنتجات مالية أخرى لحساب الغير، فهي مؤهلة لتعبئة وتجميع الادخار لغرض استثماره في السوق المالي وفق سياسة استثمار واضحة، ويتطلب إنشاء هيئة التوظيف الجماعي في القيم المنقولة ضرورة الحصول على الاعتماد من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

رابعاً- أسواق بورصة الجزائر:

1- سوق سندات رأس المال:

تتكوّن سوق سندات رأس المال من السوق الرئيسية الموجهة للمؤسسات الكبرى وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الموجهة لهذا النوع من المؤسسات:

1-1- السوق الرئيسية: تكون السوق الرئيسية موجهة للشركات الكبرى فقط وتضم حالياً

خمس شركات مُدرجة في تسعيرة السوق الرئيسية، وهي:

- مجمع صيدال: الناشط في القطاع الصيدلاني؛
- مؤسسة التسيير الفندقية الأوراسي: الناشطة في قطاع السياحة؛
- أليانس للتأمينات: الناشطة في قطاع التأمينات؛
- أن سي روية: الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية؛
- مؤسسة بيو فارم: الناشطة في القطاع الصيدلاني.

1-2- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة:

هي سوق مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق سنة 2012 بموجب نظام لجنة تنظيم عمليات ومراقبة البورصة رقم 01-12 المؤرخ في 12 جانفي 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

ومن شأن هذه السوق أن توفر للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مصدر بديل للحصول على رؤوس الأموال، مما يتيح فرصة النمو بالنسبة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة، وذلك من خلال توفير سوق محكمة التنظيم للمستثمرين لغرض توظيف استثماراتهم.

وتجدر الإشارة إلى أنّ شركة AOM Invest هي الشركة الوحيدة المدرجة في السوق.

2- سوق سندات الدين:

تتكوّن سوق سندات الدين من كل من:

- سوق سندات الدين التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولة؛
- سوق كتل سندات الخزينة العمومية (OAT) المخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية الجزائرية، وتنوّع فترات استحقاقها بين 7 و 10 و 15 سنة، وتأسست هذه السوق سنة 2008 وتضم حالياً أكثر من 25 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بحوالي 400 مليار دينار جزائري، ويتم التداول على سندات الخزينة من خلال الوسطاء في عمليات

البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة "المتخصصين في قيم الخزينة" بمعدل خمس حصص في الأسبوع.

المحور السابع: كفاءة أسواق الأوراق المالية

أولاً- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

لقد وردت تعاريف عديدة بيّنت مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن توضيح أهمّها كما يلي:

- عُرفت السوق الكفؤة بأنّها: " تلك السوق التي تحقّق تخصيصاً أمثلاً للموارد المتاحة، أي توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحاً، وبالتالي تعتبر السوق كفؤة عندما تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية إلى قيمتها الحقيقية"¹.
- كما عُرفت السوق الكفؤة بأنّها: " مدى استجابة أسعار الأوراق المالية على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى كافة المتعاملين، والمتعلقة أساساً بالشركة المصدرة لتلك الأوراق، مما يؤديّ بالأسعار إلى التحرك صعوداً أو نزولاً تبعاً، لطبيعة المعلومات التي تمّ تلقيها، متفائلة كانت أو متشائمة"².
- فُتعرّف كفاءة سوق الأوراق المالية بأنّها مدى العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وخاصّة الأسهم، وبين البيانات والمعلومات المتاحة لدى المتعاملين، أي قدرة السوق على عكس أية معلومات جديدة عن الأوراق المالية المتداولة على سعر هذه الأوراق.

ثانياً- أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية:

هناك نوعين من الكفاءة هما الكاملة والكفاءة الاقتصادية، ويمكن توضيحهما كما يلي:

1-الكفاءة الكاملة:

السوق الكفء هي تلك السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، وبين الوصول إلى نتائج محدّدة بشأن سعر الورقة المالية، ممّا يضمن حدوث تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة،

¹ - ضياء مجيد موسوي، مرجع سابق، 2003، ص: 8.

² - Michel Aglietta & Bruno Amable & François Bourguignon, "Economie : Tout le programme en un volume", Eyrolles, Paris, 2008, P122.

وهذا يعني أنه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، ومن ثمّ لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره، وهذا المفهوم لكفاءة السوق يطلق عليه "الكفاءة الكاملة"¹. وبالتالي تُعرف الكفاءة الكاملة بأنّها: "السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين وصول المعلومات إلى السوق وتحليلها وبين الوصول إلى نتائج محدّدة بشأن سعر الورقة المالية". فهي السوق التي تعكس فيها أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة.

ويُطلق مفهوم الكفاءة الكاملة على السوق عندما تتوفر الشروط التالية:

- توافر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، وفي نفس الوقت ودون تكاليف إضافية، وبما يسمح بأن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة نظراً لتمائل المعلومات المتاحة أمامهم؛
- عدم وجود قيود على التعامل، حيث يستطيع المستثمر بيع أو شراء أية كمية من الأسهم مهما صغر حجمها بسهولة ويسر نسبين ودون شروط، وسهولة الدخول والخروج من السوق في ظل عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب؛
- وجود عدد كبير جداً من المتعاملين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على حركة الأسعار في السوق، وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به؛
- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنّهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثروتهم.
- استجابة المستثمر بسرعة ودقة للمعلومات الجديدة، ومن ثم تعديل أسعار الأوراق المالية.

2- الكفاءة الاقتصادية:

تُعرف السوق ذات الكفاءة الاقتصادية بأنّها: "السوق التي تحقّق تخصيصاً كفء للموارد المتاحة، بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية"².

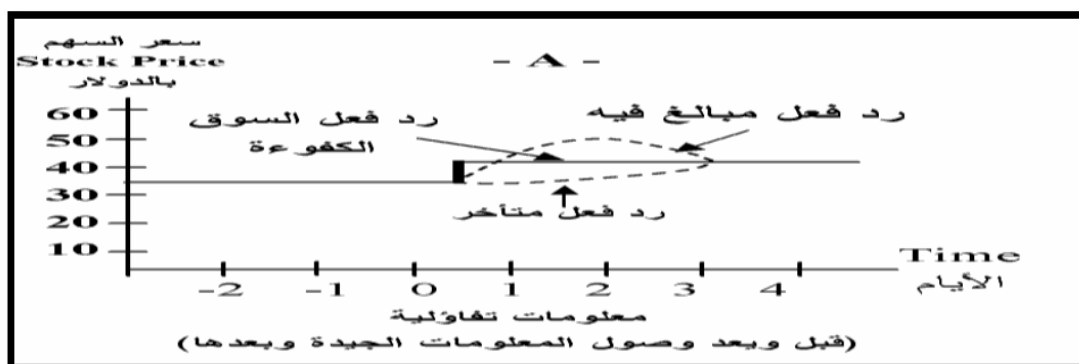
¹ - منير إبراهيم الهندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص: 502.

² - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 48.

فيُقصد بهذا النوع من الكفاءة مُضي بعض الوقت من وصول المعلومات إلى السوق حتى تظهر أثارها على أسعار الأوراق المالية، وهو ما يعني أنّ القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفرق بين القيمتين كبير إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحًا غير عادية على المدى الطويل، رغم أنّ الكفاءة الاقتصادية تقوم أساسًا على مبدأ سعي غالبية المتعاملين في السوق إلى تعظيم ثروتهم¹.

ويمكن توضيح كيفية سلوك السعر في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية وذلك بافتراض وصول معلومات تفاعلية إلى سوق الأوراق المالية، فيلاحظ التغيرات الحاصلة في الأسعار كما يلي:

شكل 1: التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

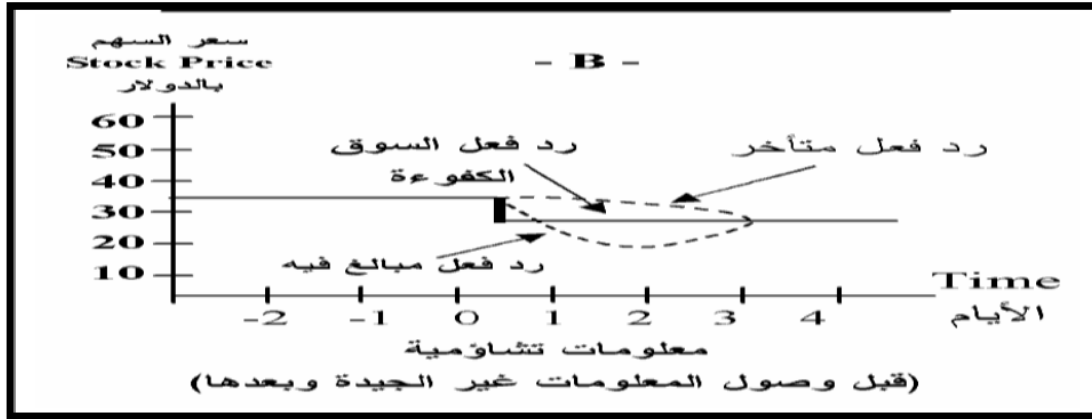


المصدر: عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في الأوراق المالية (الأسهم، السندات، وثائق الاستثمار والخيارات)" - الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 212.

أمّا في حالة وصول معلومات تشاؤمية فيمكن ملاحظة ما يلي:

¹ - عصام حسن، مرجع سابق، ص: 32.

شكل 2: التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية



المصدر: عبد الغفار حنفي، "الاستثمار في الأوراق المالية (الأسهم، السندات، وثائق الاستثمار والخيارات)"
الدار الجامعية، مصر، 2000، ص: 212.

ثالثاً- مقومات السوق المالي الكفاء:

لكي يتّصف سوق معيّن بالكفاءة الكاملة فإنه ينبغي أن تتوافر فيه خصائص معيّنة، وتتمثّل أهم مقومات كفاءة سوق الأوراق المالية فيما يلي¹:

1- توفر المعلومات: المعلومات هي عبارة عن بيانات تنظّم بشكل يعطي لها معنى وقيمة لصالح المستفيد، الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها لاستخدامها في صياغة القرارات، وتستخدم المعلومات من قبل المستثمرين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية في صياغة القرارات الاستثمارية، خاصّةً على صعيد الاستثمار بالأوراق المالية.

¹ - أنظر:

✓ إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 110.

✓ محمد براق، مرجع سابق، ص: 190.

✓ ضياء مجيد موسوي، مرجع سابق، ص: 10.

✓ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 132.

✓ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 166.

✓ عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص: 525.

✓ Gillet Philippe, "L'efficience des marches financiers", 2^{em} édition, Economica, p28

2 - السيولة: تُعتبر السيولة أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين، أي القدرة على بيع وشراء الأسهم بسرعة وسهولة في السوق وبدون خسارة بسعر محدد ومعروف، بما يضمن عدم حصول تغيرات كبيرة ومفاجئة في سعر السهم بين عملية وأخرى، باستثناء تلك العمليات التي تحدث بناءً على توافر معلومات جديدة هامة ورئيسية، أي المقدرة على بيع السهم بسعر لا يختلف كثيراً عن أسعار الشراء السابقة لهذا السهم، طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغير السعر.

3 - استمرارية السعر: تعتبر استمرارية السعر أحد المكونات الرئيسية للسيولة، وتعني أنّ أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيراً من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار، حيث تعرف السوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحدّة من صفقة لأخرى بسوق تتميز بالسيولة.

4- عمق السوق: في الأسواق العميقة فلا تختلف أسعار الأوراق المالية من صفقة إلى أخرى إلا بشكل قليل، وبالتالي فإنّ المتعاملين بالأوراق المالية وصانعي الأسواق يكونون أقل عرضة للخسارة فيها، ولأنهم يأخذون مخاطرة أقل فالفرق بين أسعار الطلب والعرض يكون ضيقاً ومحدوداً.

5- شمولية السوق: تتّصف الأسواق المالية بالشمولية إذا ما نتج عن أوامر العرض والطلب حجم تداول كبير، أمّا إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والمشتريين في السوق قليل، وكان حجم التداول صغير، فإنّ السوق تكون ضيقة، وبسبب حجم التداول الكثيف في الأسواق ذات الشمولية الواسعة يكون الفرق بين سعري الطلب والعرض ضيقاً.

6- عدالة السوق: تعني عدالة السوق أن تتيح السوق لجميع المتعاملين فرصاً متساوية سواء من حيث الوقت أو من حيث توفر المعلومات أو إبرام الصفقات، فكلما تميّزت السوق بالعدالة، كلّما دفع المتعاملين للمزيد من الاستثمار وفقاً للأسس الاقتصادية، ما ينعكس ذلك على التخصيص الأمثل للموارد، وهو ما يؤدي في النهاية إلى تطوير كفاءة سوق الأوراق المالية.

7- حيوية السوق: يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن عندما يختل التوازن بين العرض والطلب في السوق، وعندما تنهمر الأوامر على السوق إثر أي تغير طفيف في الأسعار، فذلك يدل على

حيوية السوق، ويكون الفرق بين أسعار العرض وأسعار الطلب في أسواق الأوراق المالية التي تتمتع بالحيوية، صغيراً وضيئاً، وبالتالي يتم إنجاز أي صفقة بيع أو شراء بسرعة كما يكون حجم التداول كبيراً.

8- كفاءة المعلومات: يعتبر توفر المعلومات اللازمة عن الأوراق المالية ووصولها إلى كافة المستثمرين المحتملين في آن واحد بسرعة وبتكلفة ضئيلة، من أهم الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق المالية، أي أنّ أي تغيير في المعلومات تتعلق بالعرض والطلب من شأنها أن تؤدي إلى تغيير مقابل في أسعار الأوراق المالية..

9- تكلفة المعاملات: تؤثر تكلفة المعاملات على تكلفة القرار الاستثماري، لأن ارتفاع تكلفة المعاملات قد يحد من التوسع في الاستثمار، ولهذا فإن السوق الكفؤة تتميز بسرعة تداول الأوراق المالية وانخفاض تكلفة المعاملات، وبالتالي كلما كانت تكلفة التعامل منخفضة كانت السوق أكثر كفاءة، وهذا يعني أنه يجب أن تكون عمولات الوساطة متدنية (رخيصة)، وأن تكون الأوراق المالية قابلة للتسويق فوراً، وتتوافر هذه الشروط يمكن القول أنّ الأسواق المالية تتمتع بالكفاءة الداخلية (التشغيلية).

رابعاً- أهمية سوق الأوراق المالية الكفاء:

تتضح أهمية سوق الأوراق المالية الكفاء في العديد من العناصر يمكن ذكر أهمّها كما يلي¹:

- تمثل الأسعار المطروحة على الورقة المالية قيمتها العادلة، وترشد المتعاملين لتحديد إستراتيجياتهم الاستثمارية والتخصيص الكفاء للموارد؛
- يستفيد المتعاملون في السوق الكفاء من جميع المعلومات، وبالتالي لن يكون هناك هدر للمعلومات الواردة للسوق كونها تنعكس بالكامل على السعر؛

¹ - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص: 51.

- يعتقد كل من بائعي ومشتري الأوراق المالية في ظل السوق الكفاء أنّ الأسعار المعروضة هي أسعار عادلة، وبالتالي تكون مقبولة من كلا الطرفين؛
- السوق الكفاء هو دالة لحالة التوازن، ذلك أنّ جميع المتعاملين يحصلون على المعلومات وتكون توقعاتهم متماثلة؛
- تسمح السوق الكفاء بتدفق أوامر البيع والشراء بشكل مستمر ومتوازن، وتساهم في تقييد دور المضطلعين لضمان الاستجابة العادلة والصحيحة للمعلومات.

خامساً - متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:

- السوق ذات الكفاءة الاقتصادية هي السوق التي تحقّق تخصيصاً كفأ للموارد المتاحة، بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، فوفقاً لذلك فإنّ السوق الكفاء تؤدّي دورين بارزين هما مباشر وغير مباشر:
- فالدور المباشر يقوم على أنّه في حالة قيام المستثمرين بشراء أسهم شركة معيّنة، فهم بذلك يشترون في الحقيقة عوائد مستقبلية، وهذا يعني أنّ الشركات التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، وهو ما يعني زيادة حصيلّة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.
 - أمّا الدور غير المباشر فيتمثل في أنّ إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة، يُعد بمثابة مؤشر أمان للمقتريين، وهو ما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية، ويكون عادةً بسعر فائدة معقول.
- ولكي يحقّق السوق المالي هدفه في التخصيص الكفاء للموارد المتاحة وتوجيهها نحو الاستخدامات ذات المنفعة القصوى والمجالات الأكثر ربحية، ينبغي توافر متطلبات أساسية تتمثل في:

1- كفاءة التسعير:

يُقصد بها وصول المعلومات الجديدة إلى كافة المتعاملين داخل السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير وبأدنى تكلفة، وبالتالي ستعكس الأسعار السوقية المعلومات المتاحة، ويستلزم ذلك وجود شبكة منظمة ذات كفاءة عالية تتكفل بنشر المعلومات¹.

فكفاءة التسعير تعني أنّ المعلومات متوافرة لجميع المستثمرين، والمقصود بتوافرها هنا، هو درجة مناسبتها وملاءمتها وقلة تكلفتها وسرعة وصولها لجميع المستثمرين دون فاصل زمني كبير، وإلى أي مدى تعكس هذه المعلومات واقع وحقيقة الشركات المصدرة للأوراق المالية، بالإضافة إلى أثرها على أسعار الأوراق المالية، بحيث يصعب تحقيق بعض المستثمرين أرباحًا غير عادية على حساب الآخرين، أو بالمقابل يجد بعض المستثمرين أنهم استثمروا أموالهم في أوراق مالية بأسعار تزيد عن قيمتها الحقيقية.

2- كفاءة التشغيل:

كفاءة التشغيل تعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب دون أن يتكبّد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصّصين (أي صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغالٍ فيه، وبناءً على ذلك، فإنّ كفاءة التسعير تعتمد إلى حدٍ كبير على كفاءة التشغيل.

3- الكفاءة الهيكلية:

هي الكفاءة التي تعكس درجة المنافسة في السوق، وتُقاس بعدد المشاركين في السوق، سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين، والعلاقة في هذه الحالة طردية، أي أنّه كلما زاد عدد المشاركين زادت درجة الكفاءة الهيكلية.

4- الكفاءة التنظيمية:

تتحدّد الكفاءة التنظيمية للسوق من خلال العناصر التالية:

¹ - Paulos. John, " A Mathematician Plays the Stock Market "; Basic Books; New York; 2003; P59.

— توفر إطار تنظيمي واضح للسوق: بتحديد القواعد التنظيمية التي تنظم اختصاصاته، حيث تحدّد السلطة والمسؤولية للقائمين على إدارته، لغرض تنظيم الاستثمار وليس من أجل المضاربة وتفادي عمليات الاكتتاب الوهمية للأسهم المطروحة لأول مرة والارتفاع المفئعل لأسعار الأسهم.

— تنظيم مهمة الوساطة: يؤدّي تنظيم الوساطة والرقابة عليها، إلى التحديد الدقيق لاختصاصات الوسطاء والسماسة وتحملهم المسؤولية المهنية اللازمة عند عقد الصفقات، وقيامهم بدورهم في خدمة المتعاملين بالسوق والإعلان عن أسعار العرض والطلب على الأسهم، لتفادي أية أزمات يمكن أن تحدث فيه.

— كفاءة التشريعات: يتوجب سن تشريعات ملائمة وكافية للتوسع الطبيعي للسوق وحجم التداول فيه، والالتزام بتطبيقها يعني تأدية السوق لخدماته بشكل فعال.

— الرقابة الفعالة: من طرف الأجهزة الفنية المختصة التي يتوجب عليها مباشرة الرقابة المستمرة وفي الوقت المناسب لكل أعمال السوق.

5-الكفاءة الفنية:

تتحقق الكفاءة الفنية لسوق الأوراق المالية من خلال:

— تعدّد أدوات الاستثمار: تتضح أهمية تعدّد أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية وعدم اعتمادها على الأسهم أساساً للتعامل، في تفادي وتجنّب السوق للكثير من الأزمات والهزات الاقتصادية، بما يسمح بتوزيع مخاطر الاستثمار، على الرغم من تفضيل المستثمرين للأسهم بالنظر لسهولة تداولها والمزايا الأخرى التي تمنحها لحاملها؛

— العمل بنظام المزاد المكتوب في التداول: يؤدّي هذا النظام إلى نظام موحد ومتفق عليه، له أسعاره التي يعكسها العرض والطلب على جميع أسهم الشركات، بالإضافة إلى تفادي الخضوع لضغوطات الوسطاء في تحديد الأسعار الخاصة بهم.

سادسًا-صيغ ومستويات كفاءة سوق الأوراق المالية:

1- الصيغة ضعيفة الكفاءة:

تعني هذه الصيغة بأنّ المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق في الفترة الحالية هي المعلومات التاريخية التي تكوّنت خلال فترات ماضية من التعامل، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار.

فموجب هذه الصيغة، فإنّ المعلومات التي تعكسها الأسعار السوقية للأسهم، هي عبارة عن معلومات تاريخية متعلقة بتحركات الأسعار وأحجام التداول السابقة، وعليه فإنّ المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في الفترة السابقة ليست ذات جدوى وأهمية في التنبؤ بالسعر مستقبلاً، ويعود السبب في ذلك إلى أنّ كافة المتعاملين قد حصلوا على هذه المعلومات التي انعكست بأسعار اليوم، وفي ضوء تلك السوق تكون التحركات في أسعار الأسهم أو العوائد مستقبلاً مستقلة بشكل كامل عن التغيرات التي طرأت في تلك الأسعار أو العوائد الماضية¹.

2- الصيغة متوسطة الكفاءة:

هذه الصيغة تستند على أنّ أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط التغيرات الماضية، بل كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تُبنى على تلك المعلومات، لذلك وفي ظل الصيغة المتوسطة الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات، حيث في البداية تكون الاستجابة ضعيفة لأنّها تكون مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات، غير أنّه عند مرور وقت قصير سوف يتوفر التحليل النهائي للمعلومات لتعكس أثره على أسعار الأسهم.

ولقد اختبرت الصيغة متوسطة الكفاءة بعدّة وسائل وطرق غير مباشرة، تمثلت في قياس مدى استجابة الأسعار للإعلان عن الأرباح والتوزيعات وعمليات اشتقاق الأسهم والإصدارات الجديدة.

¹ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 142.

3- الصيغة قوية الكفاءة:

تستند على أساس أنّ أسعار الأوراق المالية، تستجيب لكافة المعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية المتاحة وغير المتاحة للجمهور، التي بحوزة فئة معيّنة من أعضاء إدارة الشركة وكبار العاملين فيها، أو حتى تلك المعلومات التي تمّ التوصل إليها من قبل المحللين.

فهذه الفرضية تعني بأنّ الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس جميع المعلومات المتاحة العامة إلى جانب المعلومات الخاصة بفئة معيّنة مثل أعضاء إدارة الوحدة الاقتصادية لجميع المستثمرين، أي أنّ الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس كل ما يمكن معرفته عن المنشأة، وبالتالي فلن يستطيع أي مستثمر حتى ولو امتلك خبرة ومهارة فائقة في التحليل أن يحصل على إيرادات غير عادية¹.

¹ - محمد صالح الخناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص: 129.

المحور الثامن : مؤشرات سوق الأوراق المالية

أولاً- تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية:

— عرفت مؤشرات السوق بأهمها: "قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسّطات أو أرقام قياسية، تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس للتغيّرات الزمنية أو التغيّرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ومختلف دول العالم، في مستوى زمني معيّن والحاصلة في الأسواق المالية¹.

— كما عُرف مؤشر السوق بأنه: "قيمة رقمية يقيس التغيّرات الحاصلة في الأسواق المالية، حيث يتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، ومنه يتم التعرّف على تحركات السوق سواء للأعلى أو للأسفل، حيث يعكس هذا المؤشر أسعار السوق واتجاهها².

وبالتالي فالمؤشر عبارة عن رقم حسابي، يُحسب بطريقة إحصائية خاصّة، استنادًا إلى أسعار حزمة مختارة من الأوراق المالية أو السلع التي يتم تداولها سواء في الأسواق المالية المنظّمة أو غير المنظّمة، أو كليهما معًا، وإعطاء كل منها وزن (ثقل) من خلال قيمتها في السوق، ثم تقسيم المجموع على رقم ثابت.

ثانياً- خصائص ومميّزات مؤشرات سوق الأوراق المالية:

- تختص مؤشرات أسواق الأوراق المالية بجملة من الخصائص، يمكن توضيح أهمّها فيما يلي:
- يعتبر المؤشر قيمة متوسطة تعكس الأوراق المالية المقيدة في السوق سواء بشكل كلي أو بشكل جزئي؛
 - إذا تم حساب المؤشر في عيّنة معينة من السوق، فالنتيجة تكون شاملة لكل الأوراق المالية الموجودة بالسوق؛

¹ - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 298.

² - محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص: 251.

- يعتبر حجم سيولة الورقة في السوق ونشاطها سبب لاختيار الأوراق المالية في حساب المؤشر؛
- يمكن معرفة أداء قطاع معين باحتساب مؤشر هذا القطاع، وذلك بنفس آلية حساب مؤشر السوق؛
- يعتمد حساب المؤشر على مجموعه من الافتراضات التي تلائم طبيعة كل من السوق والأوراق المالية المقيّدة فيه؛
- يمكن حساب أكثر من مؤشر للسوق الواحد وذلك عن طريق تغيير أحد الفرضيات؛
- يعود سبب اختلاف المؤشرات للسوق الواحد إلى اختلاف الفرضيات، وليس نتائج التداول الفعلي كالأسعار والكميات المتداولة والمقيّدة؛

ثالثاً- مزايا واستخدامات المؤشر:

- هناك العديد من الفوائد والمنافع التي تتيحها المؤشرات للمهتمين والمتعاملين في الأسواق المالية، ذلك أنّ لها استخدامات عديدة يمكن تلخيصها فيما يلي:
- 1 - مؤشر اقتصادي:** تهتم الكثير من القرارات الاقتصادية المحلية والسياسات الاقتصادية العالمية بمؤشر سوق الأوراق المالية في اقتصاد معين، لأنّ المؤشر يؤثر ويتأثر بالمتغيرات الاقتصادية.
- وكون المؤشر مبني على أساس أسهم مجموعة من أهم الشركات المدرجة في بورصة الأوراق المالية، فإنّ قياس أداء هذه الأسهم يعكس أداء هذه الشركات في حد ذاتها، باعتبار هذه الشركات تحتل في العادة الجانب الأكبر في النشاط الاقتصادي داخل الدولة، وبالتالي يستطيع المؤشر المبني على أساس عيّنة ممثلة تمثيل كامل لكل الشركات المدرجة والمسعرة في بورصة الأوراق المالية قياس الأداء الاقتصادي للدولة ككل، كما يمكنه التنبؤ بالأزمات والانتكاسات ويتحقّق ذلك فقط إذا ما اتّسمت سوق الأوراق المالية بقدر من الكفاءة¹.

¹ - خضر حسان، مرجع سابق، ص: 07.

وبالتالي فيمثل المؤشر أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، إذ تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، وبالتالي فإنه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين.

2 - متابعة أداء المحافظ الاستثمارية: يُساهم مؤشر السوق في إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة، حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغيير في عائد محفظة أوراقه المالية إيجاباً أو سلباً، مع التغيير الذي يطرأ على مؤشر السوق، حيث يعكس التغيير الذي يطرأ على مؤشرات سوق الأوراق المالية كافة التحركات التي تمس عائد المحفظة المالية جيدة التنوع، وبذلك يسهل على المستثمر تتبع أداء محفظته ككل دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدة، وذلك طبعاً إذا كانت أوراقه ترتبط بمؤشر واحد¹.

3 - الحكم على أداء المديرين: وفقاً لفكرة التنوع الساذج، فإنه يُمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق معدل عائد على محفظته المكونة من أصول مالية مختارة عشوائياً يعادل تقريباً معدل عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المالية المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر، وهو ما يعني أنّ المدير المحترف الذي يشرف على محفظة أوراق مالية (مصرف، شركة، تأمين..) ويستخدم أساليب متقدمة في التنوع، يُتوقع منه أن يُحقق معدل عائد أكبر وأعلى من معدل السوق بصفة عامة².

4 - التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق: في حالة تمكّن المحللين من الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات، وهو ما يُعرف بالتحليل الأساسي، فإنه يمكن التنبؤ مسبقاً بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل، كما يُمكن من خلال إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق، الكشف عن وجود نمط للمتغيرات التي تطرأ عليه، وبمعرفة هذا النمط يُمكن التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق³.

1 - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 194.

2 - منير إبراهيم هندي، "الأوراق المالية وأسواق رأس المال"، مرجع سابق، ص: 247.

3 - عصام حسين، "أسواق الأوراق المالية (البورصة)"، مرجع سابق، ص: 39.

5- حساب العائد السوقي الدوري: هو حساب الفرق بين قيمة المؤشر في تاريخ نهاية الفترة المحددة وعند بدايتها؛

6- تقييم أداء القطاعات المكونة للسوق: يتم عن طريق مقارنة مؤشر القطاع بمؤشر السوق ككل للحكم على أداء ذلك القطاع؛

7- مقارنة أداء السوق بالمؤشرات العالمية: يُمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر السوق بمؤشرات أسواق المال في العالم، مما يؤدي إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنةً بأسواق أخرى، وهو ما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية، خاصةً إذا كانت السوق من الأسواق الواعدة.

رابعًا- أنواع مؤشرات السوق المالية:

يُمكن تصنيف المؤشرات إلى عدّة أنواع تبعًا للمعيار والأساس الذي يُتخذ للتصنيف كما يلي¹:

- 1 - أنواع مؤشرات السوق حسب جهة الإصدار: حسب هذا المعيار تُصنّف المؤشرات إلى:
 - المؤشرات الرسمية: هي المؤشرات التي تُصدرها الجهات الرسمية للسوق المالية، وقد تتعلّق بقائمة الأسعار الرسمية أو بالأسعار خارج المقصورة؛
 - المؤشرات الخاصّة: هي المؤشرات التي تُصدرها الجهات غير الرسمية بالسوق، وتُصدرها عادةً المعاهد الإحصائية والمؤسّسات المالية، وقد تصدر من جهات صحفية مثل مؤشر داو جونز؛

¹ - أنظر:

- ✓ عصام حسين، مرجع سابق، ص:36
- ✓ سيد طه بدوي محمد، مرجع سابق، ص:414.
- ✓ السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص:193.
- ✓ نضال الشعار، مرجع سابق، ص:117.
- ✓ منير إبراهيم هندي، "أساسيات في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص:129.
- ✓ ناصر بن عبد الله الميمان، "التعريف بالمؤشرات الضابطة للمساهمة في الشركات"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص:13.

2 - أنواع مؤشرات السوق حسب المجال الإقليمي: حسب هذا المعيار تُصنّف المؤشرات إلى:

- المؤشرات المحليّة: تُعنى فقط بالأسهم المتداولة في سوق ما داخل الدولة؛

- المؤشرات الدولية: وهي المؤشرات التي تتعدّى نطاق السوق المحليّة إلى أسواق أخرى دولية؛

3 - أنواع مؤشرات السوق حسب الوظيفة: تُصنّف المؤشرات حسب هذا المعيار إلى:

- مؤشرات عامة: هي المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة واتجاهها بمختلف القطاعات

الاقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة، خاصة إذا كانت العينة

المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس

مساهمتها في الناتج الداخلي الاجمالي، وفي هذه الحالة يمكن القول أنّ سوق الأوراق المالية هي

المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة محل الدراسة.

- مؤشرات قطاعية: تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معيّنة، كقطاع الصناعة أو قطاع

النقل أو غيرها من القطاعات، ومن أمثلة هذه المؤشرات: مؤشر داو جونز للصناعة، مؤشر

ستاندرد اند بورز للخدمات العامة ومؤشر النفط والغاز.

4 - أنواع مؤشرات السوق حسب الأدوات المالية: تتعدّد المؤشرات تبعاً لتعدّد الأدوات المالية

المتداولة في السوق المالية، فهناك:

- مؤشرات للأسهم؛

- مؤشرات للسندات؛

- مؤشرات لعقود الخيارات؛

- مؤشرات خاصّة بالمحافظ المالية وصناديق الاستثمار..

خامساً- الخصائص الواجب توفرها عند تصميم المؤشرات:

هناك العديد من الخصائص والعوامل التي ينبغي توفرها عند تصميم المؤشرات، وذلك حتى تتمكن من أداء الدور المنوط بها، ومن أهمها ما يلي¹:

1 - حجم العينة: يُقصد بالعينة مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، وتُعد نظرية اختيار العينة الأساس الذي يقوم عليه تكوين المؤشر، حيث أن اختيار العينة الملائمة الممثلة للمجتمع الإحصائي، يُعد أمرًا مهمًا لسلامة ودقة المؤشر وسلامة المقارنة التي يجريها المستثمرون لعائد محافظهم وأوراقهم المالية، ومن البديهي في هذا الإطار أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر كبير، كلما كان المؤشر أحسن تمثيلًا لوضعية السوق؛

2 - التمثيل: ينبغي أن تمثل العينة المختارة كل أجزاء المجتمع، فينبغي ألا تقتصر الأوراق المالية التي تشملها العينة على الأوراق المصدرة من المؤسسات الكبيرة فقط، أو تلك التي تنتمي إلى نفس الصناعة، بل يجب أن تشمل أكبر عدد ممكن ومتنوع من الأوراق المالية؛

3 - الترجيح: هي طرق لحساب المؤشر تعتمد كل طريقة منها على آلية لإعطاء كل شركة وزناً معيناً في تركيبة المؤشر، ويُعد الترجيح من المتغيرات الأساسية في تحديد قيمة المؤشر، حيث يُعطى ثقل أو وزن ترجيحي لكل عنصر في العينة، وتجدر الإشارة إلى أن حجم الشركات ونشاطها يختلف في السوق، ولذلك لا يجب إعطاء كل الشركات نفس الوزن عند إدخالها إلى المؤشر.

4 - الوحدات الملائمة: ينبغي أن يُصمّم كل مؤشر وفق وحدات قياس ملائمة، لأن ذلك سيساعد على فهم مختلف تحركات أسعار الأوراق المالية؛

¹ - أنظر:

- ✓ محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 300.
- ✓ مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 247.
- ✓ حمزة محمود الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق، الأردن، 2001، ص: 103.
- ✓ منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص: 249.

وبالتالي فقيمة المؤشر المحتسب يجب أن تتم بوحدات قياس سهلة الفهم ولها القدرة على التعبير عن طبيعة الحركة الحاصلة في السوق، حيث أنّ هناك مؤشرات تحسب على أساس الأرقام القياسية، ومؤشرات أخرى تحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكوّن منها المؤشر، ويُحسب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي أو على أساس المتوسط الهندسي.

5 - المصدر: يُقصد به مصدر الحصول على معلومات الأوراق المالية التي يتكوّن منها المؤشر، ويُعد الرجوع إلى المصدر الأصلي الذي يجري تداول الأوراق المالية فيه، هو الأفضل في إدراج معلومات الورقة داخل العيّنة.

سادسًا- أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية:

هناك العديد من أساليب بناء المؤشرات، من أشهرها ما يلي:

1- المؤشرات المبنية على أساس السعر:

حيث يتحدّد الوزن النسبي للسهم على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم المكوّنة للمؤشر، ويُعرف هذا المجموع بالقيمة المطلقة للمؤشر¹.
ويُحسب العائد على المؤشر بنسبة تغيّر تلك القيمة بين فترتين إلى القيمة المطلقة للمؤشر في الفترة الأولى.

ومن أهم المؤشرات التي تستخدم أسلوب الترجيح بالسعر مؤشر داو جونز الصناعي الذي يُعد من أكثر المؤشرات استخدامًا وشيوعًا، وقد قام في البداية على عيّنة من تسع أسهم لشركات صناعية، ارتفع عددها إلى 12 سهم سنة 1989 ثم إلى 20 سهم عام 1916، ليصل إلى 30 سهم تمثّل 30% من بورصة نيويورك.

¹ - دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص: 218.

2 - المؤشرات المبنية على أساس القيمة:

من خلال هذا الأسلوب يتم إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وتُحسب القيمة المطلقة للمؤشر بجمع القيم السوقية لكل المنشآت الممثلة داخل المؤشر¹.

ورغم أنّ هذا الأسلوب قد تجاوز وتجنّب عيوب الترجيح على أساس سعر السهم لوحده، فالمنشآت التي تتساوى قيمتها السوقية يتعادل تأثيرها حتى وإن اختلف سعر السهم لكل منها، إلاّ أنّه يؤخذ عليه التحيّز لصالح التغيّر في الأسعار المرتفعة نسبياً، مقارنةً بأسعار بقية الأسهم المكوّنة للمؤشر والتي تتميّز بالانخفاض النسبي لأسعارها، كما أنّ هذا الأسلوب يُعطي أهمية كبيرة للشركات الكبيرة من حيث القيمة السوقية².

3 - المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية:

يقوم هذا الأسلوب على افتراض استثمار مبالغ متساوية في الأسهم المكوّنة للمؤشر عند بداية تكوينه، وذلك لغرض إلغاء فكرة التحيّز للأسعار التي تعاني منها المؤشرات المبنية على السعر، ومن ثمّ فالتغيّرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهًا حقيقيًا للتغيّرات الحاصلة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكوّن منها السوق³.

ولذلك ووفقًا لهذه الطريقة⁴:

— يتم ترجيح أسهم المؤشر باستخدام وزن متساوي لكل سهم من أسهم المؤشر أي معامل الترجيح؛

— يتم حساب هذا المعامل على أساس سعر السهم الذي يعادل مقلوب سعر السهم.

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص: 196.

² - جبار محفوظ، "البورصة الخوصصة وتسيير المؤسسات العمومية"، مرجع سابق، ص: 333.

³ - جلال إبراهيم العبد، مرجع سابق، ص: 227.

⁴ - مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 249.

4- المؤشرات المبنية على أساس الأسعار النسبية:

يتم وفق هذا الأسلوب إيجاد وتحديد السعر النسبي لكل سهم داخل المؤشر، وذلك من خلال حساب التغير النسبي للسعر بين فترتين محدّتين ثمّ حساب الوسط الهندسي للأسعار وليس الوسط الحسابي، ثمّ تحدّد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار في قيمة الأساس للمؤشر¹.

ثامناً- أهم المؤشرات البورصية العالمية:

من أهم مؤشرات الأسواق المالية العالمية يمكن ذكر ما يلي:

1- أهم مؤشرات الأسهم الأمريكية:

تعتبر بورصة نيويورك (NYSE) في الوقت الحالي أكبر بورصة في العالم، حيث يتم تداول حوالي 3000 ورقة مالية فيها، كما تحظى ثلاثة من أشهر مؤشرات الأسهم الأمريكية بشعبية لدى المتداولين المحليين، وهي كل من مؤشر داو جونز الصناعي (DJI30) وناسداك وستاندرد آند بورز 500، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

- مؤشر داو جونز: يعتبر مؤشر داوجونز المؤشر الأكثر شهرة في الولايات المتحدة الأمريكية والذي يعكس 30 سهماً بالغ الأهمية، قام Charles Dow والذي يصدر أحد أهم صحف المال والأعمال في الولايات المتحدة الأمريكية، وهي صحيفة وول ستريت بإصداره مؤشره الذي عرف مؤشر داوجونز، احتسب لأول مرة في سنة 1884، قام في البداية على عينة مكونة من تسعة أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها عدة مرات ليصل إلى 30 سهم، ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة.

وهذا المؤشر يقوم على أساس مدخل الوزن على أساس السعر، ويتم حساب قيمة هذا

المؤشر حسب الصيغة التالية:

$$DJIA_t = \sum_{i=1}^{30} \frac{P_{it}}{D_{ADJ}}$$

DJIA_t: قيمة المؤشر في الفترة t

P_{it}: سعر السهم i في الفترة t

¹ - محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص:312.

Dadj: القاسم المعدل في الفترة t

ويتم حساب معدل عائد السوق كما يلي:

$$V(M)_t = \frac{DJIA_t - DJIA_{t-1}}{DJIA_{t-1}}$$

حيث أنّ:

DJIA_t: قيمة المؤشر في الفترة t

V(M)_t: معدل عائد السوق في الفترة t

- مؤشرا ستا ندرد آند بورز 500: بدأ تكوين هذا المؤشر سنة 1957 وكانت الأسهم التي كانت مسجلة فيه في ذلك الوقت تعادل نسبة 90% من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك، تتضمن العينة التي يقوم عليها هذا المؤشر 500 سهم لشركات كبيرة الحجم داخل الولايات المتحدة الأمريكية.

فهو مؤشر كبير يعكس ديناميكية سوق الأسهم الأمريكية، ويهدف المؤشر إلى قياس أداء الاقتصاد المحلي الواسع من خلال التغيرات في القيمة السوقية الإجمالية لـ 500 سهم تمثل جميع الصناعات الرئيسية، حيث يتكون هذا المؤشر من عدد واسع ومتعدد من المؤسسات والشركات للقطاعات الصناعية، من أهمها:

وتداول أسهم هذه الشركات إما في إحدى البورصات الكبرى أو في السوق غير المنظمة، ويتميز هذا المؤشر بكونه أشمل من مؤشر داو جونز كما أنه يمتاز بكونه موزون على أساس القيمة، وعلى الرغم من توجيه بعض الانتقادات إليه مثل تأثره بالشركات الكبرى وتحيّزه لها، يبقى من أهم المؤشرات الشائعة الاستعمال لدى المتعاملين، كما يعد المؤشر أفضل تمثيل للأسواق الأمريكية باعتباره يحتوي على 500 شركة من الشركات الكبيرة الممتازة بالمقارنة مع مؤشر داو جونز 30، وبالتالي ينظر إليه كمؤشر رئيسي للأسهم الأمريكية.

- مؤشر ناسداك **NASDAQ 100**: جاءت التسمية "NASDAQ" من الاختصار الإنجليزي لـ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations system)، وتعني نظام تحديد الأسعار المؤمن التابع للمؤسسة القومية لوسطاء

الأوراق المالية، وهي سوق مالي أمريكي أنشئ سنة 1971 ومقرها نيويورك، وتتعامل في تداول الأوراق المالية الإلكترونية حول العالم.

وقد تم التعامل مع هذا المؤشر لأول مرة في سنة 1985 في بورصة نيويورك، ويحتوي مؤشر ناسداك 100 على أكبر 100 شركة في قطاع التكنولوجيا داخل وخارج الولايات المتحدة الأمريكية، والتي تعمل في المجال التكنولوجي وتم إدراجها في بورصة الولايات الأمريكية.

2- أهم مؤشرات الأسهم الأوروبية:

تشمل بعض مؤشرات الأسهم الأوروبية الأكثر شعبية FTSE100 في المملكة المتحدة، وDAX في ألمانيا، وCAC 40 في فرنسا، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

- **مؤشر الفاينانشال تايمز 100**: مؤشر فاينانشال تايمز للأوراق المالية المعروف باسم فوتسي FTSE هو اختصار لـ Financial Times Stock Exchange، يعتبر من بين أحدث المؤشرات بالمملكة المتحدة، أنشئ هذا المؤشر سنة 1983 للاستجابة لاحتياجات المتدخلين إلى مؤشر ممثل لاتجاه البورصة البريطانية وفي نفس الوقت يمكن حسابه بسرعة، يتكوّن المؤشر من 100 سهم لأكبر الشركات في المملكة.

- **مؤشر DAX 30**: هو مؤشر يتكوّن من أكبر 30 شركة ألمانية من حيث حجم دفتر الطلبات ورسملة السوق، ويتم التداول في بورصة فرانكفورت للأوراق المالية، تتم إدارة المؤشر بواسطة Deutsche Borse، فهو مؤشر لأسهم الشركات ذات التوزيعات الكبيرة والإدارة والخبرة، ويحتوي على الأوراق المالية لـ 30 شركة الأكثر تميزاً في بورصة فرانكفورت، حيث يغطي المؤشر داكس مجموعة متنوعة من الشركات من التصنيع والبنوك والتأمين والملابس والأدوية والمستلزمات الطبية والكيماويات والسلع الاستهلاكية.

- **مؤشر CAC 40**: هو مؤشر الأسهم الرئيس لسوق باريس، تم تركيب المؤشر سنة 1988 وهو يضم أربعين مؤسسة فرنسية ذات أكبر رأس مال سوقي مدرج في بورصة باريس، وبأساس 1000 نقطة، ومن أهم الشركات التي يضمها المؤشر شركة توتال النفطية العالمية، وسلسلة متاجر كارفور، وبنك كريدي للاستثمار ومجموعة بنوك BNP Paribas العالمية، وشركة رينو لصناعة

السيارات، وشركة ميشلان لصناعة الإطارات وشركة أكور الفندقية، ويدار المؤشر من قبل مجموعة بورصة يورونكست.

3- أهم مؤشرات الأسهم في آسيا والمحيط الهادئ:

من أهم هذه المؤشرات يمكن ذكر ما يلي:

- مؤشر **Nikkei 225**: يعد من أهم المؤشرات الآسيوية، ويُعرف أيضًا باسم اليابان 225، وهو مؤشر سوق تداول الأسهم لبورصة طوكيو (TSE)، يتكوّن من أكبر وأهم 225 شركة من الشركات اليابانية المملوكة للقطاع العام والتي تنتمي إلى القطاع الصناعي ومدرجة في بورصة طوكيو للأوراق المالية.

- مؤشر **SSE المركب وCSI 30**: يعتبر مؤشر SSE المركب هو مؤشر الأسهم الأكثر استخدامًا في الصين، مما يعكس أداء بورصة شنغهاي.

أما مؤشر **CSI 300** هو مؤشر الأسهم الصيني الآخر، وهو مؤشر سوق الأوراق المالية في شنغهاي لأكثر 300 شركة في البلاد من حيث القيمة السوقية.

ويتم في الغالب الإشارة إلى هذين المؤشرين معًا باسم مؤشر بورصة بكين، في إشارة إلى عاصمة البلاد على الرغم من أن بورصة البلاد تقع في شنغهاي.

- مؤشر بورصة هونغ كونغ **HSI50**: يضم مؤشر سوق الأسهم في هونغ كونغ أكبر 50 شركة في البلاد من حيث القيمة السوقية، ويضم هذا المؤشر أربعة قطاعات هي التجارة والصناعة والمرافق والعقارات، وقد بدأت بقيمة أساس 1000 نقطة سنة 1964.

- مؤشر الأسهم الأسترالية **ASX 200**: يمثل **S&P / ASX 200** أكبر 200 شركة في أستراليا من حيث القيمة السوقية، تمثل هذه الشركات 82% من رزمة سوق الأسهم الأسترالية.

4- أهم مؤشرات الأسهم العربية:

تعد أسواق الأوراق المالية العربية أسواقًا ناشئة، بالنظر إلى إمكانات النمو الاقتصادي الكبيرة المتاحة للدول العربية، وتمثّل أهم مؤشرات الأسواق المالية العربية في:

- المؤشر العام السعودي (TASI): يُعد سوق الأسهم السعودي من الأسواق الحديثة النشأة، بدأ التعامل فيه عندما تم تأسيس أول شركة مساهمة في المملكة العربية السعودية، وهي الشركة العربية للسيارات سنة 1935، وتاسي هو المؤشر العام لسوق تداول الأسهم السعودية ومؤشر الأسهم المحلية، ويطلق عليه أيضاً مؤشر تداول لجميع الأسهم (TASI)، فهو مقياس رقمي يبين التغير في القيمة السوقية لأسهم كافة الشركات المتداولة في السوق السعودي، حيث يعتبر ترمومتر لمقياس تغيرات وتحركات سوق الأسهم، فهو يعكس أداء الاقتصاد الوطني خاصةً أرباح الشركات المساهمة، ونيل ثقة المستثمرين كما يساهم في توفير السيولة النقدية للمستثمرين.

- مؤشر EGX 30: مؤشر EGX 30 (المعروف بمؤشر CASE 30 سابقاً) هو المؤشر الرئيس للبورصة المصرية، وهو مؤشر تم تصميمه وحسابه بمعرفة البورصة المصرية والتي بدأت في نشر بياناته اعتباراً من 2 فيفري 2003، وقد كان 4 جانفي 1998 هو تاريخ بداية المؤشر بقيمة أساس تبلغ 1000 نقطة.

وقد تم حساب مؤشر EGX 30 وفقاً للعملة المحلية والدولار ابتداء من سنة 1998 وقد تم بدء نشر المؤشر مقوماً بالدولار في 1 مارس 2009، ويضم مؤشر EGX 30 أعلى 30 شركة من حيث السيولة والنشاط، ويتم ترجيح مؤشر EGX 30 برأس المال السوقي، ويتم تعديله بنسبة الأسهم الحرة إلى إجمالي الأسهم المتضمنة فيه، ويحسب رأس المال السوقي المعدل للشركة المقيدة بعدد الأسهم المقيدة لهذه الشركة مضروباً في سعر إقفالها بالجنه المصري مضروباً في نسبة الأسهم حرة التداول¹.

- مؤشر MSI: هو المؤشر الرئيس لسوق مسقط للأوراق المالية، يقيس التغيرات اليومية لأسعار أفضل 30 شركة من حيث السيولة والربحية والقيمة السوقية على مستوى السوق، يعتمد مؤشر سوق مسقط على طريقة الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات.

¹ - <https://www.egx.com.eg/ar/overviewegx30.aspx>

- مؤشر السوق الأول الكويتي: مؤشر السوق الأول، هو أحد أهم المؤشرات الرئيسة في بورصة الكويت، والسوق الأول، هو السوق الذي يضم أفضل الشركات المدرجة في بورصة الكويت، من حيث رأس المال السوقي، والنشاط والسيولة وأحجام التداول.

- مؤشر BSE: هو المؤشر الرئيس لبورصة البحرين، يقيس التغيرات اليومية لأسعار أفضل 40 شركة من حيث الكمية والقيمة والقيمة السوقية على مستوى السوق، ويحتسب بطريقة رسمة السوق المرجح بـ 24 شركة، بدأ إنشاء مؤشر سوق البحرين سنة 1989.

- مؤشر QSI: هو المؤشر الرئيس للبورصة القطرية، يقوم بقياس أكبر 20 سهماً في السوق القطري وأكثرها سيولة، ويتم ترتيب جميع الشركات المدرجة من خلال رسمة سوق الأسهم المتاحة للتداول، حيث يتم اعطاء هذا العامل وزناً قدره 50%، أما العامل الثاني وهو متوسط قيمة التداول اليومية فيتم اعطائه وزن قدره 50% أيضاً.

المحور التاسع: التحليل الأساسي والتحليل الفني

أولاً- التحليل الأساسي:

1- تعريف التحليل الأساسي:

التحليل الأساسي هو التحليل الذي يهتم بتحليل المحددات المؤثرة على سعر السهم كتلك الخاصة بالأرباح المتوقعة، الأمر الذي يتطلب دراسة مستقبلية للظروف الاقتصادية الدولية والمحلية وتأثيرها على الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة، وتحليل ظروف الصناعة وتحليل المؤسسة. فالتحليل الأساسي يعتمد على الواقع الاقتصادي للمؤسسة، بهدف تحديد القيمة الحقيقية للمؤسسة ثم مقارنتها بالقيمة السوقية، فإذا كانت القيمة الحقيقية أكبر أو تعادل القيمة السوقية، فتعتبر أسهم المؤسسة استثماراً جيداً ويتخذ المستثمر قرار الشراء، أما إذا كانت القيمة السوقية أكبر من القيمة الحقيقية، فإنّ المستثمر لا يقبل على شراء هذه الورقة أو يقوم ببيعها إذا كانت ضمن محفظته¹.

2 - مضمون التحليل الأساسي:

ويبر التحليل الأساسي بثلاث مراحل، هي:

1-2- تحليل الظروف الاقتصادية: يتم تحليل الظروف الاقتصادية كما يلي:

1-1-2- السياسة المالية: يُقصد بالسياسة المالية: "سياسة استخدام أدوات المالية العامة من برامج الإنفاق والإيرادات العامة لتحريك متغيرات الاقتصاد الكلي مثل الناتج القومي، العمالة، الادخار، الاستثمار، وذلك من أجل تحقيق الآثار المرغوبة وتجنب الآثار غير المرغوبة فيها على كل من الدخل والناتج القومي ومستوى العمالة وغيرها من المتغيرات الاقتصادية².

وتمارس السياسة المالية تأثيراً على أسواق الأوراق المالية من خلال أربعة محاور هي: السياسة

الضريبية وسياسة الانفاق العام، وسياسة عجز الموازنة، وسياسة إدارة الدين العام.

¹ - حسين عطا غنيم، "دراسات في التمويل"، المكتبة الأكاديمية، 2005، مصر، ص: 95.

² - محمود حسين الوادي، زكرياء أحمد عزام، "المالية العامة والنظام المالي في الإسلام"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2000، ص: 182.

2-1-2- السياسة النقدية:

من خلال السياسة النقدية يقوم البنك المركزي بالتحكم في كمية النقود المتداولة في الاقتصاد، وذلك من خلال تحديد كمية الاحتياطي النقدي للبنوك التجارية وكذا تحديد حجم ودائع البنوك التجارية لدى البنك المركزي، ويتم زيادة عرض النقود، أو سحب الكتلة النقدية المتداولة في الاقتصاد من خلال تحديد معدل الفائدة، ذلك أنّ رفع معدلات الفائدة على القروض الممنوحة من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع تكلفة التمويل في المنشأة، ما ينعكس على أسعار بيع منتجاتها، مما يقلل حجم الطلب على هذه المنتجات، وبالتالي انخفاض حجم أرباحها، مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم.

2-1-3- معدل التضخم:

يُقصد بالتضخم الارتفاع المستمر والمؤثر في المستوى العام للأسعار خلال فترة زمنية قد تطول كثيراً، وفي حالة ارتفاع معدل التضخم يطالب المساهمون بزيادة معدل العائد المطلوب على الاستثمار، لمحاولة حماية حقوقهم، ما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم¹.

ويقوم البنك المركزي في هذه الحالة برفع معدلات الفائدة مما يؤدي إلى ارتفاع تكلفة القروض، وبالتالي ارتفاع أسعار منتجات الشركة وانخفاض مبيعاتها، وبالتالي انخفاض أرباحها، ما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم.

2-1-4- حجم الناتج المحلي الإجمالي:

يُعتبر حجم الناتج المحلي الإجمالي أحد أهم المؤشرات المعبرة عن النشاط الاقتصادي، فهي تتأثر صعوداً ونزولاً بدورة الأعمال ويعكس الحالة الاقتصادية للدولة، فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في حجم النشاط الاقتصادي من شأنه بعث التفاؤل فيما يخص مستقبل الاقتصاد، مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم وبالتالي ارتفاع أسعارها.

¹ - عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، "النقود والمصارف والأسواق المالية"، دار الجاسر للنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص: 448.

2-1-5- مستوى التشغيل: تؤدي زيادة نسبة البطالة في الاقتصاد إلى انخفاض القدرة الشرائية للأفراد، مما يؤثر على حجم الطلب، وبالتالي على مبيعات الشركة، وهو ما سينعكس سلبيًا على أرباحها وحجم توزيعاتها، ما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم والعكس.

2-1-6- الدورات الاقتصادية: يتميز النشاط الاقتصادي بتحوّله بين فترات من مراحل النمو والانكماش والكساد والركود، وهذا ما يعرف بالدورات الاقتصادية:

-الانكماش: الإستراتيجية التي تحقّق أقصى أمان في هذه الحالة هي اقتناء الأصول السائلة قصيرة الأجل كالودائع، وذلك بسبب ارتفاع القوة الشرائية للنقود، لذلك تنخفض أسعار العائد وترتفع أسعار السندات خاصّةً الحكومية، حيث تتمتع بدرجة أمان أعلى، في حين تنخفض أسعار الأسهم ويقل الطلب عليها لأنّ الطلب على المنتجات ينخفض في أوقات الانكماش وتنخفض معه أرباح الشركات¹.

-الكساد والركود الاقتصادي: تتّصف فترات الكساد والركود الاقتصادي بارتفاع نسبة البطالة وانخفاض حجم الطلب، لذلك تواجه الشركات صعوبة في بيع منتجاتها، وللخروج من هذه المرحلة تقوم الدولة باتخاذ جملة من الإجراءات المالية والنقدية، من أجل تحريك عجلة الاقتصاد، حيث يقوم البنك المركزي، من خلال السياسة النقدية بتخفيض معدل الفائدة، من أجل تشجيع الاستثمار، وزيادة كمية النقود المتداولة.

-النمو الاقتصادي: يعرف الاقتصاد ارتفاع في مستوى النشاط الاقتصادي فيزداد حجم الاستثمارات، تنخفض البطالة، يزداد الطلب، ويزداد حجم مبيعات الشركة وبالتالي أرباحها، مما يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية للسهم.

2-1-7- أسعار الصرف: إنّ الاستقرار النسبي في عملة أي دولة له تأثير مباشر على نشاط سوق الأوراق المالية، حيث يعتبر سعر الصرف من المؤشرات الاقتصادية الهامة التي تؤثر على الاستقرار العام ومن ثمّ على أداء سوق الأوراق المالية، وتشهد الأسواق المالية العالمية زيادة كبيرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمارات في المحافظ المالية بها، وتؤثر هذه التدفقات على

¹ - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 10.

أسعار الصرف كما أنّها تتأثر بالتقلبات في هذه العملات، إنّ التحركات والتقلبات في أسعار الصرف تؤثر بشكل مباشر في الصادرات والواردات والاستهلاك والاستثمار وبالتالي تؤثر على سوق الأوراق المالية¹.

2-2-2- تحليل ظروف الصناعة: ينصرف تحليل ظروف الصناعة إلى مسألتين أساسيتين هما:

2-2-2-1- تعريف وتصنيف الصناعة: يعتبر تحليل الصناعة التي تعمل فيها الشركة من العوامل الأساسية التي تزيد من احتمالات جودة موقف الشركة التي قرّر المستثمر أن يوجه جزء من استثماراته نحو الأوراق المالية التي تصدرها الشركة².

2-2-2-2- اعتبارات أساسية في تحليل ظروف الصناعة: هناك مجموعة من المتغيرات

الأساسية التي لا يمكن تجاهلها عند القيام بتحليل الصناعة، وهي³:

- **حجم المبيعات:** يعتبر التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح أول ما يلفت الانتباه عند المفاضلة بين عدة صناعات من أجل اختيار الصناعة الواعدة للاستثمار في أسهم المنشآت المميزة فيها، وذلك كخطوة أولى للتنبؤ بمستقبل الصناعة، فالتمكن من تحديد معدل نمو المبيعات في الماضي والحاضر من شأنه تسهيل تحديد المرحلة التي تمر بها الصناعة (مرحلة انطلاق، مرحلة ثبات النمو، مرحلة النضوج مرحلة التدهور والتراجع)، وهو ما يساعد على سهولة توقع المرحلة المستقبلية، وعلى أساس طبيعة هذه المرحلة يمكن اتخاذ القرار الاستثماري المناسب.

- **حجم الطلب وحجم العرض:** ينبغي للمحلّل معرفة حجم الطلب على منتجات الصناعة، إذا كان متزايداً أم مستقرّاً، أم أنه يتّجه للانخفاض، وينبغي معرفة قدرة الصناعة على مواجهة

1 - محمد أحمد عبد النبي، مرجع سابق، ص: 102.

2 - حسين عطا غنيم، "دراسات في التمويل-التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل-أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية"، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005، ص: 97.

3 - أنظر:

✓ محمد عبد القادر عطية، "الاتجاهات الحديثة في التنمية"، الدار الجامعية، مصر، 1999، ص: 169.

✓ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 325.

✓ طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 68.

الطلب إذا كان في تزايد مستمر، كما ينبغي أيضاً معرفة إمكانية الصناعة في النمو والتوسع، فإذا ثبتت عدم قدرة الصناعة على مواجهة الزيادة في الطلب، فذلك يعد تحذيراً بدخول منتجين جدد، وبالتالي احترام المنافسة، مما قد يترك أثراً عكسية على ربحية المؤسسات الموجودة وعلى أسعار أسهمها تبعاً لذلك.

- **المنافسة:** ينبغي على المحلل عند القيام بتحليل الصناعة دراسة عنصر المنافسة من أجل تحديد المنشآت التي تملك قوة تنافسية في صناعة معينة، والتي يمكنها من خلال مركزها أن تضمن البقاء والاستمرار، ومن شأن تميز منتجات الصناعة وانخفاض تكاليفها أن يكون أحد الموانع الرئيسية التي تحد من المنافسة.

- **طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة:** ينبغي الاهتمام بطبيعة المنتجات ودرجة التطور التكنولوجي الذي قد يمس الصناعة، لما لها من تأثير على مبيعات هذه الصناعة ومن ثم على أرباحها وعلى القيمة السوقية لأسهمها، حيث يتوجب تحليل العلاقة بين حجم الطلب على المنتج، ونصيب المنتج من متوسط دخل الفرد، فالصناعات التي تنمو بسرعة عادة ما تكون منتجة لسلع تستخدم حصة متزايدة من متوسط دخل الفرد.

- **تأثير الحكومة:** تتفاوت الصناعات فيما بينها من حيث درجة تدخل الدولة، ولذلك ينبغي على المحلل معرفة ذلك، وتعتبر أكثر القطاعات التي تتدخل فيها الدولة هي القطاعات الإستراتيجية: صناعة الأسلحة، صناعة الأدوية، الصناعات الثقيلة..

- **العلاقة بين أسعار الأسهم والأرباح:** ينبغي على المستثمر قبل التوجه إلى الاستثمار في صناعة معينة معرفة مدى تناسب سعر السهم مع الأرباح المتوقعة، فإذا بلغت أسعار الأسهم مستويات عالية لا تبررها التنبؤات بشأن الأرباح المستقبلية للشركة، فإن قرار الاستثمار في ذلك السهم يكون خاطئاً، والعكس.

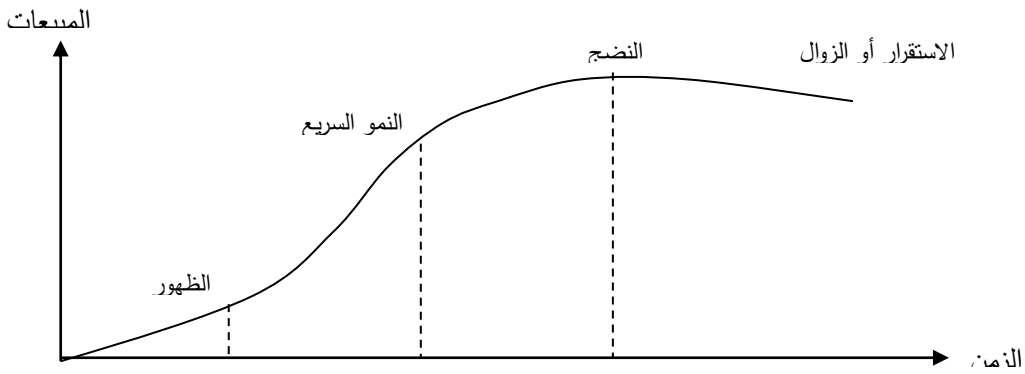
- **أثر المتغيرات الاجتماعية:** هناك العديد من العوامل التي تدخل في نطاق المتغيرات الاجتماعية يجب أخذها بعين الاعتبار عند تحليل الصناعة، كونها تؤثر على نشاط أي شركة وعلى تصريف منتجاتها، ومن ثم على أرباحها وعلى القيمة السوقية لأسهمها، فالعادات

والتقاليد والمعتقدات الدينية لها دور في تحديد الطلب على منتجات الصناعة، فنتيجةً لعادات أو تقاليد معينة يزيد الطلب على منتج معين في فترة معينة وينخفض في فترة أخرى، كما أنه نتيجةً للمعتقدات الدينية لدولة معينة، لا يمكن للشركة أن تقوم بطرح منتجات غير مقبولة دينياً فيها، كما يمكن للمستوى الثقافي في دولة معينة أن يؤثر على نوعية المنتجات التي يطلبها الأفراد فيها.

2-2-3- أدوات تحليل ظروف الصناعة: تتمثل أهم أدوات تحليل ظروف الصناعة وأكثرها شهرةً في:

2-2-3-1- دورة حياة الصناعة: يُقصد بها دورة حياة المنتج الرئيسي الذي تقدمه الصناعة، ويعتبر تحليل دورة حياة الصناعة من أهم أدوات تحليل ظروف الصناعة، فتحديد المرحلة التي تمر بها الصناعة مهم من أجل التنبؤ بأرباحها المستقبلية، ومن ثم اتخاذ القرار الاستثماري المناسب، حيث تمر الصناعة بمراحل تقسم إلى:

شكل 3: دورة حياة الصناعة



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 333.

— **مرحلة الانطلاق أو الظهور:** هي مرحلة الانطلاق في إنتاج منتج جديد، وتكون مبيعاته في العادة ضعيفة أو معدومة في بعض الأحيان، لذلك تبذل المنشأة جهود كبيرة للإعلان والترويج له.

— **مرحلة النمو السريع:** خلال هذه المرحلة ينمو السوق الخاص بالمنتج ويزداد الطلب عليه، ويواجه العدد المحدود من الشركات في هذه الصناعة منافسة قليلة وتكون هوامش الربح مرتفعة

جدًا، فتزداد المنافسة، وهو ما يضطر بعض الشركات إلى الخروج من هذه الصناعة، كما تتميز هذه المرحلة باحتفاظ الشركة بجزء كبير من الأرباح في شكل احتياطي لإعادة استثماره، كما تلجأ الشركات للاقتراض لزيادة سيولتها، فزيادة حجم المبيعات في هذه المرحلة سيشجع الكثير من الشركات على الدخول لهذه الصناعة، مما يؤدي إلى زيادة العرض، ومن ثم انخفاض الأسعار، وبالتالي انخفاض حجم الأرباح، وانطلاقاً من ذلك ستجد بعض الشركات صعوبة كبيرة في الاستمرار، وهو ما يتحقق مع نهاية فترة النمو السريع، حيث أنّ العرض الكبير سيغطي الطلب على منتجات هذه الصناعة، أي أنّ هذه المرحلة ستصل إلى حالة تشبع السوق نسبيًا.

— **مرحلة النضج:** فيها يتشبع السوق تماماً بمنتجات الصناعة، ويكون معدل نمو الصناعة يعادل معدل النمو الاقتصادي الكلي أو معدل نمو القطاع الذي تنتمي إليه الصناعة، وأقل من معدل نمو الدخل الوطني، كما تتميز هذه المرحلة بتزايد حدة المنافسة بين الشركات، ما يؤدي إلى انخفاض الأسعار، وبالتالي انخفاض الأرباح لكن بمعدل أقل من الانخفاض في مرحلة النمو السريع، مما يسمح للشركات بالاحتفاظ بمقدار من السيولة، من أجل توزيعات نقدية أو تسديد قيمة القرض في المرحلة السابقة.

— **مرحلة الاستقرار أو الزوال:** يكون معدل نمو الصناعة أقل من معدل النمو الاقتصادي، وتختلف صفات هذه المرحلة من صناعة إلى أخرى، فقد تتسم هذه المرحلة باستقرار عدد الوحدات المباعة على مستوى الصناعة دون أن تبدو على الصناعة مظاهر الزوال، وتحقق الأرباح قدرًا من النمو لا يتجاوز معدل التضخم، وقد يختلف ذلك في صناعات أخرى، فقد تندهر عدد الوحدات المباعة، لظهور منتجات أخرى بديلة، وهو ما يلزم الشركات بتحسين نوعية منتجاتها، أو إنتاج منتجات جديدة منافسة من أجل بقائها واستمرارها.

2-2-3-2- التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة: يقوم التنبؤ على تحليل الطلب الفعلي على منتجات الصناعة، بهدف معرفة العوامل المؤثرة في ذلك الطلب، والتي تعد الأساس الذي يعتمد عليه في التنبؤ بمبيعات الصناعة، ومن الأساليب الشائعة في التنبؤ هو تحليل الانحدار

المتعدّد، والذي يقضي بإيجاد العلاقة التاريخية بين حجم مبيعات الصناعة وبين العوامل المؤثرة عليها¹.

$$D_x = a + b_1 P_x + b_2 y + b_3 P_z$$

حيث:

D_x : القيمة المطلوبة من السلعة.

A : قيمة ثابتة.

P_x : سعر الوحدة.

y : دخل المستهلك.

P_z : أسعار سلع أخرى مكاملة وبديلة.

B_1, b_2, b_3 : المعاملات الواجب تقديرها والتي تسمى بالمعالم.

وتعد هذه المعادلة أساسية في التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة، والذي يعد بدوره خطوة أساسية لتقدير المبيعات المتوقعة لكل مؤسسة من مؤسسات الصناعة.

2-2-3- التنبؤ بمعدل نمو الربحية: يتطلّب التنبؤ بمعدل نمو الربحية ضرورة توافر بيانات تاريخية عن ربحية الصناعة، ثم صياغتها في رسم بياني أو معالجتها من خلال تحليل الانحدار بشكل يسهّل عملية التنبؤ بما سيكون عليه معدل نمو الربحية في المستقبل.

2-3- تحليل ظروف الشركة: يُعتبر تحليل ظروف الشركة أحر خطوة في التحليل الأساسي، حيث يقوم المحلّل بتحليل المؤشرات المالية للشركة لاختيار أفضل الشركات، وذلك بهدف تقدير القيمة الحقيقية لسعر الورقة المالية للشركة من خلال تحليل الربحية المستقبلية، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

2-3-1- تحليل المركز المالي للشركة: يُعد تحليل القوائم المالية والنسب من أهم أدوات تحليل المركز المالي للشركة، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 338.

2-3-1-1- القوائم المالية المقارنة: يهدف تحليل القوائم المالية المقارنة إلى كشف التطورات التي حصلت في هذه القوائم المالية خلال فترة معينة، والميزانية العمومية المقارنة هي الميزانية التي تتضمن مقارنة بنود ميزانيتين عموميتين في سنتين متتاليتين لنفس الشركة أو مقارنة بنود شركة ما مع شركة أخرى أو مع متوسط الصناعة، وما ينطبق على الميزانية العمومية ينطبق على قائمة الدخل.

ويبين تحليل القوائم المالية التباينات في هيكل وتوزيع بنود القوائم المالية، وهي أمور يتوجب بحثها وفهم أسبابها، كما يساعد التحليل الهيكلي للقوائم المالية في التعرف على النسبة التي يمثلها بند معين إلى إجمالي الأصول أو إجمالي الخصوم.

وينبغي على المستثمر الاهتمام بالمتغيرات الجوهرية التي يسفر عنها التحليل، ومعرفة إذا كانت هذه التغيرات تمثل اتجاهًا أم أنها تغيرات طارئة، وإذا اقتضى الأمر تحليل القوائم لأكثر من السنوات.

2-3-1-2- تحليل النسب المالية: تعتبر النسب المالية من أهم أدوات التحليل المالي للقوائم المالية، ويتضمن تحليل النسب المالية قياس ومقارنة النسب التي يتم اشتقاقها من المعلومات الواردة في القوائم المالية للشركات، لتحديد العلاقة بين بندين من البنود المكونة لهذه القوائم في لحظة زمنية معينة¹.

2-3-2- تحليل ربحية السهم وتقدير القيمة الحقيقية للورقة المالية: تتوقف القيمة الحقيقية للسهم، على كل من قيمة التدفقات النقدية المتوقعة منه بعد خصمها بمعدل خصم يعكس معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السهم، ويمكن توضيح ذلك كما يلي²:

2-3-2-1- قيمة التدفقات النقدية المتوقعة: يقصد بالتدفقات النقدية المتوقعة من السهم، نصيب السهم من توزيعات أرباح الشركة المتوقع الحصول عليه في المستقبل، والتوزيعات المتوقعة

1 - محمد صالح الحناوي، "تحليل وتقييم الأسهم والسندات"، مرجع سابق، ص: 180.

2 - أنظر:

✓ عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص: 27.

✓ الجودي ساطوري، مرجع سابق، ص: 240.

دالة للعديد من العوامل التي ترتبط بكل من الاقتصاد العالمي والاقتصاد الوطني والصناعة التي تنتمي إليها والشركة في حد ذاتها.

2-2-3-2- معدل العائد المطلوب: معدل العائد المطلوب هو الحد الأدنى للعائد الذي سيقبله المستثمر لامتلاك أسهم الشركة، كتعويض عن مستوى معين من المخاطر المرتبطة بجيازة السهم، ويتكوّن معدل العائد المطلوب من شقين هما: معدل العائد الخالي من المخاطرة وعلاوة المخاطرة.

ويمكن تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمار في سهم ما وفق المعادلة الآتية:

$$R^* = R_f + \beta (E (R_m) - R_f)$$

حيث:

R^* : معدل العائد المطلوب.

R_f : معدل العائد الخالي من الخطر.

B : معامل بيتا الذي يستخدم في قياس المخاطر المنتظمة للاستثمار في الأسهم.

$E (R_m)$: متوسط عائد السوق.

وبافتراض عدم ثبات نصيب السهم من توزيعات الأرباح ونموها بمعدل ثابت، فيمكن في هذه الحالة حساب القيمة الحقيقية للسهم على أساس الوسط الحسابي لمعدلات نمو الأرباح الموزعة، وذلك كما يلي:

القيمة الحقيقية للسهم = مجموع الأرباح الموزعة / (معدل العائد المطلوب - الوسط الحسابي لمعدلات نمو

التوزيعات)

ويمكن استبدال الوسط الحسابي بالوسط الهندسي لمعدلات نمو التوزيعات، وذلك لزيادة

الدقة الحسابية ويحسب كما يلي:

$$Gg = \sqrt[N]{(1+G)^1 \cdot (1+G)^2 \cdot (1+G)^3 \dots \dots \dots (1+G)^N}$$

حيث:

Gg : الوسط الهندسي لمعدلات النمو.

G : معدل نمو التوزيعات.

ولا يختلف أسلوب تقييم الأسهم الممتازة عن أسلوب تقييم الأسهم العادية، فعادةً ما تتصف توزيعات الأسهم الممتازة بالثبات، غير أن هناك اختلاف في قيمة معدل العائد المطلوب الذي يقل عن نظيره بالنسبة للأسهم العادية، وذلك بسبب تعرّض حملة الأسهم الممتازة لمخاطرة أقل مما يتعرض لها حملة الأسهم العادية.

فبعد دراسة وتحليل النسب المالية، يقوم المحلل بتحليل ربحية السهم، حيث¹:

$$Y = \frac{R - D}{n}$$

ربحية السهم = R = صافي الربح
بعد الضريبة

D = توزيعات الأسهم الممتازة

n = المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية

كما يلجأ المحلل إلى حساب مؤشرات أخرى ذات ارتباط وثيق بالمركز المالي للشركة وباتجاهات الاستثمار في أوراقها المالية ومن أهمها يمكن ذكر ما يلي:

– ربحية السهم **Earning Per Share**: تحسب كما يلي:

$\frac{\text{صافي الربح القابل للتوزيع على الأسهم العادية}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{ربحية السهم الواحد}$

– صافي القيمة الدفترية للسهم الواحد (**Book Value Per Share**): تحسب كما يلي:

$\frac{\text{صافي القيمة الدفترية لأصل الشركة}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{صافي القيمة الدفترية للسهم الواحد}$
--

– معدل سعر السهم / ربحية السهم (**Price-Earning Ratio**): يحسب كما يلي:

$\frac{\text{القيمة السوقية للسهم}}{\text{ربحية السهم الواحد}} = \text{معدل السعر / الربح}$

– حصة السهم العادي من التوزيعات (**Dividends Per Share (DPS)**): يستخدم في تحديد نصيب السهم الواحد من التوزيعات للأرباح، أي الأرباح المستلمة فعلاً من السهم:

¹ – حسان خضرم، مرجع سابق، ص: 4.

$$DPS = (\text{الأرباح المعلن عن توزيعها - توزيعات الأسهم}) \div \text{عدد الأسهم المسجلة في سجلات الشركة}$$

– مردود السهم العادي: **Yield Per Share (yps)** يفيد في حساب تكلفة الفرصة البديلة بخصوص الاحتفاظ بالسهم أو التنازل عنه والانتقال الى فرص استثمارية أخرى،

$$\frac{DPS}{\text{السعر السوقي}} = YPS$$

ويكون وفق الصيغة التالية:

– مضاعف سعر السهم العادي: **Price Earning Ratio (PER)** يستخدم في رصد التغيرات

في الأسعار السوقية للسهم بهدف التنبؤ بحركة الأسعار، ويكون وفق الصيغة التالية:

$$\frac{\text{السعر السوقي}}{DPS} = PER \quad \frac{\text{السعر السوقي}}{EPS} = PER$$

2-3-3- التحليل الإداري للشركة: بعد تحليل المركز المالي للشركة يقوم المحلل المالي بتحليل

الجوانب الإدارية للشركة فيما يتعلق بإستراتيجيات الشركة التنافسية، وتحليل مختلف نقاط قوتها وضعفها، والفرص والتحديات التي تؤثر على أرباحها ونمو توزيعاتها، وذلك من خلال ما يلي:

2-3-3-1- تحديد استراتيجية الشركة بخصوص المنافسة: يقوم المحلل بعد تحديد هيكل

المنافسة التي يحيط بالمؤسسة بتحديد الإستراتيجية التي تتبعها الشركات المنافسة، حيث يوجد نوعان من الاستراتيجيات هما:

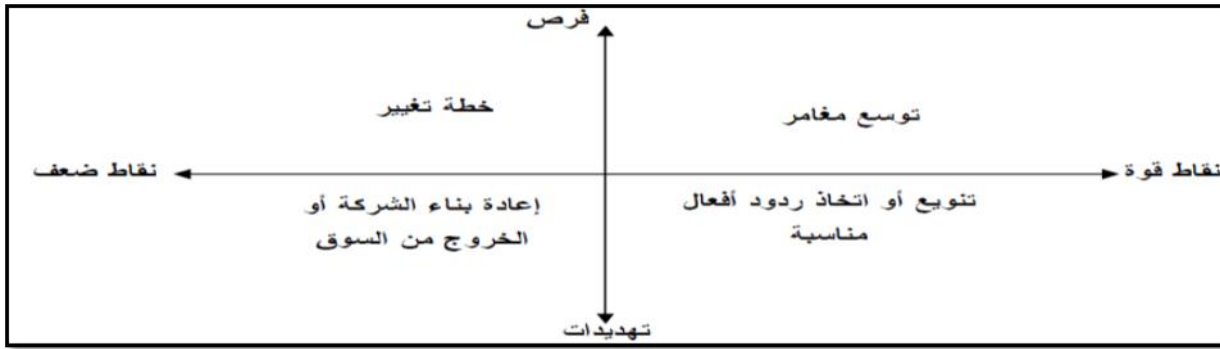
– **الاستراتيجية الدفاعية:** توضع الشركة من خلال هذه الإستراتيجية في موقف يجعلها تستفيد من قدراتها وإمكانياتها في إيجاد أفضل الطرق للابتعاد عن التأثيرات السلبية للقدرة التنافسية.

– **الاستراتيجية الهجومية:** تتخذ الشركة على أساس هذه الإستراتيجية، وضعاً يمكنها من استغلال إمكانياتها ونقاط القوة التي تتميز بها للتأثير على القوى المنافسة الأخرى.

2-3-3-2- تحليل الفرص والتحديات ونقاط القوة والضعف: يعتبر من أهم الأدوات التي

تستخدم في تحليل الوضع التنافسي للشركة، ويمكن توضيحه من خلال الشكل التالي:

شكل 4: تحليل الفرص والتهديدات ونقاط القوة والضعف



المصدر: محمد عبده محمد مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل بالبورصة"، الدار الجامعية، مصر، 1998، ص: 125.

ويمكن للمحلل من خلال هذا التحليل؛ تقييم إستراتيجية الشركة لاستغلال نقاط قوتها أي مزاياها التنافسية، أو التخلص من نقاط ضعفها أي تهديدات البيئة الخارجية للشركة.

ثانياً- التحليل الفني:

1- تعريف التحليل الفني:

– عُرف التحليل الفني بأنه: "تتبع حركة الأسعار في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة، يمكن منها تحديد التوقيت السليم للقرار الاستثماري، فحركة الأسعار في الماضي تعد مؤشراً يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل"¹.

– وعُرف التحليل الفني بأنه: "التحليل الذي يهتم بدراسة المعلومات الداخلية الماضية للأوراق المالية دون الاهتمام بتطور السوق الداخلية أو الخارجية، وذلك مثل تتبع حركة أسعار الأوراق المالية في الماضي أو حركة التداول، ويهدف التحليل الفني إلى توقع حركة الأسعار في المدى القصير لتحديد توقيت البيع والشراء"².

– ويُعرف التحليل الفني بأنه: "أسلوب لتسجيل بيانات التداول الفعلية والتاريخية (عادةً في شكل خرائط ورسومات)، وذلك من خلال متابعة تغيرات الأسعار، حجم المعاملات وغيرها، لسهم

1 - منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، مرجع سابق، ص: 217.

2 - إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 47.

معين أو المتوسط العام، ثم يقوم بعد ذلك باستنتاج الاتجاه المحتمل للمستقبل من خلال الصورة التاريخية للماضي¹.

2- فروض التحليل الفني:

يقوم التحليل الفني على أساس عدّة افتراضات:

- تتحدّد القيمة السوقية للورقة المالية على أساس تفاعل قوى العرض والطلب فقط؛
- تتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب منها عوامل رشيدة وأخرى غير رشيدة، حيث تتضمن المعلومات الرشيدة كل من المعلومات المالية الخاصة بالسهم، والتي تنعكس آثارها في سلوك المستثمرين بالسوق، وعوامل غير رشيدة مثل العوامل الفسيولوجية، ويقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل بشكل تلقائي ومستمر لتحديد الأسعار الملائمة؛
- رغم وجود تقلبات صغيرة في السوق والتي تستمر لفترة قصيرة من الزمن، إلا أنّ سعر الورقة يميل للتحرك باتجاه محدّد ولفترة زمنية طويلة نسبياً؛
- يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى تغيير في اتجاه الأسعار، ويمكن ملاحظة التغيرات آجلاً وعاجلاً في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك.

3- أقسام التحليل الفني:

يشتمل التحليل الفني على قسمين أساسيين هما:

3-1- التحليل الفني للرسم البياني: كان تحديد حركة سعر السهم المستقبلية في البداية، يتم عن طريق دراسة منحني سعر السهم على البيان بالعين المجردة فقط، حيث يعتبر البيان هو الأساس؛

3-2- التحليل الفني الإحصائي: يعمل على إيجاد إشارات ثابتة تشير إلى توقيت بداية ونهاية كل من الدورات نحو الارتفاع والدورات نحو الانخفاض، عن طريق تركيب مؤشرات تدعى المؤشرات الفنية، يكون أساس حسابها معطيات رقمية حول سعر السهم، حجم التداول.. وليس

¹ - طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص: 136.

البيان في حد ذاته، ما يسمح ببناء نظم التداول الآلية التي تعتمد على الإشارات التي تقدمها مؤشرات التحليل الفني.

4- مضمون التحليل الفني:

تمثل نظرية " تشارلز داو " النواة الأولى للتحليل الفني والأساس الذي اشتقت منه النظريات والأدوات التحليلية الفنية الأخرى، فهي تعتبر جوهر مضمون التحليل الفني، ويمكن توضيحها كما يلي:

4-1- نظرية داو:

وتقوم نظرية داو على ستة مبادئ أساسية هي:

– متوسطات الأسعار (مؤشرات السوق) تأخذ كل شيء في الحسبان: تعتبر كل المعلومات الماضية، الحاضرة والمستقبلية ملخصة في السوق وبالتحديد في سعر السهم، فالسعر يأخذ بعين الاعتبار كافة المعلومات، مثل المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق، حيث يستوعب المشاركون في السوق هذه المعلومات وتنعكس على سلوكهم، ومن ثم يتحرك السعر ويضبط نفسه وفقاً لسلوك وتصرفات المشاركين في السوق، وبالمثل فإن متوسطات السوق تعكس كل شيء معروف لدى الأطراف المشاركة في السوق.

– السوق له ثلاثة اتجاهات: هي الاتجاه الأساسي الذي يعكس حالة السوق هل هي في صعود أم هبوط، ويغطي عادة فترة أكثر من سنة، فإذا حقق السوق ارتفاعات عالية فإنّ الاتجاه الأساسي هو الصعود، أما إذا حقق انخفاضات مرتفعة فإنّ الاتجاه الأساسي هو الهبوط، وثانياً الاتجاه الثانوي وهو اتجاه متوسط، ويمثل تصحيحاً لردود الأفعال التي تحدت في الاتجاه الأساسي، والاتجاه غير الرشيد ويعكس اتجاهات قصيرة الأجل تتمثل في تحركات الأسعار خلال أيام أو بعض الأسابيع.

– الاتجاه الرئيسي يتكوّن من ثلاث مراحل: حسب داو فإنّ المرحلة الأولى للسوق تبدأ بعملية إقبال وشراء مكثف من جانب المشاركين في السوق، بناءً على المعلومات التي يمتلكونها حول السهم، وتتّصف المرحلة الثانية بحدوث ارتفاعات متزايدة في الأسعار وأرباح الشركات وتحسن

ظروف الاقتصاد، مما يؤدي بتوجه المستثمر إلى زيادة الأوراق المالية، وتتميز المرحلة الثالثة باستقرار أرباح الشركات وتكون الظروف الاقتصادية في أحسن حالاتها، والأخبار المالية جيدة، وتقدم واضح في الأسعار، مما يؤدي إلى الشراء المكثف للأسهم.

– المتوسطات يجب أن تؤكد بعضها البعض: لا يمكن تأكيد حدوث انقلاب في الاتجاه العام على المدى المتوسط والطويل إلا إذا أكدت مؤشرات السوق ذلك معاً وفي نفس الوقت، أي أن متوسطات مؤشرات صناعة أخرى يجب أن يثبت كل منها صدق الآخر، وتكون التغيرات في الاتجاهات صادقة الحدوث.

– حجم التداول يجب أن يؤكد الاتجاه: يعتبر داو أن حجم التداول عامل ثانوي ولكنه عنصر مهم في تأكيد الإشارات السريعة، وينبغي أن يسير مع اتجاه حركة الأسعار ويتوسع كلما مضت الأسعار في ذلك الاتجاه الرئيسي، فإذا كان الاتجاه الأولي هبوطي، فإن حجم التعامل يجب أن ينخفض أثناء هبوط السوق، أما إذا كان الاتجاه الأولي صعودي فيجب أن يزيد حجم التعامل أثناء صعود السوق.

– الاتجاه العام السائد يبقى مستمراً حتى يعطي إشارات الانعكاس: أي احتمال استمرار أي اتجاه جديد للأسعار، حيث يرى داو أنه عندما تبدأ الأسعار اتجاهاً جديداً، فاحتمال استمرار ذلك الاتجاه أكبر من احتمال انعكاسه، لذلك يُفترض استمرار ذلك الاتجاه ما لم تظهر إشارات قوية تؤكد تغييره وانعكاسه.

4-2- حركات الأسعار وفق نظرية "داو": تُشير نظرية داو إلى وجود ثلاث حركات سعرية لأسعار السوق تحدث في ذات الوقت وهي:

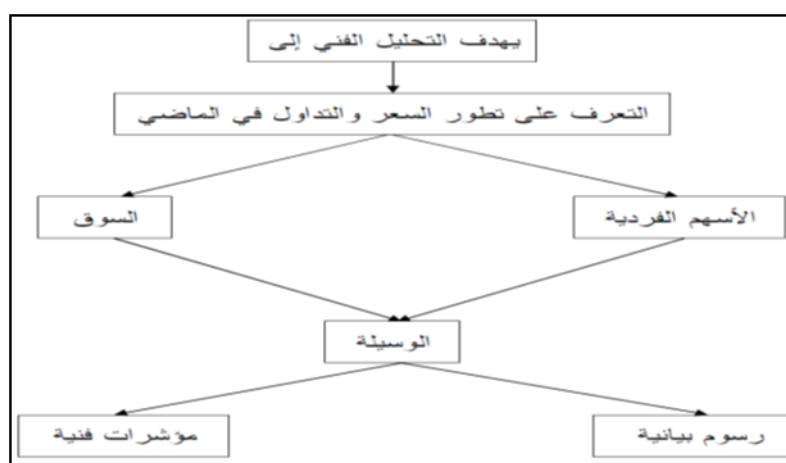
– الاتجاه الرئيسي أو الأولي: يمثل الاتجاه العام والطويل الأجل للأسعار، يستغرق مدة طويلة تتراوح من سنة على الأقل إلى عدة سنوات، ويوجد نوعان من الاتجاهات الرئيسية: الاتجاه الصعودي والاتجاه الهبوطي.

- الحركات الوسيطة أو الثانوية: هي حركات عكسية للاتجاه الرئيسي، يتراوح حدوثها بين أسبوعين إلى بضعة أشهر، وتكون في شكل انخفاضات قصيرة تحدث أثناء الاتجاه الصعودي تسمى تصحيحات، أو ارتفاعات قصيرة تحدث أثناء الاتجاه الهبوطي وتسمى ارتدادات.
- التقلبات الطفيفة: تتمثل في التغيرات السعرية التي تحدث من يوم لآخر، ويُطلق عليها بالتقلبات اليومية.

5- أدوات التحليل الفني:

يهدف التحليل الفني إلى التعرف على تطوّر السعر وحجم التداول في الماضي، وهذا عن طريق تتبع حركة الأسهم الفردية والمؤشرات السوقية من أجل وضع نمط لهذه الحركة، مستخدماً في ذلك رسوم بيانية، ومؤشرات فنية فمجال اهتمام التحليل الفني يكمن في تحليل أسعار السوق، وتحليل أسعار الأوراق المالية.

شكل 5: الإطار العام للتحليل الفني



المصدر: إيهاب الدسوقي، مرجع سابق، ص: 49.

وبالتالي يستخدم التحليل الفني نوعين من الأدوات للتحليل، يهتم النوع الأول بتحليل أسعار السوق لقياس القوة النسبية للسوق وتحديد الأسعار فيها، في حين يهتم النوع الثاني بتحليل أسعار الأسهم لتحديد السهم الذي يتوجب على المستثمر إما شراؤه أو بيعه والتوقيت المناسب لذلك، ويمكن توضيح ذلك كما يلي:

5-1-أدوات التحليل الفني لأسعار السوق: يقصد بها الأدوات التي تهدف إلى قياس القوة النسبية للسوق وتحديد اتجاه الأسعار فيه من ناحية اتجاه للصعود أو الهبوط، ويمكن تقسيم هذا الأدوات إلى:

5-1-1- مقاييس ميل أو اتجاه المستثمرين: تُعطي مؤشراً لاتجاه الحركة المستقبلية في أسعار الأسهم، ومن أبرز تلك المقاييس¹:

- مؤشر بارون: يقوم على فكرة المفاضلة بين عوائد السندات المرتفعة الجودة والمنخفضة الجودة، التي يمكن أن يتنبأ بتحركات الأسعار في المستقبل، باعتبار أن السندات أقل مخاطرة من الأسهم، ويحسب كما يلي:

مؤشر الثقة = (عائد السندات المرتفعة الجودة/ عائد السندات المتوسطة الجودة) × 100
إذا كانت قيمة المؤشر في صعود فهذا يعني أنّ الحالة الاقتصادية العامة جيدة، وأسعار السوق ستتجه نحو الصعود في المستقبل وأنّ التوقيت ملائم للشراء، والعكس، ويُعاب على المؤشر تركيزه على جانب الطلب على السندات كمحدد للعائد، بينما يتجاهل عوامل أخرى كحجم المعروض النقدي.

- مؤشر المستويات العليا والدنيا: يُحسب كما يلي:

$$\frac{R}{R+R^*} = \text{مؤشر المستويات العليا والدنيا}$$

R: عدد الأسهم التي حققت مستوى مرتفع لم تصل إليه من قبل.

R*: عدد الأسهم التي حققت مستوى منخفض لم تصل إليه من قبل.

كلما اقتربت قيمة المؤشر من الواحد الصحيح، دلّ ذلك على أنّ عدد أكبر من الأسهم ارتفعت أسعارها إلى مستوى لم تصل إليه من قبل، والعكس إذا كانت قريبة من الصفر، وعندما تكون قيمة المؤشر أقل من (0.1) فذلك يعد بمثابة مؤشر على انتهاء مرحلة تدهور الأسعار، أمّا

¹ - أنظر:

✓ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 430.

✓ حسان خضر، مرجع سابق.

إذا كانت أكبر من (0.9) فهذا يعد بمثابة مؤشر على بلوغ حالة الصعود في الأسعار إلى نهايتها وهي في طريقها للانخفاض.

- مؤشر الارتفاع والانخفاض: ويحسب هذا المؤشر كما يلي:

مؤشر الارتفاع والانخفاض = عدد الأسهم التي حققت ارتفاعاً / عدد الأسهم التي حققت ارتفاعاً أو انخفاضاً
يبيّن هذا المؤشر نسبة مقدار الصفقات التي أبرمت بأسعار مرتفعة إلى حجم الصفقات التي أبرمت بأسعار منخفضة، فعندما تكون النسبة 0,6 أو أكثر فذلك يعد مؤشراً على أنّ الاتجاه الصعودي للسوق يقترب من نهايته، أمّا إذا بلغت النسبة 0.3 فهذا يعني أنّ الاتجاه النزولي بلغ نهايته وأنّ الأسعار تتجه نحو الارتفاع.

- مؤشر اتساع السوق: يحسب هذا المؤشر كما يلي:

مؤشر اتساع السوق = (عدد الأسهم الصاعدة - عدد الأسهم الهابطة) / إجمالي الأسهم المتداولة
يتم استخدام المؤشر للتنبؤ بالاتجاهات العامة لأسعار السوق صعوداً أو نزولاً من خلال التسجيل اليومي لحركة الأسعار.

5-1-2- مقاييس وجهة النظر المضادة: تقوم على اعتقاد أنّ هناك مجموعة من المستثمرين عادةً ما تتخذ قرارات استثمارية خاطئة عندما تكون أسعار السوق في طريقها إلى التحول، وهو ما يقتضي معرفة قرارات هؤلاء المستثمرين، وعلى ضوءها تتخذ قرارات عكسية، ومن أكثر المقاييس شيوعاً ما يلي:

- مؤشر البيع على المكشوف: ويُحسب هذا المؤشر كما يلي¹:

مؤشر البيع على المكشوف = متوسط صفقات البيع على المكشوف / المتوسط الإجمالي للصفقات
ارتفاع هذا المؤشر يدل على اتجاه الأسعار نحو الارتفاع في المستقبل، وبالتالي يتوقع أن يسعى المضاربين باعتبارهم المتعاملين الأساسيين في البيع على المكشوف إلى تغطية مراكزهم لمواجهة هذه التوقعات، وذلك بشراء تلك الأسهم في السوق، مما يترتب عليه زيادة في الطلب وارتفاع الأسعار.

¹ - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص: 189.

- مؤشر توازن الكميات الكسرية: يختص هذا المؤشر بالصفقات التي لا تزيد كميتها عن 100 أسهم، ويتم التعامل بالكميات الكسرية من طرف صغار المستثمرين، الذين لا يتوفر لديهم القدر الكافي من المعلومات، ويحسب كما يلي:¹

مؤشر توازن الكميات الكسرية = مبيعات الكميات الكسرية / مشتريات الكميات الكسرية
إذا كانت قيمة المؤشر أكبر من الواحد الصحيح، فذلك يعني أنّ مبيعات صغار المستثمرين أكبر من مشترياتهم، وأنّ الحالة المسيطرة عليهم هي حالة تشاؤم، ولذلك يقوم الفنيون والمحترفون بالشراء، لاعتبار أنّ قيمة السوق سوف تتجه نحو الصعود لاحقاً، والعكس في حالة كون هذا المؤشر أقل من الواحد.

5-1-3- مقياس المستثمر المحترف: يوجد عدة مقاييس تستخدم لمعرفة اتجاهات المستثمرين المحترفين منها:²

- مؤشر البيع على المكشوف للمتخصصين: ويُحسب هذا المؤشر كما يلي:
مؤشر البيع على المكشوف = المبيعات على المكشوف للمتخصصين / مجموع المبيعات على المكشوف
يقيس احتمال درجات ارتفاع أو انخفاض الأسعار في المستقبل، ويصل المتوسط التاريخي لبورصة نيويورك إلى 0.55، فعندما تصل قيمة المؤشر إلى 0.6 فهذا يعني احتمال ارتفاع الأسعار في المستقبل، أمّا عندما تصل النسبة إلى أكثر من 0.65، فهذا يعني أنّ أسعار السوق في طريقها إلى انخفاض مؤكد، وإذا كانت قيمة المؤشر أقل من 0.45، فهذا يعني أنّ أسعار السوق ستأخذ طريقها نحو الصعود، أمّا إذا كانت 0.40، فهذا يعني أنّ الأسعار مؤكّد ستتجه نحو الصعود.

- مؤشر الكميات الكبيرة: يهتم بالصفقات الكبيرة التي تبرمها عادةً المؤسسات والشركات المتخصصة ويتولاها مدراء محترفون يحققون عوائد متميزة، وبالتالي فاتّباع نهجهم يمكن أن يكون مفيداً وناجحاً، ويُحسب كما يلي:

مؤشر الكميات الكبيرة = عدد الصفقات بأسعار صعودية / عدد الصفقات بأسعار صعودية أو نزولية

1 - المرجع السابق، ص: 197.

2 - منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 438.

تتراوح قيمة المؤشر بين الصفر والواحد، وكلما اقتربت قيمة المؤشر من الواحد الصحيح فذلك مؤشر على اتجاه أسعار السوق نحو الصعود، وهو ما يعني أنّ التوقيت ملائم لإبرام صفقات الشراء، والعكس.

5-2-2- أدوات التحليل الفني لأسعار الأوراق المالية: بعد التطرق لأهم أدوات التحليل الفني لتحديد نمط التغير في أسعار الأوراق المالية في السوق، وذلك لتحديد السهم الذي ينبغي شراؤه أو بيعه والتوقيت الملائم لذلك، يتوجب تحليل نمط التغير في سعر السهم محل الاهتمام وذلك من خلال مجموعة من الأدوات من أهمها:

5-2-1- مؤشر القوة النسبية للسهم: تتفاوت الأسهم من حيث درجة التقلب في أسعارها، فهناك أسهم ترتفع أسعارها بسرعة عندما يكون السوق في صعود وتنخفض أسعارها ببطء عندما يكون السوق في هبوط، ويطلق على هذه الأسهم بالأسهم ذات القوة النسبية¹. ويُحسب مؤشر القوة النسبية للسوق أو السهم كما يلي:

$$\text{مؤشر القوة النسبية} = \frac{\text{(التغيرات الموجبة / التغيرات السالبة)}}{100} + 1$$

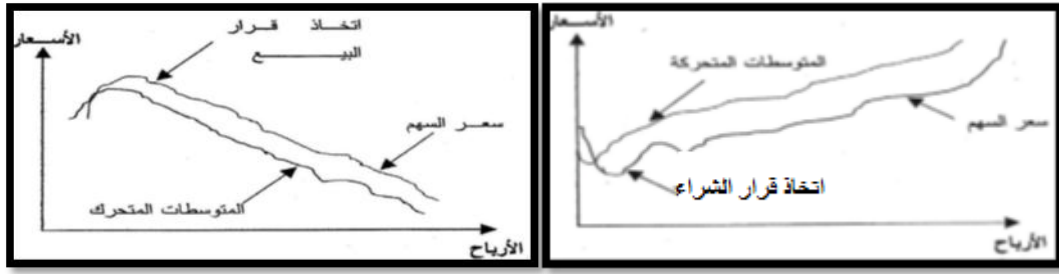
5-2-2- مؤشر المتوسط المتحرك: حسب التحليل الفني فإنّ أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين، ولدراسة هذا التحرك يمكن حساب المتوسطات المتحركة لأسعار الأسهم السائدة خلال فترة زمنية معينة، تكون طويلة نسبيًا لاستيعاب الحركات الفجائية والعرضية للأسعار².

فبعد حساب قيمة المتوسط المتحرك لسعر السهم، يتم تمثيل قيمة هذا المتوسط وقيمة سعر السهم في منحنى بياني لكي يتّضح اتجاه كل منهما ممّا يمكّن من اتخاذ القرار الاستثماري المناسب، ويوضّح الشكل التالي تطور الأسعار من خلال المتوسطات المتحركة ومنطقة اتخاذ قرار الشراء أو البيع للأوراق المالية كما يلي:

1 - منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص: 235.

2 - محمد صالح الحناوي، مرجع سابق، ص: 147.

شكل 6: تطور الأسعار من خلال المتوسطات المتحركة وتوقيت قرار الشراء



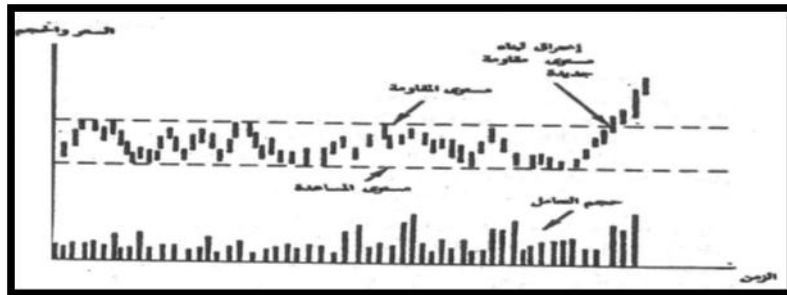
المصدر: عبد الحميد حفيظ، مرجع سابق، ص: 94.

وبالتالي يُفضّل اتخاذ قرار البيع إذا كان السوق في حالة هبوط، واتخاذ قرار الشراء إذا كان السوق في حالة صعود.

5-2-3- خرائط الأعمدة البيانية: يستخدم المحلل الفني خرائط سلسلة زمنية لأسعار الأسهم (يومية، أسبوعية، شهرية)، ويقوم برسم نقاط لأعلى سعر وأدنى سعر ثم يقوم بتوصيل النقطتين رأسياً ليشكل عمود، ويقوم برسم خط أفقي صغير عبر هذا العمود الرأسي لكي يشير إلى سعر الإغلاق، ومن أهم خرائط الأعمدة البيانية:

– **خريطة المستويات المساعدة والمقاومة:** المستويات المساعدة هي المستويات التي ينخفض فيها سعر السهم إلى قيمة متدنية، أمّا المستويات المقاومة هي المستويات التي يصل فيها سعر السهم إلى قيمة مرتفعة خلال فترة زمنية معينة، والشكل التالي يوضح هذه الخريطة وتوقيت قرارات الشراء أو البيع للأوراق المالية.

شكل 7: خريطة المستويات المساعدة والمقاومة

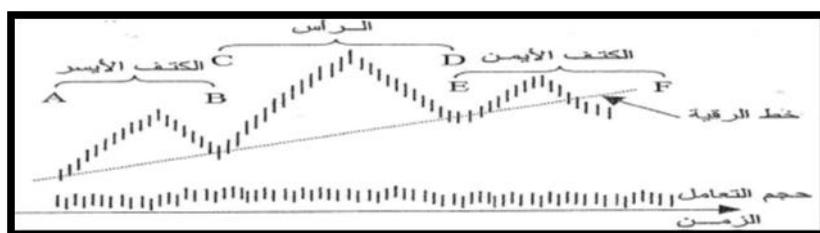


وبالتالي يكون توقيت قرارات البيع عندما يصل السعر إلى مستوى المقاومة، أما توقيت قرار الشراء فيكون عندما يصل السعر إلى مستوى المساعدة.

– **خريطة الرأس والأكتاف:** شكلها يكون على هيئة رأس وكتفين، بحيث وكمرحلة أولى سترتفع الأسعار نتيجةً لزيادة حجم الطلب حتى تصل إلى مرحلة معينة، ثم تنخفض وبذلك سيتشكل الكتف الأيسر.

في المرحلة الثانية سترتفع الأسعار حتى تصل إلى مستوى أعلى من ذلك الذي وصلت إليه في الكتف الأيسر، ثم تنخفض لكنها لن تصل إلى نفس المستوى المنخفض الذي بلغته في الكتف الأيسر بل أعلى بقليل، ما يشكل الرأس.

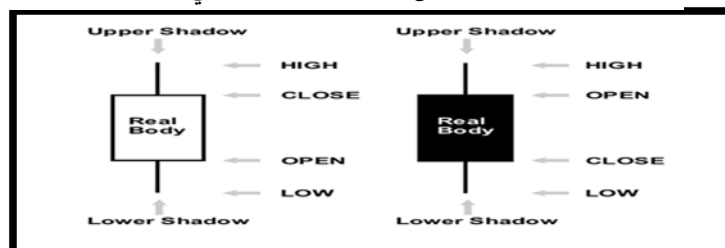
شكل 8: خريطة الرأس والأكتاف



في المرحلة الثالثة ترتفع الأسعار إلى أن تصل إلى مستوى أقل من أعلى مستوى وصلت إليه الأسعار في الرأس، ثم تنخفض وبهذا يتشكل الكتف الأيمن.

– **الشمعدان الياباني:** يتم التعبير عن حركات الأسعار من خلال مستطيل يمر به خط، ويختلف اللون المستعمل لرسم المستطيل حسب المستويات النسبية لأسعار الافتتاح والإغلاق.

شكل 9: الشمعدان الياباني



إذا كان سعر الافتتاح أعلى من سعر الإغلاق يكون المستطيل أسود، وإذا كان سعر الافتتاح أقل من سعر الإغلاق يكون المستطيل أبيض.

- خريطة النقطة والشكل: يهتم هذا النوع من التمثيل البياني بالتسعير وليس بالزمن، وهدفه إبراز التغيرات الهامة في العرض والطلب على الأوراق المالية، فيتم الاعتماد على حرف X لإظهار ارتفاع السعر، وعلى الحرف O لإبراز الانخفاض، ويجب أن يوضع كل رمز في عمود خاص به، حيث نحصل على نوعين من الأعمدة إحداهما تمثل الاتجاه الصعودي والأخر الاتجاه النزولي، ولن يُمثل التغير في الأسعار سواءً بالانخفاض أو الارتفاع إلا في حدود يتم الاتفاق عليها بين المحللين تعرف بالعلبة Box

وبعد بناء الخريطة يهتم المحلل الفني بالمنطقة المكدسة للأسعار والاتجاه الذي اتخذته الأسعار حين خروجها من تلك المنطقة، هل هو اتجاه صعودي أم اتجاه هبوطي، فإذا كان الخروج نزولي يكون القرار ملائم للبيع، أما إذا كان الخروج صعودي فيكون القرار مناسب للشراء.

قائمة المراجع

I. مراجع باللغة العربية:

للله أولاً: الكتب

- إبراهيم خريس، "اقتصاديات النقود والمصارف"، دار الابرار للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- ابراهيم نافع قوشجي، "سوق الأوراق المالية في سورية"، دار الرضا للنشر، سوريا، 2008.
- أبي الحسين أحمد بن فارس بن زكريا، "معجم مقاييس اللغة"، دار الفكر.
- أحمد أبو الفتوح علي الناقه، "نظرية النقود والأسواق المالية"، مكتبة الإشعاع، مصر، 2001.
- أحمد رياض خليل، "اقتصاديات النقود والبنوك"، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2014.
- أحمد زكريا صيام، "مبادئ الاستثمار"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.
- أحمد سعد عبد اللطيف، "بورصة الأوراق المالية"، الدار الجامعية، مصر، 1998.
- أحمد صالح عطية، "مشاكل المراجعة في أسواق المال"، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- أحمد محمد لطفي أحمد، "معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية"، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008.
- أحمد محي الدين أحمد، "أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي"، سلسلة صالح كامل للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلة البركة، الكتاب الثاني، 1995.
- أسامة محمد الفولي وزينب عوض الله، "اقتصاديات النقود والتمويل"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005.
- إسماعيل إبراهيم الطراد، "إدارة العملات الأجنبية"، دار وائل للنشر، الأردن، 2005.
- إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك، "اقتصاديا البنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- أشرف محمد دوابة، "نحو سوق مالية إسلامية"، دار السلام، مصر، 2006.

- أنطوان الناشف و خليل الهندي، "العمليات المصرفية والسوق المالية"، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، 2000.
- أنور مصباح سوبره، "شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي"، مؤسسة الرسالة ناشرون، لبنان، 2004.
- بن براهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، "الأسواق المالية الدولية تقييم الأسهم والسندات"، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، الجزائر، 2019.
- جبار محفوظ، "الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية"، دار هومة، الجزائر، 2002.
- جبار محفوظ، "البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية"، دار هومة، الجزائر، 2002.
- جبار محفوظ، "تنظيم وإدارة البورصة"، دار هومة، الجزائر، 2002.
- جميل سالم الزيدانين، "أساسيات في الجهاز المالي، المنظور العلمي"، دار وائل للطباعة والنشر، الأردن، 1999.
- جودة صلاح السيد، "بورصة الأوراق المالية علميا-عمليا"، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2003.
- حسين عطا غنيم، "دراسات في التمويل-التحليل المالي ودراسة صافي رأس المال العامل-أساسيات الاستثمار وتكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية"، المكتبة الأكاديمية، مصر، 2005.
- حمد إبراهيم الشديفات، "الأسواق المالية والنقدية"، دار الحامد، الأردن، 2006.
- حمزة محمد الزبيدي، "الاستثمار في الأوراق المالية"، مؤسسة الوراق، مصر، 2004.
- حمزة محمود الزبيدي، "الإدارة المالية المتقدمة"، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، 2004.
- حيدر حسين آل طعمة، "الأسواق المالية"، مركز الدراسات الاستراتيجية، العراق، 2014.
- خالد وهيب الراوي، "الاستثمار: مفاهيم، تحليل، إستراتيجية"، دار المسيرة، الأردن، 1999.
- خليل الهندي، أنطوان الناشف "العمليات المصرفية والسوق المالية"، الجزء " 2"، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان، 2000.
- دريد كامل آل شبيب، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار المسيرة، عمان، 2010.

- دريد كامل آل شبيب، "الاستثمار والتحليل الاستثماري"، اليازوري، الأردن، 2009.
- زكريا سلامة عيسى شنطاوي، "الأثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية"، الأردن، 2009.
- زياد رمضان، "الاستثمار المالي والحقيقي"، دار وائل للنشر، عمان، 1998.
- زياد رمضان، محفوظ جودة، "إدارة مخاطر الائتمان"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.
- زينب حسن عوض الله، "اقتصاديات النقود والمال"، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2008.
- زينب عوض الله، أسامة محمد الفولي، "أساسيات الاقتصاد النقدي والمصرفي"، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2003.
- سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، "النقود والبنوك والمصارف المركزية"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- سليمان بوذياب، "اقتصاديات النقود والبنوك"، المؤسسات الجامعية الدراسات للنشر والتوزيع، لبنان، 1996.
- سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية"، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر، 1996.
- سمير عبد الحميد رضوان، "أسواق الأوراق المالية"، دار النشر للجامعات، مصر، 2009.
- سمير عبد الحميد رضوان، "المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها: دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية"، دار النشر للجامعات، مصر، 2004.
- سيد طه بدوي، "عمليات البورصة الفورية والآجلة"، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، 2000.
- سيد طه بدوي، "مقدمة في النقود والبنوك"، دار النهضة العربية، مصر، 2005.
- شعبان محمد إسلام البرواري، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي"، دار الفكر، سوريا، 2002.
- صلاح السيد جودة، "بورصة الأوراق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2000.
- ضياء مجيد الموسوي، "الاقتصاد النقدي"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2000.

- ضياء مجيد الموسوي، "النقود والبنوك"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2008.
- طارق عبد العال حماد، "إدارة المخاطر"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
- طارق عبد العال حماد، "التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
- طارق عبد العال حماد، "المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر، المحاسبة)"، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- عادل عبد العظيم، "اقتصاديات الاستثمار - النظريات والمحددات"، جسر التنمية، العدد 67، المعهد العربي للتخطيط، 2007.
- عادل محمد رزق، "الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية"، دار طيبة، القاهرة، 2004.
- عاطف وليم أندراوس، "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005.
- عبد الحميد هاشم، عبد النبي حسن يوسف، "الاقتصادات المعاصرة"، مكتبة عين شمس، مصر، 1977.
- عبد الغفار حنفي، "إدارة البنوك"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، لبنان، 1997.
- عبد المطلب عبد الحميد، "السياسات الاقتصادية على مستوى الاقتصاد القومي: تحليل كلي"، مجموعة النيل العربية، مصر، 2003.
- عبد المطلب عبد الحميد، "العولمة واقتصاديات البنوك"، الدار الجامعية للطباعة والنشر، مصر، 2001.
- عبد المنعم السيد علي، نزار سعد الدين العيسى، "النقود والمصارف والأسواق المالية"، دار ومكتبة الحامد، الأردن، 2004.
- عبد النافع الزرري، توفيق فرح غازي، "الأسواق المالية"، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2001.
- عبد الوهاب يوسف أحمد، "التمويل وإدارة المؤسسات المالية"، دار حامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.

- عطية فياض، "سوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي"، دار النشر للجامعات، مصر، 1998.
- علي أحمد السالوس، "المعاملات المالية المعاصرة في ميزان الفقه الإسلامي"، دار الاعتصام، مصر، 1987.
- علي عبد الوهاب نجا وآخرون، "اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية"، مكتبة الوفاء القانونية، مصر، 2014.
- عماد صالح سلام، "إدارة الأزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة"، أبو ظبي، 2002.
- فليح حسن خلف، "الأسواق المالية والنقدية"، عالم الكتب الحديث، جدار للكتاب العالمي، الأردن، 2006.
- مبارك بن سليمان آل فوزان، "الأسواق المالية من منظور إسلامي"، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2010.
- محروس حسن، "الأسواق المالية الاستثمارات المالية"، جامعة عين شمس، مصر، 1994.
- محمد البنا، "أسواق النقد والمال: الأسس النظرية والعملية"، مؤسسة زهراء الشرق، لبنان، 1996.
- محمد سعيد السهموري، "اقتصاديات النقود والبنوك"، دار الشروق للنشر وللتوزيع، الأردن، 2012.
- محمد سلطان أبو علي، "اقتصاديات النقود والبنوك"، منشورات كلية التجارة، جامعة الرقازيق، مصر، 1991.
- محمد صالح الحناوي وآخرون، "الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها"، الدار الجامعية، مصر، 2004.
- محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العيد، "بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، مصر، 2002.
- محمد صالح الحناوي ونهال فريد مصطفى وجمال العبد، "الاستثمار في الأوراق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.

- محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، "الاستثمار في سوق الأوراق المالية"، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر، مصر، 2014.
- محمد عبد الفتاح الصيرفي، "إدارة البنوك"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2006.
- محمد عبد القادر عطية، "الاتجاهات الحديثة في التنمية"، الدار الجامعية، مصر، 1999.
- محمد عثمان إسماعيل حميد، "أسواق رأس المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات"، دار النهضة العربية، مصر، 1993.
- محمد علي العامري، "الإدارة المالية"، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2000.
- محمد فتح لله الناشر، "التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية"، دار الجامعة الجديدة للنشر، مصر، 2006.
- محمد محمود حبش، "الأسواق المالية العالمية وأدواتها المشتقة"، طباعة بنك الأردن المحدود، الأردن، 1998.
- محمود حسين الوادي، زكرياء أحمد عزام، "المالية العامة والنظام المالي في الإسلام"، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2000.
- محمود محمد حمودة، "الاستثمار والمعاملات المالية في الإسلام"، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- محمود يونس، عبد النعيم مبارك، "مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
- مروان عطون، "الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال"، ج1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
- مصطفى محمد عبده، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، كليوبترا للطباعة والكمبيوتر، مصر، 2001.
- مصطفى يوسف كافي، "بورصة الأوراق المالية"، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2009.
- منى قاسم، "صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين"، الدار المصرية اللبنانية، مصر، 1995.
- منير إبراهيم هندي، "إدارة الأسواق والمنشآت المالية"، منشأة المعارف الإسكندرية، 2002.

- منير إبراهيم هندي، "أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار"، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
- منير إبراهيم هندي، "أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية"، منشأة المعارف، مصر، 2003.
- ميراندا زغلول رزق، "النقود والبنوك"، جامعة بنها، مصر، 2008-2009.
- وليد صافي، أنس البكري، "الأسواق المالية والدولية"، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- ياسين محمد يوسف، "البورصة: عمليات البورصة، تنازع القوانين، اختصاص المحاكم"، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان، 2004.

ثانيًا: البحوث والمؤتمرات والمجلات والمطبوعات

- أحمد شفيق الشاذلي، "قنوات انتقال أثر السياسة النقدية إلى الاقتصاد الحقيقي"، صندوق النقد العربي، 2017.
- أديب قاسم، "الاسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية"، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العراق، 2013.
- أشرف محمد دوابة، "المشتقات المالية في الرؤية الإسلامية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات"، الإمارات العربية المتحدة، 2007.
- رمضان الشراح، "دور الأسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي في ظل المتغيرات العالمية"، مجلة المال والصناعة، بنك الكويت الصناعي، العدد الثامن، 2006.
- عبد السلام فيغو، "البورصة والأسهم: دراسة قانونية شرعية"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2005.
- محمد بن إبراهيم السحيباني، "آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية"، ورقة عمل مقدمة للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، مكة، المملكة العربية السعودية، 2004.

- محمد بن علي العقلا، "الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية"، ورقة عمل مقدمة لمؤتمر: "أسواق الأوراق المالية والبورصات"، الإمارات العربية المتحدة، 2007.
- ناصر بن عبد الله الميمان، "التعريف بالمؤشرات الضابطة للمساهمة في الشركات"، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر: "المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول"، الإمارات العربية المتحدة، 2009.

ثالثاً: المنشورات

- بورصة الجزائر، "أوامر البورصة"، منشورات خاصة للعموم.
- شركة تسيير بورصة القيم، "دليل سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة"، بورصة الجزائر.
- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، "الاستعلام عن سير البورصة"، الجزائر، 2004.
- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، "الاستعلام عن هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة"، الجزائر، 2004.

II. المراجع باللغة الأجنبية

- Belletante, b, "La Bourse: Son Fonctionnement, Son Rôle Dans La Vie Economique", Edition Hatier, Paris, 1992.
- Corynne Jaffeux, "Bourse et financement des entreprises", édition Dalloz, Paris, 1994.
- Eugene Fama, "Efficient capital markets: A review of theory and empirical work", Journal of finance, Vol 25, 1970.
- Frederic Mishkin, " Monnaie, banque et marchés financiers", Pearson édition, paris, France, 2010.
- Gillet Philippe, "L'efficience des marches financiers", Economica.
- H. Mark, N. John, **Investments Analysis & Behavior**, McGraw-Hill, New York, 2010,
- J. Longatte et P. Vanhove, " Economie générale ", 4^{ème} édition, Dunod, Paris, 2005.
- Jacque Muller et autres, " économie ", 4^{ème} édition, Dunod, Paris, 2004.
- Jean-Luc, Bailly et autre, " Economie Monétaire et Financière", Bréal édition, Paris, 2000.

- Jeff Madura, "**Financial institution and markets**", Seventh edition, Thomson, south- western, 2006.
- Mansour mansouri, "**La bourse des Valeurs mobiliers d'Alger**", Edition Dar Houma, Alger, 2002.
- Michel Aglietta & Bruno Amable & François Bourguignon, "**Economie : Tout le programme en un volume**", Eyrolles, Paris, 2008, P122.
- Paulos. John, "**A Mathematician Plays the Stock Market**"; Basic Books; New York; 2003.
- Michel cazals et Sophie brana, "**la monnaie**", Dunod, paris, 1997.
- Pascal Kauffmann et autres, "**Economie monétaire et Financière**", Dunod, Paris, 2003.
- Sophie Brana et Michel Cazals, "**La monnaie**", Dunod, Paris, 1997.
- Sylvie Lecarpentier-Moyal, Pascal Gaudron, "**Economie Monétaire et Financier**", Ed. Economica, Paris, 2011.

فهرس المحتويات

المحتويات

6	المحور الأول: مدخل مفاهيمي للأسواق المالية
7	أولاً- تعريف الأسواق المالية:
7	ثانياً- نشأة وتطور الأسواق المالية:
10	ثالثاً- أهمية الأسواق المالية:
11	رابعاً- المشاركون في السوق المالية:
12	خامساً- أشكال تمويل الأسواق المالية:
13	سادساً- تقسيمات الأسواق المالية:
14	المحور الثاني: السوق النقدية
15	أولاً- تعريف السوق النقدية:
16	ثانياً- خصائص السوق النقدية:
16	ثالثاً- أهمية السوق النقدية:
17	رابعاً- شروط ومتطلبات قيام السوق النقدي:
18	خامساً- المتدخلون في السوق النقدي:
20	سادساً- وسطاء السوق النقدية:
21	سابعاً- هيكل السوق النقدي:
22	ثامناً- الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية:
22	1- أذونات الخزينة:
22	2- شهادات الإيداع القابلة للتداول:
23	3- الأوراق التجارية:
23	4- القبولات المصرفية:
23	5- اتفاقيات إعادة الشراء:
24	تاسعاً- السوق النقدية في الجزائر:

25 **المحور الثالث: سوق رأس المال**

26..... أولاً- تعريف سوق رأس المال:

26..... ثانياً- تقسيمات سوق رأس المال:

26 1- سوق الإقراض طويل الأجل:

27 2- سوق الأوراق المالية:

27..... ثالثاً- خصائص سوق الأوراق المالية:

28..... رابعاً- شروط ومتطلبات قيام سوق للأوراق المالية:

29..... خامساً- مكونات وتقسيمات سوق الأوراق المالية:

34 **المحور الرابع: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية**

35..... أولاً- أدوات الملكية (الأسهم):

35 1- تعريف الأسهم:

35 2- خصائص الأسهم:

37 3- أنواع الأسهم:

39 4- التوزيعات وعائدات الأسهم:

40 5- بعض الظواهر والعمليات التي لها علاقة بالأسهم:

41..... ثانياً- أدوات الدين (السندات):

41 1- تعريف السندات:

42 2 - خصائص السندات:

42 3- عناصر وبعض المصطلحات المرتبطة بالسندات:

43 4- أنواع السندات:

46..... ثالثاً- عقود المشتقات المالية:

46 1- العقود الآجلة:

47 2 - العقود المستقبلية:

3- عقود الخيارات: 48

4- عقود المبادلات: 51

المحور الخامس: **إجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية** 53

أولاً- المتدخلون في سوق الأوراق المالية: 54

ثانياً- قيد الأوراق المالية في البورصة: 56

1- مفهوم قيد الأوراق المالية في البورصة: 56

2- شروط التسجيل في البورصة: 57

ثالثاً- طرق وأساليب التداول بسوق الأوراق المالية: 58

1- طريقة المزايدة: 58

2- طريقة المفاوضة: 58

رابعاً- عمليات بورصة الأوراق المالية: 59

1 - العمليات العاجلة: 59

2 - العمليات الآجلة: 60

خامساً- أوامر سوق الأوراق المالية: 61

1- تعريف أوامر السوق: 61

2- أنواع الأوامر: 62

سادساً- التسعير في سوق الأوراق المالية: 64

1 - تعريف تسعيرة البورصة: 64

2 - طرق تحديد الأسعار في سوق الأوراق المالية: 64

المحور السادس: **بورصة الجزائر** 71

أولاً- مراحل وظروف نشأة بورصة الجزائر: 72

1- نشأة بورصة الجزائر: 72

2- مراحل إنشاء بورصة الجزائر: 72

- 74..... ثانيًا- الهيئات المنظمة لبورصة القيم المتداولة بالجزائر:
- 74 1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB):
- 76 2- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة (SGBV):
- 76 3- شركة المؤتمن المركزي للأوراق المالية:
- 77..... ثالثًا- المتدخلون في بورصة الجزائر:
- 77 1- الوسطاء في عمليات البورصة:
- 78 2- المتعاملون في بورصة الجزائر:
- 78..... رابعًا- أسواق بورصة الجزائر:
- 78 1- سوق سندات رأس المال:
- 79 2- سوق سندات الدين:
- 81 **المحور السابع: كفاءة أسواق الأوراق المالية**
- 82..... أولًا- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:
- 82..... ثانيًا- أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية:
- 82 1-الكفاءة الكاملة:
- 83 2- الكفاءة الاقتصادية:
- 85..... ثالثًا- مقومات السوق المالي الكفاء:
- 87..... رابعًا- أهمية سوق الأوراق المالية الكفاء:
- 88..... خامسًا - متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:
- 89 1- كفاءة التسعير:
- 89 2- كفاءة التشغيل:
- 89 3- الكفاءة الهيكلية:
- 89 4-الكفاءة التنظيمية:
- 90 5-الكفاءة الفنية:

91.....سادساً-صبيغ ومستويات كفاءة سوق الأوراق المالية:

91 1- الصيغة ضعيفة الكفاءة:

92 3- الصيغة قوية الكفاءة:

93 المحور الثامن: مؤشرات سوق الأوراق المالية

94.....أولاً- تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية:

94.....ثانياً- خصائص ومميزات مؤشرات سوق الأوراق المالية:

95.....ثالثاً- مزايا واستخدامات المؤشر:

97.....رابعاً- أنواع مؤشرات السوق المالية:

99.....خامساً- الخصائص الواجب توفرها عند تصميم المؤشرات:

100.....سادساً- أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية:

100.....1- المؤشرات المبنية على أساس السعر:

101.....2 - المؤشرات المبنية على أساس القيمة:

101.....3 - المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية:

102.....4- المؤشرات المبنية على أساس الأسعار النسبية:

102.....ثامناً- أهم المؤشرات البورصية العالمية:

102.....1- أهم مؤشرات الأسهم الأمريكية:

104.....2- أهم مؤشرات الأسهم الأوروبية:

108..... المحور التاسع: التحليل الأساسي والتحليل الفني

109.....أولاً- التحليل الأساسي:

109.....1- تعريف التحليل الأساسي:

109.....2 - مضمون التحليل الأساسي:

112.....2-2-2- اعتبارات أساسية في تحليل ظروف الصناعة:

121.....ثانياً- التحليل الفني:

1- تعريف التحليل الفني: 121

2- فروض التحليل الفني: 121

3- أقسام التحليل الفني: 122

4- مضمون التحليل الفني: 123

5- أدوات التحليل الفني: 125

قائمة المراجع: 133

فهرس المحتويات 143