



قسم علم التسيير

مطبوعة بيداغوجية علمية بعنوان

محاضرات في أسواق رأس المال

موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة سطيف -1-

من إعداد:

الدكتور بن دعاس زهير

أستاذ محاضر قسم - أ -

الصفحة	الفهرس
	الإهداء والتشكرات
4-3	فهرس المحتويات
6-5	فهرس الجداول والأشكال
8 -7	تقديم المطبوعة
المحور الأول: مدخل عام للأسواق المالية (9-19)	
10	1- ظروف نشأة وتطور الأسواق المالية
13	2- أهمية الأسواق المالية
14	3- تقسيمات الأسواق المالية
المحور الثاني: أسواق رأس المال، الوظائف والتقسيمات (20-31)	
21	1- أسواق رأس المال وظائفها ومتطلبات تكوينها
25	2- تقسيمات أسواق رأس المال
المحور الثالث: مؤسسات وهيئات أسواق رأس المال (32-43)	
33	1- الهيئة العامة للسوق
33	2- بورصة الأوراق المالية
35	3- مركز الإيداع والحفظ المركزي
36	4- هيئة المقاصة والتسوية
37	5- صندوق ضمان السوق
38	6- هيكل سوق رأس المال في الجزائر
المحور الرابع: الأسهم والسندات وأساليب تقييمها (44-60)	
45	1- الأسهم وأساليب تقييمها
53	2- السندات وأساليب تقييمها
المحور الخامس: المشتقات المالية (61-79)	
62	1- مفهوم المشتقات المالية
63	3- عقود الخيارات
72	3- العقود المستقبلية
76	4- العقود الآجلة
78	5- عقود المبادلة

المحور السادس: نظام التداول في بورصة الأوراق المالية (80 - 93)	
81	1- أركان نظام التداول في بورصة الأوراق المالية
85	2- الأوامر
87	3- التسعير
89	4- معالجة الأوامر ونظام التسعير في بورصة الأوراق المالية
المحور السابع: كفاءة أسواق رأس المال (94 - 103)	
95	1- تعريف كفاءة أسواق رأس المال
96	3- أنواع كفاءة السوق
99	3- الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال
101	4- متطلبات تحقيق كفاءة أسواق رأس المال
المحور الثامن: مؤشرات سوق رأس المال (104 - 116)	
105	1- مؤشرات سوق رأس المال، أنواعها واستخداماتها
107	2- أسس بناء المؤشر وأساليب حسابه
115	3- نظرة على أهم المؤشرات العالمية
117-122	التطبيقات
123-126	المصادر والمراجع

فهرس الجداول والأشكال

1- فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
01	أهم الفروقات بين السوق الأولية والسوق الثانوية	27
02	وضعية الخيارات في تاريخ الاستحقاق	67
03	خصائص الخيارات بالنسبة لطرفي العقد	67
04	العوامل المؤثرة على طرفي عقد الخيار	70
05	حساب الأرباح والخسائر للبائع ومشتري حق الخيار	69
06	سعر الجنيه مقابل الدولار وقت التعاقد والاستحقاق	75
07	مخطط بين الخطوات التي تمر بها أوامر البيع والشراء	87
08	تنفيذ الأوامر محددة السعر وفق نظام التسعير الثابت	90
09	السعر التوازني وفق نظام التسعير الثابت	90
10	تنفيذ الأوامر محددة السعر وفق نظام التسعير المستمر	91
11	معالجة الأوامر في الحاسوب المركزي للبورصة	91
12	تسجيل التعاملات بنظام التداول	92
13	تغيرات أسعار أسهم عينة المؤشر المحسوب على أساس السعر	109
14	الأسهم المشكلة لعينة المؤشر المحسوب على أساس الأوزان النسبية	110
15	الأسهم المشكلة للعينة للمؤشر المحسوب على أساس الأسعار النسبية	111
16	الأسهم المشكلة للعينة للمؤشر المحسوب على أساس القيمة	113
17	أهم المؤشرات البورصية عالميا	115

2- فهرس الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الشكل
25	تقسيمات أسواق رأس المال	01
42	التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر	02
68	وضعية المستثمرين في عقود خيار الشراء	03
69	وضعية المستثمرين في عقود خيار البيع	04
97	حركة تغير سعر الأصل المالي في حالة المعلومات الجيدة.	05
98	حركة تغير سعر الأصل المالي في حالة المعلومات غير الجيدة.	06
101	أشكال كفاءة السوق	07

تقديم:

تم إعداد هذه المطبوعة البيداغوجية والعلمية للمساهمة في تأطير طلبة السنة الثانية ماستر إدارة مالية، من خلال مجموعة من المحاضرات التي تتمحور حول أسواق رأس المال محضرة وفق مقررات وزارة التعليم العالي والبحث العلمي الجزائرية، وقد حاولنا حصر أهم المعلومات والمعارف المستجدة في أسواق رأس المال بالنظر لسعة ميدان هذا الأخير و تشعبها، وذلك باستعمال أسلوب مبسط وسهل يسمح للطلاب فهم واستيعاب كل المفاهيم الأساسية التي لا يمكن الاستغناء عنها في البناء المعرفي والعلمي والتخصصي للطلاب.

تحتوي هذه المطبوعة على أهم المعارف والمعلومات التي يتوجب على الطالب إدراكها في أسواق رأس المال، لذلك فقد تم تبويبها إلى ثمانية محاور، تناول المحور الأول مدخل عام للأسواق المالية مركزين في ذلك على ظروف نشأة الأسواق المالية انطلاقاً من ضبط تعريف الأسواق المالية في عمومها وظروف نشأتها وتطورها، ليتم بعدها تناول تقسيماتها، أما المحور الثاني فقد خصص لإبراز أهمية سوق رأس المال في الهيكل التمويلي بالتركيز على تعريفه ووظائفه وشروط تكوينه وتقسيماته ودوره في تمويل المؤسسة بالدرجة الأولى، في حين خصص المحور الثالث لعرض مؤسسات وهيئات سوق رأس المال، حيث تم استعراض هيئة السوق وبورصة الأوراق المالية وهيئة الإيداع المركزي والمقاصة والتسوية وكذا تنظيم سوق رأس المال في الجزائر، أما المحور الرابع فقد خصص للأدوات الأساسية للأسواق رأس المال، المتمثلة في الأسهم والسندات وأساليب تقييمها، في حين خصص المحور الخامس للمشتقات المالية وأهم أساليب تسعيرها، أما المحور السادس فقد خصص لآليات التعامل في أسواق رأس المال بالتركيز على أساليب التداول وكيفية التعامل في البورصة، وأساليب التسعير ومعالجة الأوامر من خلال أمثلة تطبيقية. في حين تم تخصيص المحور السابع لاستعراض جزئية مهمة في أسواق رأس المال وتتعلق بكفاءة السوق، حيث تم ضبط مفهوم كفاءة أسواق رأس المال وأهم أنواعها وصيغتها القوية والشبه القوية والضعيفة، بالإضافة إلى متطلبات تحقيق الكفاءة، أما المحور الثامن فقد خصص لدراسة المؤشرات البورصية، انطلاقاً من تعريفها وضبط أهم استخداماتها، وأسس بنائها وأساليب حسابها.

المكتسبات المسبقة لدراسة للمقياس:

إن دراسة المقياس تتطلب أن يكون الطالب ملم بأساسيات أسواق رأس المال والنقود، الإحصاء الرياضي، والمؤسسة وأساليب تمويلها، وكذا التحكم في أساسيات الإدارة المالية؛ ومتابعة المستجدات في أسواق رأس المال الدولية؛ والاطلاع على أهم تطبيقات ذات الصلة باتخاذ القرار الاستثماري في أسواق المال والتنبؤ.

الأهداف المتوخاة من المطبوعة:

تهدف هذه المطبوعة إلى تمكين الطالب من تحقيق جملة من الأهداف العلمية و البيداغوجية، من أهمها نذكر:

- تمكين الطالب من الإلمام بأساسيات الأسواق المالية وتقسيماتها؛
 - تمكين الطالب الإلمام بأهمية سوق رأس المال في الهيكل التمويلي؛
 - تمكين الطالب من معرفة أهم مؤسسات وهيئات السوق، وأساسيات التعامل فيها وأساليب التسعير ومعالجة الأوامر؛
 - تمكين الطالب من استخدامه لأساليب تقييم الأسهم والسندات والمشتقات المالية وطرق تسعيرها؛
 - تمكين الطالب من معرفة التوجهات الحديثة في الأسواق المالية.
- مخرجات التعليم:** يفترض أن يكون الطالب بعد دراسته لهذا المقرر قادرا على ما يلي:
- التعرف على مكانة أسواق رأس المال في الهيكل التمويلي وأهم مؤسساتها وهيئاتها؛
 - التعرف على أهم أساليب تقييم أدوات سوق رأس المال وتسعير المشتقات المالية؛
 - معرفة مختلف أساليب التعامل في البورصة وكيفية معالجة الأوامر والتسعير؛
 - الإلمام بنظرية كفاءة أسواق رأس المال، والمؤشرات البورصية وأسس بنائها وأساليب حسابها.

المحور الأول

مدخل عام للأسواق المالية

1 - ظروف نشأة الأسواق المالية.

- تعريف الأسواق المالية.

- ظروف تطور الأسواق المالية

- أهمية الأسواق المالية

2- تقسيمات الأسواق المالية

- السوق النقدية

- أسواق رأس المال

- سوق الصرف

المحور الأول: مدخل عام للأسواق المالية

تؤدي الأسواق المالية دوراً حيوياً في الاقتصاديات التي تعتمد على آليات السوق في تعبئة الموارد المالية وتخصيص الاستثمارات نحو القطاعات المجدية اقتصادياً ومالياً، فهي آلية مهمة ترتبط من خلالها مختلف قطاعات الاقتصاد، بما يوسع نطاق التعامل بالأدوات المالية بغض النظر عن مدتها ونطاقها، ويسهم في تحريك النمو الاقتصادي على نحو مستدام. وفي هذا المحور التمهيدي من محاضرات أسواق رأس المال، سنحاول العودة إلى أساسيات الأسواق المالية من حيث ظروف النشأة والتطور، أهميتها، وتقسيماتها.

1- ظروف نشأة وتطور الأسواق المالية:

1-1- تعريف الأسواق المالية:

لا شك أن الأسواق المالية لا تختلف من حيث المبدأ عن بقية أسواق المنتجات أو عوامل الإنتاج، من حيث كونها موقع (مكاني أو افتراضي) الالتقاء بين تيار العرض والطلب، وكذلك التقاء قرارات البائعين والمشتريين، إلا أن ما يميزها هو طبيعة ما يجري فيها، إذ أنها سوق تتضمن عرض وطلب لرؤوس الأموال، كما أنها تتوفر على منتجات مالية متعددة تسمح لحاملها بالحصول على السيولة في أي وقت شاء، ما جعلها تؤدي دور هام جداً في سيرة الحياة الاقتصادية، فأضحى بذلك وجودها في الاقتصاديات المعاصرة ضرورياً جداً. وعليه إذا أردنا أن نعرفها، يجب أن نأخذ بالاعتبار التطورات الذاتية التي عرفتها هذه الأسواق، وكذا التحولات التي عرفتها الساحة المالية والنقدية العالمية. وفيما يلي سنحاول استعراض أهم وأبرز تعاريفها، التي وبالرغم من تعددها إلا أنها لم تخرج عن إطار إبراز أهميتها وخصائصها وأهدافها.

في البداية يجب الإشارة إلى مصطلح سوق المال يتكون من كلمتين هما: السوق والمال، حيث تطلق كلمة السوق في اللغة على موضع البيع والشراء، تذكر وتؤنث وجمعها أسواق وسميت بذلك لأن التجارة تجلب إليها وتساق نحوها المبيعات¹.

¹ - زكريا سلامة عيسى شطناوي، "الأثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي"، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص 25.

إلا أن السوق في الاصطلاح الاقتصادي فيعبر عن مكان أو آلية تلتقي من خلالها قرارات البائعين والمشتريين بشأن تبادل سلعة أو خدمة أو مورد، أي تتفاعل فيه قوى العرض مع قوى الطلب لتحديد الأسعار، على أن يكون هناك اتصال وثيق بين البائعين والمشتريين سواء كان هذا الاتصال مباشر أو بأية وسيلة اتصال كالهاتف، التلكس، شبكة الإنترنت...¹.

أما كلمة المال فقد جاء معناها في القاموس المحيط بأنها تشمل ما ملكته من كل شيء، وطبقا لعلم الاقتصاد فإن المال هو أي شيء يحقق منفعة ما أو يكون له ثمنًا أيًا كان نوعه أو قيمته، فكل شيء يمكن أن يعرض في السوق ويكون له قيمة يعتبر مال².

وعليه فإن الأسواق المالية في عمومها يمكن تعريفها على أنها تلك الآليات التي يتم من خلالها تداول الأوراق المالية سواء كانت قصيرة أو متوسطة أو طويلة³. أي أنها المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين الوحدات الاقتصادية ذات الموارد الفائضة والتي لها الرغبة في إقراضها، والوحدات الاقتصادية ذات العجز التمويلي التي تبحث عن فرص لتمويل مشروعاتها⁴.

وتعرف كذلك على أنها وسيلة ينتقي فيها شرط المكان، ويلتقي فيها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون من ذوي الاهتمامات بالأدوات الرأسمالية والنقدية، بغرض تداول وتوثيق الأصول المختلفة لفترات متعددة قد تكون قصيرة، أو طويلة، اعتماد على قوانين وأنظمة وتعليمات متفق عليها⁵. ومن جانب آخر عرفت على أنها مكان التقاء عروض الأصول (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين)⁶.

1 - حسين بني هاني، "الأسواق المالية"، دار الكندي، عمان، الأردن، ط1، 2002، ص3.

2 - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية"، دار الفكر، عمان، الأردن، ط1، 2010، ص67.

3 - فليح حسن خلف، "الأسواق المالية والنقدية"، عالم الكتب الحديث، جدار للكتاب العالمي، عمان، الأردن، 2006، ص7.

4 - محمود يونس، عبد النعيم مبارك، "مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية"، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2003، ص 127.

5 - هوشيار معروف، "الاستثمارات والأسواق المالية"، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 58.

6 - محمد عبده محمد مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة"، الدار الجامعية، القاهرة، مصر،

1998، ص1.

1-2- نشأة وتطور الأسواق المالية:

لقد أرجع الكثير من الباحثين بداية نشأة الأسواق المالية إلى القرن الثاني عشر¹، حيث شاع استعراض خدمات على الزبائن مقابل عمولات نقدية على **جسر التبادل** الواقع في باريس، أما ظهور الأسواق المالية بشكل يشابه تواجدها الحالي فيعود إلى القرن الخامس عشر ميلادي، عندما جعلت عائلة **van der burse** مقر سكنها في بروج ببلجيكا مكانا لتجارة النقود وتبادلها (كانت تجتمع فيه العائلات الكبرى التي تمتهن العمليات البنكية والمالية)، ولهذا فإن أغلب المؤرخين يؤكدون على أن مصطلح **bourse** مشتق من اسم تلك العائلة، إلا أن تراجع صيت مدينة بروج في مجال التبادلات التجارية والمالية جعل مدينة أنفرس (**Anvers**) في شمال بلجيكا تأخذ مكانة لها في مجال التبادلات التجارية والمالية، وقد أنشئ بناءا خصيصا لأنشطة البورصة في المدينة سنة 1460م، وفي القرن السادس عشر تبلور مفهوم سوق المال في شكل بورصات، تحولت لاحقا (القرن السابع عشر) إلى أسواق منظمة لرؤوس الأموال، مستفيدة في ذلك من تنامي الأفكار الكلاسيكية القائمة على تشجيع المبادرة الفردية والتخصص وتقسيم العمل وانتشار شركات المساهمة وإقبال الكثير من الدول على الإقراض خاصة عند تمويل توسعاتها وحروبها، مما زاد من حركية التعاملات المالية على الأرصفة خاصة في إنجلترا وفرنسا، وقد كان ذلك إيذانا على انطلاق هذه الأسواق في شكل بورصات لرأس المال.

وعموما يمكن تلخيص تطورها التاريخي من خلال المراحل التالية²:

- **المرحلة الأولى:** يدلل عليها بشيوع العمليات المصرفية وبروز الكثير من البنوك التي تعمل على تعبئة المدخرات نتاج الازدهار الاقتصادي الذي سمح بارتفاع المداخيل وزيادة التوظيف البنكي.
- **المرحلة الثانية:** وهي المرحلة التي بدأت تبرز فيها البنوك المركزية كبنك إصدار وبنك للبنوك تمارس رقابتها على عمليات الإصدار بالدرجة الأولى، خاصة بعد زيادة الإقبال على التعاملات البنكية كالخصم وتعبئة المدخرات، وتوسعها في منح القروض.
- **المرحلة الثالثة:** تميزت هذه المرحلة بزيادة نشاط البنوك المتخصصة، خاصة من دورها في منح القروض المتوسطة وطويلة الأجل، ومواصلة البنك المركزي رقابته على نشاطات البنوك التجارية.

¹ تشير الكثير من المصادر إلى أن أول ظهور للأسواق التي يتعامل فيها بالمقايضات والإقراض تعود إلى عصر الرومان في القرن الخامس قبل الميلاد، وقد كان يتم ذلك في مباني تشابه إلى حد ما البورصات في عصرنا الحالي، وتسمى "Mercatorum Collegium"؛ كما انشأ اليونانيون في أثينا متجر المقايضات (السوق العظمى) ويسمى "Emponuim"

² - أنطوان الناشف، خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000، ص26

- **المرحلة الرابعة:** وهي المرحلة التي برزت فيها الأسواق النقدية والمالية على المستوى المحلي، نتيجة زيادة نشاط البنوك وتنامي احتياجات المشروعات الاقتصادية للرساميل. بالإضافة إلى التوسع في إصدار سندات الخزينة العامة، وزيادة إصدار الأوراق التجارية وشهادات الإيداع، وهنا بدأت تظهر أسواق وبورصات لتداول تلك الإصدارات.

- **المرحلة الخامسة:** وهي مرحلة الاندماج المالي محليا ودوليا، حيث أصبحت الرساميل تنتقل بحرية عبر الحدود مستفيدة في ذلك من الثورة التكنولوجية الهائلة.

وإذا أردنا أن نضع كرونولوجيا النشأة نجد أن إنشاء البورصات تتابع في العديد من الدول ومدنها، فأنشئت في ليون بورصة سنة 1554، وفي أمستردام سنة 1602، ثم أنشئت بورصة لندن سنة 1666، ثم في باريس سنة 1808¹، وفي الولايات المتحدة الأمريكية أنشئت أول سوق مالية رسمية سنة 1821 في وول ستريت، أما في الدول العربية فقد تم إنشاء بورصة الإسكندرية سنة 1883 وبورصة القاهرة سنة 1890 التي انطلقت فعليا في سنة 1904، ثم سوق بيروت للأوراق المالية سنة 1920، وافتتح المغرب سنة 1967 بورصة للقيم المنقولة بالدار البيضاء، ثم شهدت الكويت افتتاح بورصة الأوراق المالية سنة 1977، ليتبعها إنشاء سوق عمان في الأردن سنة 1978، وفي سلطنة عمان قام سوق مسقط للأوراق المالية سنة 1989، ثم في العراق سنة 1993، أما في الجزائر فقد لاحت بوادر نشأتها منذ مطلع التسعينات؛ وتحديدا مع صدور مرسوم 1993/05/23 .

2- أهمية الأسواق المالية:

تبرز أهمية الأسواق المالية من خلال الوظائف التي تقوم بها في الاقتصاديات المعاصرة، ومنها²:

- تقديم المعلومات المالية إلى الأفراد والمشاريع التي تتعلق بالأصول المالية المختلفة المتوفرة في السوق المالي، إضافة إلى المعلومات المتعلقة بالوضع المالي للشركات، وبذلك تقلل من تكلفة الحصول على

1 - عبد النافع عبد الله الزرري، غازي توفيق فرح الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001، ص46.

2 - - بالاعتماد على:

- علي عبد المنعم السيد، النقود والمصارف والأسواق المالية، دار حامد، عمان، الأردن، 2004، ص 66

- صلاح عبد النافع الزرري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر عمان، الأردن 2000، ص22-23

- هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص84.

- ضياء مجيد، البورصات، أسواق المال وأدواتها- الأسهم والسندات-، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008، ص10.

هذه المعلومات من حيث الجهد والوقت والمخاطر، إضافة إلى امتلاكها قدرا من الدقة المتعلقة بتوقعات الأرباح في المستقبل كونها مؤسسات مالية متخصصة؛

- إتاحة الفرصة أمام حائزي الأصول المالية المختلفة لتسييلها متى يشاءون، حيث يوجد دائما من هم على استعداد لبيع الأوراق المالية ومن هم على استعداد لشرائها، باعتبارها أسواق مستمرة؛

- تساعد في تطوير وتنمية أساليب التمويل المختلفة (قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل) للمشروعات؛

- تعتبر الأسواق المالية حلقة وصل بين الاستثمار والادخار: وذلك من خلال توجيه الادخار إلى الأشخاص والمؤسسات و في نفس الوقت تقوم بتقدير أسعار الفائدة و أسعار الأصول المالية (أسهم و سندات..)، ويكون ذلك بصب الادخارات في الأسواق المالية من جانب الوحدات الاستهلاكية التي تدخر جزء من دخلها (مكمل للإنفاق الاستهلاكي)، ومن جانب الوحدات الإنتاجية التي تدخر جزء من عوائدها. ثم تقوم الأسواق المالية بتخصيص هذه الادخار باتجاهين، الأول باتجاه الاستثمار حيث تقوم الوحدات الإنتاجية باستخدام هذه الأموال، والثاني لما تقوم الوحدات الاستهلاكية باستخدام القروض مما يجعلها تعمل كحلقة وصل بين المستثمرين والمدخرين؛

- تعتبر الأسواق المالية محررا لقياس درجة تقدم الاقتصاد ونجاعة السياسات الاقتصادية المطبقة، كما تمكن إلى حد كبير معرفة وضعية الشركات المعنية من حيث الأرباح المحققة، المرودية..؛ لذلك فقد أضحى بمثابة الأسواق القيادية في الاقتصاديات ذات الحرية؛

- إحكام الرقابة على إدارة الشركات حيث تقوم أجهزة الوساطة بتقييم أداء المنشآت والمشاريع علاوة على توجيهها؛

- تربط الأسواق المالية النشاطات الاستثمارية القصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية الطويلة الأجل إذ يلاحظ في هذه الأسواق وجود شهادات إيداع مصرفية القصيرة الأجل إلى جانب الأسهم والسندات اللتان هم ضمن أسواق رأس المال مع أسواق العملات، وهكذا يتعايش الهامش الضروري للمضاربة مع النشاط المحوري للاستثمار فتتوفر السيولة المطلوبة لتسير مهام هذه الأسواق والمؤسسات المعتمدة عليها وهذا يسهم في تحقيق تراكم مصادر التمويل لتعزيز الطلب في أسواق رأس المال؛

3- تقسيمات الأسواق المالية:

توجد العديد من التقسيمات لأسواق التمويل والتي تختلف باختلاف المعايير والأسس التي ينظر منها إليها، ورغم ذلك تبقى متداخلة، ويصعب إيجاد فاصل حدي بين نوع وآخر.

وخدمة لأهداف المقرر الدراسي سنحاول تقسيم الأسواق المالية، وفق ثلاث معايير أساسية:

- معيار آجال العمليات المالية.
- معيار المجال الجغرافي.
- معيار نوع وطبيعة الأدوات المالية.

3-1-التصنيف حسب الآجال:

تنقسم أسواق التمويل حسب معيار الآجال إلى أسواق لرؤوس الأموال قصيرة الأجل وأخرى لرؤوس الأموال طويلة الأجل.

3-1-1- سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل:

هي تلك الأسواق التي يتداول فيها أدوات مالية قصيرة الأجل، التي لا تتعدى فترات استحقاقها السنة الواحدة غالباً، والأسواق النقدية ليس لها مكان محدد إنما يتم التعامل فيها من خلال شبكات واسعة تربط بين السماسرة والبنوك والمؤسسات المالية أو من خلال الالتقاء المباشر أو عن طريق الهاتف وغيرها¹. وتكتسي هذه الأسواق أهمية بالغة في الاقتصاديات المعاصرة نظراً للمهام التي تؤديها، والتي نذكر منها ما يلي²:

- تأمين السيولة النقدية ووسائل الدفع في المدى القصير؛
- توفير احتياجات الأعوان الاقتصاديين من تسهيلات ائتمانية وقروض؛
- أداة مهمة في يد الدولة لتعبئة الموارد اللازمة لمواجهة عدم تزامن حصولها على الإيرادات وتمويل نفقاتها؛

3-1-2- سوق رؤوس الأموال متوسطة وطويلة الأجل:

1 - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الجزء الأول، 2005، ص 64.

2 - بالاعتماد على:

- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحويل لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 3-6.

- محمود يونس عبد المنعم مبارك؛ مرجع سبق ذكره، ص 125.

تعتبر عن تلك الأسواق المتخصصة في الاستثمارات المتوسطة وطويلة الأجل، وتتعامل أساساً بالأسهم والسندات والمشتقات المالية، سواء كانت هذه الأدوات ملكيتها خاصة أو حكومية¹.

يمكن تقسيمها إلى سوقين رئيسيين وهما:

أ- سوق القروض متوسطة وطويلة الأجل: هي تلك السوق التي تهتم بعمليات الإقراض التي تتعدى فترة استحقاقها الخمس سنوات في الغالب، وعليه يمكن التمييز بين ثلاث أشكال لهذه القروض وهي²:

- المساعدات المالية

- القروض السندية

- قروض طويلة الأجل

ب- سوق الأوراق المالية: تعتبر سوق الأوراق المالية جزء من سوق رأس المال، لذلك فهي تكتسي أهمية كبيرة في الهيكل التمويلي للاقتصاديات المعاصرة لاسيما منها المتقدمة، حيث تهتم بتعبئة المدخرات، وتمكن من انتقال الأصول الرأسمالية بين الوحدات الاقتصادية المختلفة³.

وعليه فأسواق الأوراق المالية هي تلك الآليات التي تربط بين المدخرين والمستثمرين سعياً لتحقيق الوظائف التالية⁴:

- توفير التمويلات المتوسطة وطويلة الأجل بأقل كلفة؛

- إتاحة الفرص أمام الشركات لتداول أوراقها المالية في السوق؛

- الحد من الآثار السلبية للتضخم.

وينقسم هذا السوق بدوره إلى سوقين وهما السوق الأولى والثانوي⁵، فالسوق الأولى هو ذلك السوق الذي يتم فيه إصدار الأوراق المالية لأول مرة سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة.

أما السوق الثانوي (سوق التداول) فيعبر عن ذلك السوق الذي يتم فيه إعادة بيع الأوراق المالية التي تم إصدارها في الأسواق الأولية، ويتم هذا التداول إما بصفة منظمة في البورصة أو بصفة غير منظمة خارج البورصة⁶.

1 - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 68.

2 - حسين عطا غنيم؛ دراسات في التمويل؛ الدار الجامعية؛ القاهرة؛ مصر، 2005، ص 17.

3 - عاطف وليم أندروس، أسواق الأوراق المالية، الدار الجامعية؛ القاهرة، مصر، 2006، ص 28.

4 - حسين بني هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، عمان الأردن، 2002، ص: 14-15.

5 - FREDERIC Miskin et al, *Monnaie Banque et Marchés Financiers*, Pearson Education, France, 9^{eme} édition 2010, p33.

6 - زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص16

3-2- التصفيف حسب المجال الجغرافي:

تنقسم أسواق المال حسب هذا المعيار إلى: أسواق محلية، دولية وإقليمية¹.

3-2-1- أسواق المال المحلية: هي تلك الأسواق التي تقتصر على الأدوات المالية المحلية، ووسطائها وسطاء محليون ويتم التداول فيها بالعملة المحلية.

3-2-2- أسواق المال الدولية: وهي تلك الأسواق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية المحلية والأجنبية، كما يسمح للوسطاء الأجانب بالدخول إليها وقد يتعاملون فيها بالعملة الدولية.

3-2-3- أسواق المال الإقليمية: وهي تلك الأسواق التي يتعامل فيها من طرف دولتين أو أكثر تقعان في إقليم واحد، تتربط فيها بينها بروابط اقتصادية ومالية وقانونية متفق عليها في إطار اتفاقات إقليمية، ويسمح بالإدراج والتداول على النطاق الإقليمي.

3-3- التصفيف حسب طبيعة ونوع الأداة المالية:

تنقسم أسواق المال وفق هذا المعيار إلى²: السوق النقدية، سوق رأس المال وسوق الصرف.

3-3-1- السوق النقدية:

هي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال كل المتعاملين الاقتصاديين من سماسرة و بنوك تجارية، وكذلك من خلال الجهات الحكومية (بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة)، أو كما تعرف بسوق السيولة أو سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل³. يعرف سوق النقد كذلك على أنه مجموعة المؤسسات أو الوكالات التي تتعامل بالنقود فهو عبارة عن المجال الذي عن طريقه يتمكن المقترضون من الحصول على ما يحتاجونه من قروض قصيرة الأجل و هؤلاء المقترضون غالبا ما يكونوا تجارا أو سماسرة أو رجال صناعة أو منتجين و غيرهم بالإضافة إلى المؤسسات الحكومية .

وبتعريف آخر يعتبر سوق النقدي مخزن للأصول قصيرة الأجل والمركز الذي تتجمع فيه التي نبتعت عن الاستثمارات المؤقتة⁴.

وينقسم السوق النقدي إلى: سوق مابين البنوك وسوق نقدي موسع

1 - ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية. المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع. بيروت، لبنان، 1998، ص: 55.

2- Joël PRIOLON, *les marches financiers, édition economica, paris, 2004*, p32

3 أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002 - 2003، ص 86.

4 رشاد العصار ورياض الحلبي، النقود و البنوك، دار الصفاء للنشر و التوزيع، الطبعة الأولى، عمان، 2000، ص 53.

- سوق ما بين البنوك: هو مكان تبادل السيولة البنكية بمعنى أن هذه السوق مخصصة أساسا للمعاملات في القطاع البنكي، وهنا يتم معالجة العمليات الرئيسية في وقت قصير جدا¹.

ب- السوق النقدية الموسعة: ليست خاصة فقط بالبنوك بل هي موسعة ومفتوحة لكل المتعاملين الاقتصاديين مثل المستثمرين المؤسساتيين (شركات التأمين، صناديق التقاعد...) إضافة إلى أكبر الشركات. آجال استحقاق سندات الدين القابلة للتفاوض ما بين 10 أيام وحتى 7 سنوات².

ومن أهم منتجات السوق النقدية نذكر ما يلي:

- أدونات الخزينة العمومية؛

- القبولات المصرفية؛

- شهادات الإيداع القابلة للتداول؛

- اتفاقيات إعادة الشراء؛

- الأوراق التجارية؛

- الاور دولار.

- الاور سندات

3-2-3 سوق رأس المال:

وهي أسواق متخصصة في الاستثمارات متوسطة والمدى، التي تتجاوز فترات سدادها السنة الواحدة ويتعامل فيها بشكل رئيسي بالأسهم العادية والممتازة و السندات والمشتقات المالية ومن طبيعة هذه الأسواق أنها تتسم بالمخاطر لطول آجالها، والعائد المرتفع قياسا بالعائد في أسواق النقد. (سيتم التفصيل فيها لاحقا)

¹ - Dominique Poincelot, "Les Marchés de Capitaux Français", édition management société, paris, France, 1998, p 61.

² - Patrick Navatte, " Instruments et Marchés Financiers", Edition Litec, Paris, France, 1992, p 14.

3-3-3- أسواق الصرف:

تعرف أسواق الصرف الأجنبي بأنها الإطار المؤسسي الذي يتم خلاله بيع إحدى العملات مقابل شراء عملة أخرى، كما تعبر عن السوق الذي تنفذ فيه عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية، ولا يوجد مكان محدد لهذه الأسواق، ففي العادة تتم العمليات بين البنوك بواسطة أجهزة تداول إلكترونية أو معلوماتية مرتبطة فيما بينها عن طريق شبكات اتصال أو أقمار صناعية يتم إنشاؤها من قبل شركات الخدمات المالية وتعمل 24 ساعة على 24 ساعة وهذا نتيجة اختلاف التوقيت في هذه الأسواق.

أسئلة التقويم الذاتي:

- تحدث باختصار عن ظروف نشأة الأسواق المالية؟
- ماهي المراحل التي مرت بها الأسواق المالية في سيرورة تطورها؟
- ما هي وظائف الأسواق المالية؟
- ما هي المكانة التي تحضى بها الأسواق المالية في الاقتصاديات المعاصرة؟
- ما الأهمية التي تحضى بها الأسواق المالية في الاقتصاديات المعاصرة؟
- عرف سوق الصرف وماهي عملياته؟
- لماذا يتم اللجوء إلى سوق الصرف الآجل؟
- ما الفرق بين سوق رأس المال والسوق النقدية؟
- اشرح باختصار تقسيمات السوق النقدية والأدوات المتداولة فيها
- تعتبر تمويلات الأسواق المالية غير تضخمية. اشرح ذلك؟
- ما هي أهم عمليات السوق المالية الدولية؟

المحور الثاني

أسواق رأس المال، الوظائف والتقسيمات

1- أسواق رأس المال وظائفها ومتطلبات تكوينها

- تعريف سوق رأس المال

- وظائف الاقتصادية لأسواق رأس المال

- متطلبات تكوين أسواق رأس المال

2- تقسيمات أسواق رأس المال:

- الأسواق الحاضرة

- الأسواق الآجلة

المحور الثاني: أسواق رأس المال ، الوظائف والتقسيمات

تعتبر أسواق رأس المال بتنظيماتها وهيئاتها المختلفة من أبرز القنوات التي تسمح بتدفق رؤوس الأموال بين وحدات الفائض التمويلي ووحدات العجز التمويلي، لذلك فهي تؤدي دورا هاما في تنشيط الاقتصاد ودعمه، وفي هذا المحور سنحاول الإحاطة بمختلف وظائفها ومتطلبات تكوينها وآلياتها من خلال التطرق للعناصر التالية:

- أسواق رأس المال وظائفها ومتطلبات تكوينها؛
- تقسيمات سوق رأس المال.

1- أسواق رأس المال وظائفها ومتطلبات تكوينها:

تعتبر أسواق رأس المال جزء مهم من الأسواق المالية التي يتم فيها التعامل على الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات والمشتقات المالية، وقد عرفت تطورات هائلة خلال العقود الأخيرة، وأضحت آلية تمويلية مهمة للشركات والدول والمستثمرين (أفرادا ومؤسسات)، سنحاول فيما يلي التعريف بوظائفها وشروط تكوينها.

1-1- تعريف سوق رأس المال:

يشير سوق رأس المال في معناه العام إلى ذلك الحيز المكاني أو الافتراضي الذي تتلاقى فيه قوى عرض أدوات الاستثمار والطلب عليها¹، أي أنه يوفر فرص الحصول على رؤوس الأموال وتداول مخاطرها. كما يعرف على أنه سوق إصدار وتداول حقوق الملكية وأدوات المديونية طويلة ومتوسطة المدى، وكذا المشتقات المالية.

ويعرف كذلك بأنه ذلك الإطار الذي من خلاله تلتقي وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل، في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل أو في شكل إصدارات طويلة الأجل². ونشير هنا إلى أن أسواق رأس المال غالبا ما يقصد بها السوق المالية بالمعنى الضيق، كما تختزل عادة في سوق الأوراق المالية، باعتبار أن القروض المتوسطة وطويلة الأجل عادة ما يتم توريقها وتطرح

¹ - محمد مجد الدين باكير، محافظ الاستثمار، شعاع للنشر والعلوم، سوريا، 2008، ص40.

² - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية- تحليل وإدارة-، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2004، ص120.

للتداول في أسواق الأوراق المالية¹. أي أنها أسواق متخصصة في الاستثمارات بعيدة المدى والتي تتجاوز فترات سدادها السنة الواحدة، وتتعامل بشكل رئيس بالأسهم والسندات، سواء أكانت هذه الأدوات تعود إلى مؤسسات خاصة أو مؤسسات حكومية أو خزينة مركزية أو مصالح إقليمية

1-2- خصائص أسواق رأس المال

تتميز أسواق رأس المال بالكثير من الخصائص من أهمها نذكر ما يلي²:

- أسواق رأس المال هي أسواق أقل اتساعا من الأسواق النقدية؛
- أسواق رأس المال هي أسواق أكثر تنظيما من الأسواق النقدي، حيث يتواجد فيها الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية الكبيرة؛
- أسواق رأس المال تمثل محور العملية الاستثمارية في الأسواق المالية المعاصرة لقدرتها على تحويل السيولة النقدية إلى أدوات تستمر لفترات طويلة نسبيا، وتحمل عوائد مستقرة ومنتظمة غالبا؛
- عدد المتعاملين بالسوق كبيرا جدا، والمؤسسات التي تعرض أسهمها يجب أن تتميز بحجم كاف من عدد الأسهم؛
- سوق رأس المال يجب أن تكون مفتوحة للجميع بواسطة وسائل الاتصال الحديثة (تلكس، فاكس، شبكة حاسوب، انترنت...)، كما أنها تحقق المساواة التامة بين المتعاملين شراء أو بيعا؛
- تعتبر سوق رأس المال سوقا مستمرة، حيث يمكن من خلالها بيع الأوراق المالية المتداولة بها في أي لحظة؛
- يتم تداول الأدوات المالية (الأسهم والسندات) في سوق رأس المال عن طريق القيد في سجلات المؤسسة إذا كانت تحمل اسم المساهم، أو عن طريق التسليم إذا كانت لا تحمل اسم المساهم.

1-3- وظائف سوق رأس المال

من أهم وظائف سوق رأس المال نذكر الآتي¹:

¹ - خدمة للأغراض البيداغوجية لهذه المطبوعة سيتم استخدام مصطلح أسواق رأس المال والسوق المالية بالمعنى الضيق وسوق الأوراق المالية بشكل متبادل ومترادف، بدلالة واحدة وهي سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل.

² - بالاعتماد على:

- حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص03.

- هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره ص68.

- مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، 2009، ص136.

1-3-1- حلقة وصل بين وحدات الفائض التمويلي ووحدات العجز التمويلي:

تعتبر الوظيفة الأساسية لسوق رأس المال، وذلك من خلال الربط بين الأفراد والمؤسسات التي تقوم بالادخار والتي تكون بحاجة إلى توظيف مدخراتها في مشروعات تدر لها عائداً وبين المشروعات الاستثمارية المنتجة في الاقتصاد، حيث تكون الجهات المنتجة بحاجة مستمرة إلى مصادر مالية تعينها على الاستمرار في تأدية وظيفتها الاقتصادية.

1-3-2- إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية:

تتميز أسواق رأس المال بكونها سوق مستمرة لتداول الأوراق المالية ما يسهم في إقبال المستثمرين على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة إليها.

1-3-3- التسعير العادل للأوراق المالية:

لا شك أن هذه الوظيفة ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالوظيفة الأولى، إذ لا يمكن للسوق إتاحة فرصة بيع الورقة المالية على حساب الأسعار، وتحقيق عدالة الأسعار تتم من خلال إتاحة الالتقاء الواسع للطلب والعرض، كما تسهم الأسواق في تحقيق ذلك عن طريق إلزام المؤسسات المسجلة بها من ضرورة مدها بالمعلومات الكافية عن أعمالها التي قد تؤثر مباشرة على قيمة الأوراق المالية.

1-3-4- تفادي التقلبات العنيفة في الأسعار:

يتميز المتعاملين في أسواق رأس المال بسرعة الانفعالات لسماع أخبار التداول أو أي مستجدات تتعلق بالشركة المدرجة، وما يترتب عليها من توقعات تحكم تصرفاتهم في عملية التداول، والتي تتوقف على مدى التشاؤم أو التفاؤل.

1-3-5- مساعدة المؤسسات في الحصول على ما تحتاجه من تمويل طويل الأجل:

إن الإقبال على شراء الإصدارات الجديدة للمؤسسة المسجلة بالبورصات في شكل أسهم وسندات يكون أكبر مما لو كانت هذه الأوراق المالية لشركات غير مسجلة في البورصة، لأن تسجيلها يعتبر نوعاً

1 - بالاعتماد على:

- عبد الغفار حنفي، قريبا قص رسمية، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص 269-270.

- عبد النافع عبد الله الزرري، غازي توفيق فرج، مرجع سبق ذكره، ص 22 - 23.

- هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 84

- ضياء مجيد، البورصات، أسواق المال وأدواتها - الأسهم والسندات -، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008، ص 10

من الاعتراف بقدرة هذه المؤسسة وكفاءتها بما يخلق درجة معينة من الاطمئنان والثقة في أوضاعها، ويسهل هذا من توجيه المستثمرين لمدخراتهم نحو هذه الأوراق المالية.

1-3-6- أسواق رأس المال مؤشر مهما لمعرفة الحالة الاقتصادية:

تساعد أسواق رأس المال في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها، فحجم المعاملات يعبر عن أهمية الأموال السائلة المتداولة وكذلك فإن الأسعار التي يتم التعامل بها تتبئ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة.

1-3-7- توفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر

تسمح هذه الوظيفة بتكوين المحافظ المالية التي تحقق أكبر العوائد عند مستويات الخطر المقبولة.

1-4- متطلبات تكوين أسواق رأس المال:

- إن نجاح أسواق رأس المال في تأديتها وظائفها يستوجب توفر جملة من المتطلبات المالية والاقتصادية والسياسية والقانونية والاجتماعية، نوجز أهمها في الآتي¹:
- توفر المناخ الاستثماري الملائم، لاسيما ما تعلق بالتشريعات ومدى استقرارها؛
- تحديد دور رأس المال في سيرورة الاقتصاد، فتعبئة المدخرات وتوجيهها للاستثمارات يجب أن يكون مجديا ماليا واقتصاديا؛
- توفر المدخرات المعروضة للاستثمار ووجود طلب كاف عليها؛
- أن يتسم السوق بالطاقة الاستيعابية الكافية؛
- تنوع أدوات الاستثمار المالي ذات المزايا المختلفة ووجود مؤسسات مالية ومصرفية من كافة الاختصاصات لتؤدي دورها في عدة اتجاهات من أهمها تعبئة المدخرات وتوليد الفرص الاستثمارية وبلورتها في شكل مشاريع محددة والترويج لها والوساطة لتحقيق التقاء العرض و الطلب؛
- يجب أن يتسم السوق بالمرونة، بمعنى أن المستثمر يمكنه نقل أمواله من المشروعات إلى أخرى بسهولة...؛

¹ - بالاعتماد على:

- مصطفى عبد الكافي، مرجع سبق ذكره، ص31-32

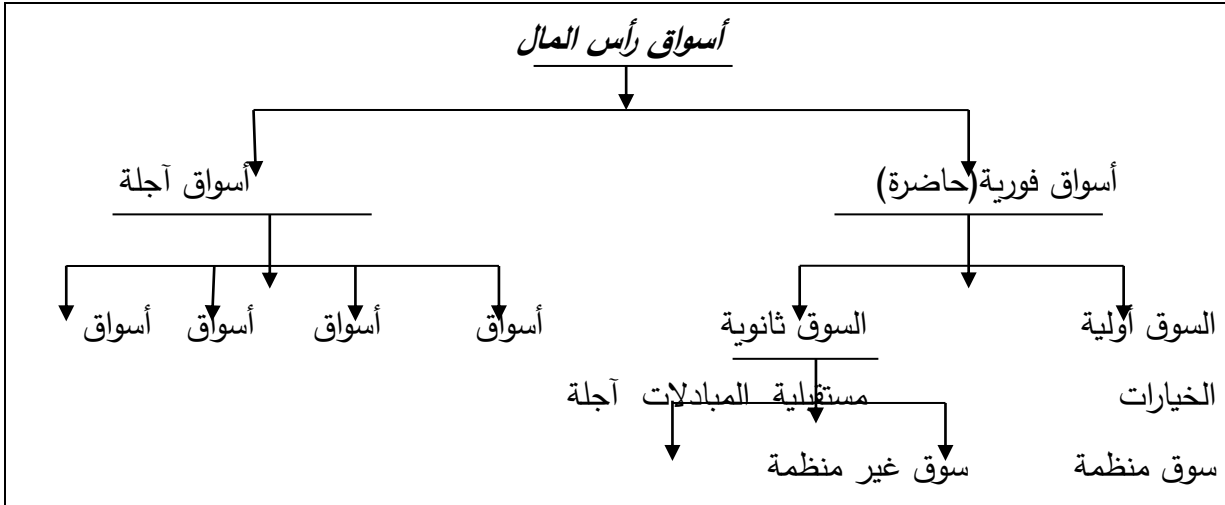
- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2010، ص26-27

- وجود قوانين مالية وضريبية ملائمة؛
- إنشاء البورصات التي تعبر عن أهم وسيلة لتعبئة الموارد المالية للاستثمار والادخار؛
- أن تتسم البيئة السياسية والنقدية والمالية بالاستقرار؛
- توفر نظام معلومات فعال؛
- انتشار الثقافة المالية المساندة للتوظيف عن طريق أسواق المال ومساهمة وسائل الإعلام (بمختلف أنواعها) في إرساءها، وانتشار الوعي الادخاري والاستثماري.

2- تقسيمات أسواق رأس المال:

تنقسم سوق رأس المال (السوق المالية بالمعنى الضيق) من حيث المبدأ إلى سوقين هما: أسواق فورية تنفرع إلى السوق الأولية والسوق الثانوية، وأسواق آجلة تتضمن أسواق العقود المستقبلية؛ أسواق عقود الخيارات؛ أسواق المبادلات؛ أسواق العقود الآجلة، يمكن تلخيصها في الشكل التالي:

الشكل رقم (1): تقسيمات سوق رأس المال



2-1- الأسواق الحاضرة (الفورية):

يطلق عليها في العديد من الدول أسواق الأوراق المالية اختصاراً، حيث يتعامل فيها على الأوراق المالية طويلة الأجل التقليدية (أسهم - سندات)، وتنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً إتمام الصفقة، وذلك

بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزءا منها، أما عن كيفية التداول فتتم في الأسواق منظمة أو في الأسواق غير منظمة من خلال بيوت السمسرة والبنوك التجارية...الخ¹.

2-1-1- السوق الأولية:

تسمى كذلك بسوق الإصدارات، حيث تنشأ فيها العلاقة بين المدين والدائن أو الشركة المصدرة للسهم لأول مرة والشركة أو البنك الاستثماري المكتتب فيها لأول مرة، أين يتم من خلالها تحويل المدخرات النقدية إلى استثمارات جديدة.

وتتم عملية الإصدار إما بأسلوب مباشر وذلك بقيام الشركة المصدرة للأوراق المالية ببيعها مباشرة للمستثمرين في السوق دون تدخل وسطاء، أو بأسلوب غير مباشر حيث يتم بيع الأوراق المالية إلى الوسيط الذي يتولى بدوره مهمة بيعها مرة أخرى للمستثمرين، أو باستعمال أسلوب المزاد العلني الذي يتم بدعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد بيعها وسر البيع، حيث يتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم بيع كل الإصدارات².

2-1-2- السوق الثانوية:

تسمى سوق التداول، وفيها يتم إعادة بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، حيث تنتقل ملكية الورقة المالية من البائع إلى المشتري طبقا لسعر السوق السائد في وقت إبرام الصفقة، وقد يكون ذلك في سوق منظمة أو سوق غير منظمة، وتبعاً لذلك يحصل بائع الورقة المالية في السوق الثانوية على قيمتها وليست الشركة أو الجهة المصدرة لها.

تجدر الإشارة إلى أن السوق الأولية والسوق الثانوي تربطهما علاقة وثيقة وقوية، فلو لا وجود السوق التي تباع فيها الأوراق المالية لأول مرة لما وجد ما يتداول في السوق الثانوية ولما استطاعت الوحدات الاقتصادية تلبية احتياجاتها التمويلية، كما أنه لولا وجود السوق الثانوية وسيرها الحسن لصعب تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، ومن مظاهر العلاقة القوية بين السوقين أنه إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة أو أسعار الأسهم في السوق الثانوية فإن هذا يؤثر بنفس الاتجاه وإيجاباً على أسعار الأسهم وأسعار الفائدة في السوق الأولية والعكس صحيح³.

والجدول الموالي يلخص الفروق الأساسية بين السوقين:

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصرن 1999، ص06.

² - مصطفى عبد الكافي، مرجع سبق ذكره، ص72

³ - زياد رمضان، مروان شموط، لأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص16.

الجدول رقم (01): أهم الفروقات بين السوق الأولية والسوق الثانوية

معيار التفرقة	السوق الأولية	السوق الثانوية
الوظيفة الأساسية	الإصدار	التداول
المتدخلون	الشركات، البنوك، الحكومة الأفراد، المؤسسات المختصة، الجمهور.	كلهم ما عدا الحكومة.
طبيعة الإصدارات	جديدة	قديمة.
المؤسسات المختصة في جمع الادخار.	الحكومة، البنوك، صناديق الادخار، البريد.	البنوك، المؤسسات المالية المختصة، الوسطاء.
الزمن	ظرفية	دائمة.

ما يلاحظ حول السوقين الأولية والثانوية هو وجود علاقة وثيقة وقوية بينهما، فلولاً وجود السوق التي تباع فيها الأوراق المالية لأول مرة لما وجد ما يتداول في السوق الثانوية ولما استطاعت الوحدات الاقتصادية تلبية احتياجاتها التمويلية، كما أنه لولاً وجود السوق الثانوية وسيرها الحسن لصعب تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية. ومن مظاهر العلاقة القوية بين السوقين أنه إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة أو أسعار الأسهم في السوق الثانوية فإن هذا يؤثر بنفس الاتجاه وإيجاباً على أسعار الأسهم وأسعار الفائدة في السوق الأولية والعكس صحيح¹.

ومن جهة أخرى تنقسم السوق الثانوية أو سوق التداول إلى: أسواق منظمة (البورصات) وأسواق غير منظمة؛

أ- **السوق المنظمة:** يُقصد بها بورصة الأوراق المالية، تتداول فيها الأوراق المالية المدرجة، وتتميز بوجود موقع جغرافي محدد، يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية بموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتوقيعات محددة من طرف لجنة البورصة وتتحدد في هذا السوق شروط العضوية والتداول وفق الأنظمة القانونية². وعموماً يمكن حصر أهم ميزاتها في ما يلي:

¹ - زياد رمضان، مروان شموط، "الأسواق المالية"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص16.

² - عبد الوهاب يوسف احمد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2008، ص22.

- وجود مكان محدد للتعامل بالأوراق المالية؛
 - وجود إجراءات محددة لتداول الأوراق المالية؛
 - يتم تسجيل الأوراق المالية في هذه السوق وفقا لقواعد معينة.
- يتم في السوق المنظمة تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة وهي الشركات التي تستوفي شروط الإدراج التي تضعها لجنة الأوراق المالية بالبورصة والمتعلقة ب: أرباح الشركة وحجم أصولها والحصة المتاحة للجمهور من خلال الاكتتاب العام وعدد المساهمين وسمعة الشركة على مستوى الصناعة...
- ب- السوق غير المنظمة:** هي سوق ليس لها إطار مؤسسي أو هيكل تنظيمي محدد ولا تحوز على موقع جغرافي ثابت (ليس لها إطار زمني ولا مكاني) يتم التعامل فيها على الأوراق المالية غير المدرجة بالإضافة إلى الأوراق المالية المدرجة في البورصة، ويتحدد سعر الورقة المالية فيها طبقاً للتفاوض.
- إن ما يميز تداولات هذه السوق هو اتسامها بسهولة التعامل بحكم تحررها من القيود والشروط التي يفرضها التعامل في السوق المنظمة، وتحدث عملية التبادل فيها من خلال مكاتب المتعاملين وسماسة السوق، حيث يتوافر لديهم البيانات الكاملة عن الأوراق المالية محل التعامل وأسعارها. ويتم الربط بين المتعاملين في هذه السوق من خلال شبكة اتصالات قوية¹.
- ويندرج ضمن السوق غير المنظمة ما يعرف بالسوق الثالثة والسوق الرابعة².
- **السوق الثالثة:** تمثل جزء من السوق غير المنظمة، تتكون من الوسطاء والسماسة غير الأعضاء في السوق المنظمة رغم أن لهؤلاء الحق في التعامل في الأوراق المالية المقيدة في البورصة، في حين أن أعضاء السوق المنظمة ليس لهم الحق في إجراء تعاملات خارج السوق المنظمة على الأوراق المالية المقيدة بها.
 - **السوق الرابعة:** يتم التعامل في هذه السوق بين الشركات الاستثمارية الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين دون اللجوء إلى السماسة، وتتميز هذه السوق بسرعة إتمام الصفقات وبتكلفة أقل ويتم التعامل فيها من خلال شبكة الاتصالات.

¹ - عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحويل لاقتصاد السوق، مرجع سبق ذكره، ص9.

² - بالاعتماد على:

- محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره، ص7-8.

- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص79-80.

2-2- الأسواق آجلة:

يطلق عليها أسواق المستحقات والابتكارات المالية، وهي تتعامل في أصول غير حاضرة يتفق على تسليمها أو تسويتها في تاريخ لاحق، وتتعامل على وجه الخصوص بالخيارات والعقود الآجلة والمستقبلية، والمبادلات، بغرض تخفيض أو تجنب مخاطر تقلبات السوق، و بناء عليه تنقسم أسواق رأس المال الآجلة إلى¹: أسواق لـ عقود الخيارات، العقود المستقبلية، العقود آجلة، المبادلات.

2-2-1- أسواق الخيارات:

يعرف عقد الاختيار بأنه العقد الذي يعطي لحامله الحق في أن يبيع أو يشتري أصل مالي بسعر محدد سلفاً في تاريخ معين أو خلال فترة محددة على أن يكون له الحق في أن ينفذ أو لا ينفذ عملية البيع أو الشراء، فمحل عقد الاختيار هو مجرد الحق في تنفيذ العقد بالشراء أو بالبيع أو عدم تنفيذه دون التزام قاطع مقابل مبلغ معين غير قابل للرد يدفع للطرف الثاني (محرر العقد) على سبيل التعويض.

2-2-2- أسواق العقود المستقبلية:

هي أسواق منظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية بعقود ذات شروط وبنود نمطية موحدة، وبأسعار محددة وقت التعاقد، على أن يتم التسليم ودفع الثمن في تاريخ لاحق محدد.

2-2-3- أسواق المبادلات:

عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية، وترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين أو بقيمة عملات أجنبية، ويوجد نوعان للمبادلات هما مبادلات أسعار الفائدة ومبادلات أسعار الصرف (العملة)²، يتم استخدام المبادلات للتحوط ضد المخاطر، ولا تخضع هذه العقود لشروط نمطية محددة فقد يملئ كل طرف شروطه، لذا يتم تداولها في الأسواق غير المنظمة فقط.

¹ - زكريا سلامة عيسى شنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالي- من منظور الاقتصاد الإسلامي-، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2009، ص46-47.

² - طارق حماد عبد العال، المشتقات المالية، الدار الجامعية، 2003، الإسكندرية، ص213.

2-2-4- أسواق العقود الآجلة:

تعتبر العقود الآجلة غير قابلة للتداول، تعطي لحاملها الحق والالتزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقا وبسعر يحدد مسبقا أيضا. ويظهر هنا سعران أحدهما يعرف بسعر التسليم الذي هو السعر السائد والآخر يعرف بالسعر الآجل، يتساوى السعران وقت التعاقد، إلا أن السعر الأول يكون ثابتا والسعر الثاني يكون قابلا للتغير¹.

وتبعاً لذلك فإن العقود الآجلة لا توفر الحماية لطرفي العقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد حيث لا يمكن التخلص منها عن طريق البيع في الأسواق المالية كما هو الحال بالنسبة للمستقبليات².

ما نخلص إليه هو أن العمليات التي تتم السوق الفورية تنفذ فوراً، أي تسليم الأدوات المالية المشتراة وسداد ثمن الصفقة فوراً، وقد يكون أجل التسليم خلال أيام (T+0. T+3....)، وعادة ما تتضمن الأوامر المتعلقة بالعمليات العاجلة بيان نوع الأوراق المالية وكميتها المطلوبة أو المعروضة وكذا تحديد السعر الذي يرغب الزبون إتمام العملية به ويمكن أن تتم هذه العمليات من خلال الشراء بكامل الثمن أو الشراء بالهامش حيث يقترض المستثمر جزء من الثمن بفائدة لشراء الأوراق المالية مع التسليم حالاً؛ أو من خلال البيع على المكشوف أو البيع القصير حيث يتم فيه بيع أوراق مالية (أسهم) لا يملكها البائع عند إتمام عملية البيع، ويتم التسليم الفعلي بواسطة أوراق مالية مقترضة من وكيله، مراهنا على هبوط أسعارها، لشرائها وإعادتها لوكيله .

أما العمليات الآجلة التي تتم في الأسواق المستقبلية فيتم تنفيذها في المستقبل، كأن يتم شراء الأوراق المالية ويتم التعاقد عليها الآن ولكن التسليم سيتم بعد فترة زمنية قد تطول إلى عدة شهور بهدف التغطية من المخاطر، وعندما يحين أجل استحقاق هذه العمليات يكون المستثمر أمام ثلاث حالات، وهي إما التنفيذ عن طريق التسليم والاستلام، أو تصفية الصفقة من خلال حصول أحد أطراف العقد على الفرق بين سعر الورقة وقت الاتفاق وسعرها وقت التنفيذ؛ أو تأجيل العملية من خلال تمديد أجل تنفيذ العملية على أمل تحقيق توقعات الأطراف³.

¹ - مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص 173.

² - عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 24.

³ - عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص

أسئلة التقويم الذاتي:

- حدد تعريف دقيق لأسواق رأس المال؟
- ما هي وظائف أسواق رأس المال؟
- ما هي شروط نجاح أسواق رأس المال؟
- قارن بين أسواق رأس المال وأسواق النقد؟
- تقسم أسواق رأس المال حسب أطراف التعامل إلى السوق الأول والسوق الثانية والسوق الثالثة والسوق الرابعة، اشرح ذلك؟
- ما هي مكانة أسواق رأس المال في التمويل الاقتصادي؟
- ما الفرق بين التمويل المباشر والتمويل غير المباشر؟
- اشرح أهم خصائص اقتصاديات المديونية واقتصاديات الأسواق المالية؟

المحور الثالث

مؤسسات وهيئات أسواق رأس المال

- 1- الهيئة العامة للسوق
- 2- بورصة الأوراق المالية
- 3- مركز الإيداع والحفظ المركزي
- 4- هيئة المقاصة والتسوية
- 5- صندوق ضمان السوق
- 6- تنظيم سوق رأس المال في الجزائر

المحور الثالث: مؤسسات وهيئات أسواق رأس المال

إن نجاح أسواق رأس المال في وظائفها يرتكز على مدى توافر المكونات التنظيمية لهذه السوق، وقيامها بوظائفها وفق متطلبات الحوكمة والمعايير الدولية ذات السلطة، ومن أهم هذه الهيئات نجد، هيئة السوق، بورصة الأوراق المالية، مركز الإيداع والحفظ المركزي والمقاصة والتسوية،... الخ.

1- هيئة السوق:

تمثل هذه الهيئة السلطة العليا في أسواق رأس المال، وذلك باعتبارها سلطة تشريعية وتنظيمية، وهيئة إشراف ورقابة على أعمال البورصة والوسطاء وكافة ممارسات المتدخلون في السوق، وتختلف تسميتها من دولة إلى أخرى، ففي الولايات المتحدة الأمريكية تدعى هيئة السوق المالية (SEC)، وفي فرنسا لجنة تنظيم البورصة (COB)، أما في الجزائر فتدعى لجنة تنظيم ومراقبة على عمليات البورصة (COSOB). فمثلا لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB) تتشكل من رئيس يُعين بموجب مرسوم رئاسي لمدة 04 سنوات، وستة أعضاء يعينون بقرار من وزير المالية لمدة 04 سنوات¹. وتتركز مهامها في الحرص على حماية المستثمرين في القيم المنقولة، والعمل على ضمان السير الحسن وشفافية سوق القيم المنقولة.

تعتبر هذه اللجنة السلطة الوحيدة التي تعطي تأشيرة الدخول للبورصة سواء للمؤسسات التي تطرح أوراقها للاكتتاب أو للوسطاء ومختلف المتعاملين، فهي تمارس مهامها كسلطة تنظيمية وإشرافية وسلطة مراقبة وضبط للسوق المالية بالإضافة لمهامها كسلطة تأديبية.

2- بورصة الأوراق المالية:

1-2- تعريف البورصة:

تعرف البورصة من الناحية المادية بأنها مكان محدد يعقد فيه اجتماع بصفة دورية بين وسطاء السوق لتنفيذ أوامر عملائهم التي تم تلقيها قبل وأثناء فترة العمل (في البورصة)، كما يمكن أن تعرف على أنها تنظيم يتم من خلاله التقاء العرض والطلب بأي وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة للتعامل في الأوراق المالية التي تتوفر فيها شروط محددة وفقا لقواعد ونظم معينة، حيث يتم تلاقي عروض البيع وطلبات الشراء بأموال أو قيم أو خدمات مختلفة.

¹ - بورصة الجزائر، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=152> 2021/05/11.

2-2- المتدخلون في بورصة الأوراق المالية:

يتعدد المتدخلون في بورصة الأوراق المالية، وعموماً يمكن حصرهم في ثلاث فئات رئيسية وهي، عارضو الأموال، طالبو الأموال، الوسطاء.

2-2-1- العارضون لرؤوس الأموال

يقصد بعارضو رؤوس الأموال مختلف الجهات التي تتوفر على الفوائض المالية، فبدلاً من تجميدها يتم توظيفها في شراء الأوراق المالية من السوق مؤقتاً، أو لفترة ممتدة من الزمن، وذلك من أجل تلافي الانخفاض في القوة الشرائية للنقود مستقبلاً، ويتمثل عارضو رؤوس الأموال أساساً في:

أ- الجمهور: هم الأفراد الذين يستثمرون في السوق المالية بصورة مباشرة أو غير مباشرة، أي باستعمال صندوق من الصناديق الجماعية للاستثمار ويكون هدفهم الأساسي تحقيق أكبر عائد ممكن.

ب- المستثمرون المؤسستين: تتكون هذه الفئة من البنوك وفروعها، شركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الإيداع، شركات الاستثمار...، ويعتبر هؤلاء من المتدخلين المهمين في السوق المالية في معظم الدول المتقدمة، وذلك لما تؤديه في تحقيق استقرار الأسواق المالية وعوائدها¹.

2-2-2- طالبو رؤوس الأموال

يقصد بهم مختلف الأعوان الاقتصاديين الذين لهم عجز في رؤوس الأموال (نقص في السيولة) لتمويل مشاريعهم واستثماراتهم، ومن أبرزهم نذكر ما يلي:

أ- الدولة: تعتبر الحكومات من المتدخلين الرئيسيين في السوق المالية، خاصة في أسواق السندات، حيث تعتبر إصدارات الحكومات هي أفضل الإصدارات من حيث المخاطر. إذ عادة ما تلجأ لمثل هذه الإصدارات لتغطية العجز في الميزانية العمومية أو تمويل المشاريع التنموية المختلفة.

ب- الشركات: تلجأ الشركات إلى أسواق المال للحصول على رؤوس الأموال بغرض تدعيم أموالها، خاصة بإصدار الأسهم وتداولها فيما بعد، أو بإصدار السندات والحصول على ديون متوسطة وطويلة الأجل وتداولها أيضاً وبذلك تحصل على الأموال الدائمة لتمويل استثماراتها وتوسعاتها.

¹ - محفوظ جبار، تنظيم وإدارة البورصة، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثالث، دار هومة، الجزائر، 2002، ص13.

ت- **الوسطاء**: الوسيط هو شخص طبيعي (فرد) أو شخص معنوي (شركة، بنوك...)، يركز عملهم على القيام بمهمة الوساطة بين الجهات التي تقوم بإصدار الأوراق المالية والتي تمثل جانب العرض في السوق المالية وبين الجهات التي تقتني هذه الأوراق والتي تمثل جانب الطلب فيه. وقد يكون هذا السمسار سمسار بعمولة أو سمسار قاعة البورصة أو سمسارا تاجرا أو سمسار متخصصا؛ وعموما فإن من أهم مهام الوسطاء نذكر¹:

- **السمسرة**: تتضمن أعمال السمسرة قيام السمسار بمجموعة من الأعمال بناء على الأوامر التي يصدرها إليه العميل.

- **صناعة السوق** وذلك لممارسة مهمة بيع وشراء الأوراق المالية بموجب ترخيص تمنحه إياه إدارة السوق، يسعون دائما لتحقيق توازن السوق والحفاظ على استقراره.

- **قيام الوسيط بتغطية الإصدارات الأولية**؛ حيث أنه إذا لم يستطع تسويق الإصدارات الأولية يقوم هو بنفسه بشرائها لحسابه الخاص وهذا لا يمكن تحقيقه إلا إذا كان الوسيط مؤسسة مالية كبنك استثمار أو شركة استثمارية.

- **تقليل المخاطر والمصاريف التي يتحملها المستثمر.**

3- مركز الحفظ والإيداع المركزي:

3-1- تعريف الحفظ والإيداع المركزي:

يقصد بالإيداع المركزي كل نشاط يتناول إيداع وحفظ الأوراق المالية لغرض إجراء المقاصة والتسوية للمراكز المالية الناشئة عن عمليات التداول وقيد حقوق الرهن عليها. أي أنه يتم من خلاله إمساك سجلات بملكية الأوراق المالية وحقوق الرهن المقيدة عليها، ويقوم نظام الإيداع المركزي على مبادئ عديدة من بينه نذكر²:

- تجريد الأوراق المالية من دعامتها المحسوسة وتحويلها إلى قيود في الحساب؛
- تنفيذ عقود التداول بين الوسطاء الماليين عن طريق عمليات المقاصة والتسوية؛
- نقل ملكية الأوراق المالية بالتحويل بالطرق الإلكترونية بين حسابات العملاء لدى أمناء الحفظ عقب إتمام تسوية العمليات الواردة عليها؛

¹ - جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص 27

² - انظر هشام فضلى، تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2005، ص 10.

- إحلال سجلات الأوراق المالية لدى جهة الإيداع المركزي محل سجلات ملكية الأوراق المالية لدى الجهة المختصة؛
- إمسك سجلات بأسماء ملاك الأسهم وغيرها من الأوراق المالية وما يرد عليها من حقوق والتزامات؛
- توزيع المستحقات الناتجة عن الأوراق المالية التي يتم حفظها لدى الشركة بما في ذلك الأصل والعائد وتوزيعات الأرباح وقيم الاسترداد ومدفوعات إعادة الهيكلة؛
- نشر التقارير والمعلومات التي تفصح عنها الجهات التي تصدر الأوراق المالية أو المتعلقة بتلك الأوراق؛
- تقديم الخدمات المتصلة بإصدار الأوراق المالية بالنيابة عن المصدر؛
- إجراء ما يلزم لاستبدال الأوراق المالية عند إعادة هيكلة الجهة المصدرة.

3-2- أهداف نظام الإيداع والحفظ المركزي: يهدف نظام الإيداع والحفظ المركزي إلى تحقيق الأتي:

- إلغاء المخاطر الناتجة عن التعامل في الأوراق المالية المادية في سوق المال؛
- تحقيق الحيافة المركزية للأوراق المالية وذلك من خلال السحب التدريجي للأوراق المالية المادية المتداولة؛
- تسهيل حركة التداول بالبورصة نتيجة للتعامل على أرصدة وقيود دفترية بدلا من الأوراق المالية المادية؛
- تحقيق سرعة دوران رأس المال نتيجة إتمام عملية نقل الملكية في توقيتات ثابتة؛
- زيادة السيولة في السوق.

4- المقاصة والتسوية:

- يقصد بنظام المقاصة والتسوية للأوراق المالية تحديد الحقوق والالتزامات الناشئة عن عمليات تداول الأوراق المالية وتغطية المراكز المالية الناتجة عن هذه العمليات وما يستتبع ذلك من الخصم والإضافة وفقاً لما تم تنفيذه. ويهدف تطبيق نظام المقاصة والتسوية إلى تحقيق الاتي:
- الحد من المخاطر الناتجة عن إتمام عمليات استلام وتسليم الأوراق المالية والقيم النقدية للعمليات التي تتم في سوق الأوراق المالية فيما بين شركات الوساطة.

- تنفيذ عملية المقاصة والتسوية وإتمام عملية نقل الملكية في توقيتات محددة. (T+0). (T+1). (T+2) . . الخ (T هو يوم تنفيذ العملية)
- زيادة معدل دوران الورقة المالية في السوق نتيجة لضمان إتمام التسوية في توقيتات محددة.
- جذب المستثمر الأجنبي وذلك من خلال إتباع المعايير العالمية وتطبيق نظام التسليم مقابل الدفع.
- أما التسوية فيقصد بها إتمام إجراءات الصفقة بقيام البائع بتحويل الأصل المالي إلى المشتري في مقابل قيام المشتري بتحويل مبلغ الصفقة إلى البائع. وتبدأ هذه الإجراءات بعد إتمام المقاصة، حيث تبدأ عملية الدفع وتوثيق نقل الملكية وفق تنظيم معين تديره شركة المقاصة.
- وتتطلب عملية المقاصة وجود حساب للسماح لدى هاتين الجهتين حيث تقوم شركة المقاصة بتسوية جميع الصفقات من خلال إرسال تعليمات لكل من حافظ الأوراق المالية لتحديث قاعدة المالك، وتعليمات لنظام المدفوعات لتحويل المبالغ النقدية بين حسابات السماسرة. وتقوم شركة المقاصة بإرسال تقرير نهائي عن عمليات التسوية لمكتب السماسر.
- ويسهل من عملية التسوية ارتباط شركة المقاصة بحافظ الأوراق المالية محل التعامل. ويمكن أن يتولى عمليتي المقاصة وحفظ الأوراق المالية وتحويل المبالغ النقدية جهة واحدة¹.

5- صندوق ضمان السوق:

- هو وعاء يحتوي على جميع اشتراكات أعضاء التسوية التي تتم التسوية مباشرة على حساباتهم لدى الشركة وبنوك المقاصة سواء لحساب الغير أو لحسابهم.
- وعادة ما يمكن للصندوق ضمان التغطية الورقية من خلال قيامه بتسليم أو تحويل الأوراق المالية المبيعة نيابة عن البائع، أو من خلال التغطية النقدية حيث يقوم صندوق الضمان بالوفاء بقيمة الشراء نيابة عن المشتري. وعموماً يمكن تلخيص أهم أهدافه في الآتي:
- يؤدي دور إيجابي في إتمام تسوية جميع العمليات لأعضاء صندوق الضمان في مواعيدها المحددة.
- تغطية المخاطر الناتجة عن عدم التزام أعضاء صندوق الضمان لتسوية العمليات المقيدة بالبورصة سواء الورقية أو النقدية.
- يوفر المصداقية والثقة لنشاط الوساطة في سوق الأوراق المالية.

¹ - انظر محمد بن إبراهيم السحبياني، آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية، بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بجامعة أم القرى، مكة المكرمة، 2009، ص 5-13، متاح على:

<http://islamport.com/w/amm/Web/5568/5.htm>

- متابعة الشركات الأعضاء يومياً للعمل على إنهاء أي مشكلة قد تؤدي إلى عدم إتمام تسوية العمليات المقيدة والمنفذة بالبورصة.

6- تنظيم سوق رأس المال في الجزائر:

عرفت الجزائر تحولات اقتصادية عميقة منذ بداية عقد التسعينات من القرن الماضي استهدفت في مجملها وضع القواعد الكفيلة بالتحول من اقتصاد يعتمد على التخطيط المركزي إلى اقتصاد يعتمد على آليات السوق، فاتجهت نحو تحرير مختلف جوانب الاقتصاد و إدخال إصلاحات على بيئة الاستثمار الحقيقي والمالي بإرساء ترسانة من القوانين المنظمة لذلك، وقد تم التفكير فعليا في بعث سوق لرؤوس الأموال باعتبارها أداة فعالة ومكان لالتقاء قوى الاستثمار المختلفة ولها دور فعال في توجيه الاقتصاد وتنشيطه. وفيما يلي سنحاول إلقاء نظرة على سوق رأس المال في الجزائر ومختلف تطوراتها، حيث تم إنشاء هيئة سوق المالية وبورصة للأوراق المالية، ثم إدراج تدريجي لمختلف هيئاتها ومؤسساتها.

6-1- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB:

تعتبر لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أعلى هيئة لسوق رأس المال في الجزائر، فهي التي تقوم بالرقابة على السوق الأولية وعلى التداول وتعمل على التأكد من صحة المعلومات التي تقدمها الشركات ضمانا للشفافية، وتعطي تأشيرة القبول للشركات التي تحقق شروط الدخول إلى البورصة، وتتابع التزام الشركات بشروط الإدراج وتراقب عمل الوسطاء ولها وظائف تأديبية وتحكيمية أخرى¹، وقد قامت بإصدار أول تأشيرة لصالح شركة سوناطراك للسماح لها بإصدار سندات الإقراض وللاكتتاب العام، وذلك في 18/11/1997. ثم رياض سطيف وصيدال والأوراسي وأعطت أول اعتماد في 31/03/1998 لإنشاء شركة استثمارات ذات رأس مال متغير SICAV.

6-2- الوسطاء في عمليات البورصة IOB

إن المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23/05/1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة، يخصص حق التفاوض في القيم المنقولة لأعوان مختصين والمدعويين بالوسطاء في عمليات البورصة المادة 05 من المرسوم التشريعي تنص على أنه لا يجوز إجراء أية مفاوضة تتناول فيها قيم منقولة مقبولة في البورصة إلا داخل البورصة ذاتها وعن طريق وسطاء ماليين في عمليات البورصة

¹ - انظر بورصة الجزائر، لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة <http://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=152>

ويكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم

التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 مايو 1993، والمتمثلة في :

-توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية لجهة المصدرة؛

-التداول في السوق لحساب زبائنهم؛

-تسيير حافظة السندات بموجب تفويض؛

-نشاط البيع والشراء كطرف مقابل؛

-عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه؛

-وقد تم توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد

للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين

6-3-3- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

6-3-1- التعريف بشركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

يقع مقر شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، المعروفة اختصاراً بـ SGBV ، في 27 شارع العقيد

عميروش، الجزائر العاصمة، وهي شركة ذات أسهم برأس مال قدره 475200000.00 دينار جزائري،

وقد تأسست بموجب المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في 23 مايو 1993 وتحقق إنجازها في

25 مايو 1997؛ وتمثل الشركة إطاراً منظماً ومضبوطاً في خدمة الوسطاء في عمليات البورصة

بصفتهم الاحترافيين لتمكينهم من أداء مهامهم وفقاً للقوانين والأنظمة المعمول بها، وقد شرعت الشركة

منذ نشأتها في تنصيب الأجهزة التنفيذية والتقنية اللازمة للمعاملات على القيم المنقولة المقبولة في

البورصة. وتدار من طرف مجلس الإدارة يتكون من مدير عام ومجلس إدارة شركة تسيير بورصة القيم

المنقولة من البنوك الستة المساهمين الوسطاء في عمليات البورصة.

6-3-2- مهام شركة تسيير بورصة القيم المنقولة:

تتكفل شركة تسيير بورصة القيم المنقولة بالأنشطة التالية:

-التنظيم الفعلي لعملية الإدراج في بورصة القيم المنقولة؛

-التنظيم المادي لحصص التداول في البورصة وإدارة نظام التداول والتسعير؛

-تنظيم عمليات المقاصة للمعاملات على القيم المنقولة؛

-نشر المعلومات المتعلقة بالمعاملات في البورصة وإصدار النشرة الرسمية للتسعيرة.

ويتم تنفيذ مهام الشركة تحت إشراف لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها. (COSOB)

6-3-3- تسعيرة البورصة:

تتضمن التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقا لسندات رأس المال وسندات الدين.

أ- سوق سندات رأس المال: تتكون من

- السوق الرئيسية: وهي سوق موجهة للشركات الكبرى، يخضع الإدراج فيها لمجموعة من الشروط يمكن إيجازها في الآتي¹:

- يجب أن تكون الشركة ذات أسهم SPA؛
- أن يكون لديها رأس مال مدفوع بقيمة دنيا تساوي خمسة ملايين دينار 5000000 دج؛
- أن تكون قد نشرت الكشوف المالية المعتمدة للسنوات المالية الثلاثة السابقة للسنة التي يتم فيها تقديم طلب القبول؛
- أن تقدم تقريرا تقييميا لأصولها يعده عضو في الهيئة الوطنية للخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة أو أي خبير آخر بحيث تعترف اللجنة بتقريره التقييمي على أن لا يكون عضوا في هذه الأخيرة؛
- أن تكون قد حققت أرباحا خلال السنة السابقة لطلب القبول ما لم تعفيها اللجنة من هذا الشرط؛
- يجب على الشركة إحاطة اللجنة بكل عمليات التحويل أو البيع التي طرأت على عناصر من الأصول قبل عملية الإدراج؛
- إثبات وجود هيئة داخلية لمراجعة الحسابات التي تكون محل تقدير من قبل محافظ الحسابات في تقريره عن الرقابة الداخلية للشركة، وإن لم يوجد ذلك فيجب على الشركة المبادرة إلى تنصيب مثل هذه الهيئة خلال السنة المالية التالية لقبول سنداتها في البورصة؛
- ضمان التكفل بعمليات تحويل السندات؛
- تسوية النزاعات الكبرى بين المساهمين والمؤسسة؛
- العمل على الامتثال لشروط الكشف عن المعلومات؛
- الطرح ما يمثل 20 % على الأقل من رأس مال الشركة للاكتتاب العام في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج؛
- ينبغي أن توزع الأسهم المطروحة للاكتتاب العام على 150 مساهما كحد أدنى في موعد لا يتجاوز تاريخ الإدراج.¹

¹ - بورصة الجزائر، تنظيم البورصة متاح على الموقع الإلكتروني، www.sgbv.dz

- سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة: وهي مخصصة للشركات الصغيرة والمتوسطة، وقد تم إنشاء هذه السوق في سنة 2012 بموجب نظام لجنة عمليات البورصة ومراقبتها رقم 12-01 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 12 جانفي 2012، المعدل والمتمم للنظام رقم 97-03 المؤرخ في 17 رجب 1418 الموافق نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام البورصة القيم المنقولة الصادر في الجريدة الرسمية رقم 41 بتاريخ 15 جويلية 2012.²

إن الإدراج في سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة يتطلب الوفاء بالشروط تتماشى مع طبيعة هذه المؤسسات، فكما هو معلوم تعتبر شروط الإدراج في السوق الرئيسية صارمة نوعا ما وعادة لا تملك المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الشروط اللازمة لتبليتها، لهذا أدرجت بعض التعديلات التنظيمية خلال سنة 2012 على تلك الشروط حيث تميزت بتخفيفها فصارت المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ملزمة بأن:

- تكون على شكل شركة ذات أسهم وينبغي لها أن تعين لمدة 5 سنوات مستشارا مرافقا يسمى "مركي البورصة؛"

- تفتح رأس مالها بنسبة 10% كحد أدنى يوم الإدراج؛

- تطرح أسهمها للاكتتاب العام، على أن توزع على ما لا يقل عن 50 مساهما أو 3 مستثمرين من المؤسسات يوم الإدراج.³

ب- سوق سندات الدين: تتكون سوق سندات الدين من:

- سوق سندات الدين: التي تصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولية.

- سوق كتل سندات الخزينة العمومية: وهي مخصصة للسندات التي تصدرها الخزينة العمومية

للجزائر، وتأسيس هذه السوق في سنة 2008 وتحصي حوالي 28 سند للخزينة العمومية مدرجة في التسعيرة بإجمالي أكثر من 400 مليار دينار جزائري، ويتم التداول على سندات الخزينة، تتنوع فترات استحقاقها بين 7 و10 و15 عاما، من خلال الوسطاء في عمليات البورصة وشركات التأمين التي تحوز صفة المختصين في قيم الخزينة بمعدل خمس حصص في الأسبوع.⁴

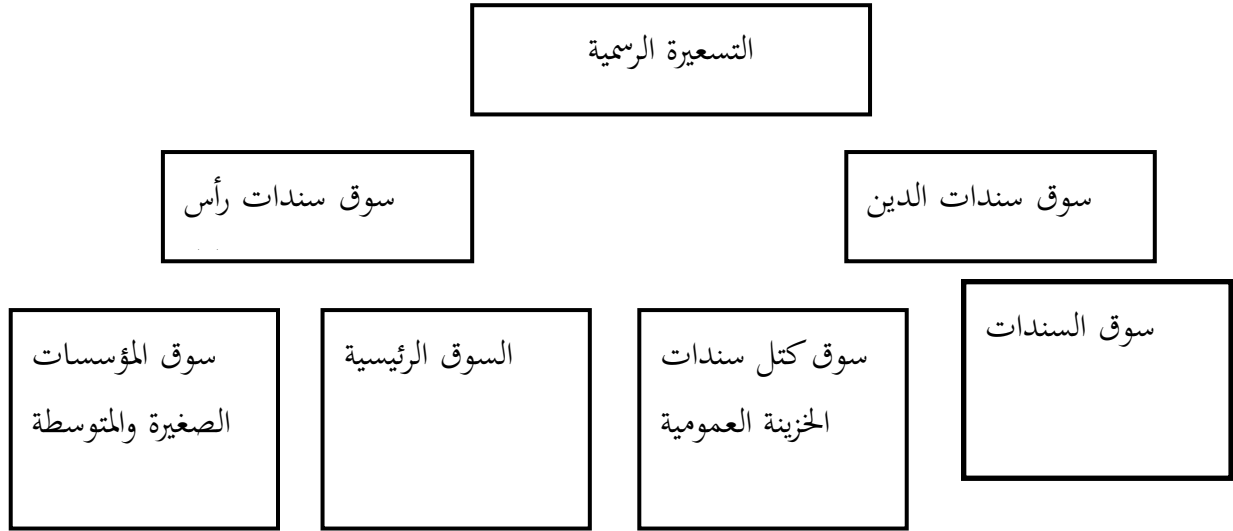
¹ - بورصة الجزائر، أقسام بورصة الجزائر، متاح على <https://www.sgbv.dz/ar/?page=rubrique&mod=145>

² - نفس المرجع

³ - أنظر بورصة الجزائر، شروط الإدراج في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة متاح على الموقع الإلكتروني للبورصة، www.sgbv.dz

⁴ - أنظر بورصة الجزائر، شروط الإدراج في سوق السندات، متاح على الموقع الإلكتروني للبورصة، www.sgbv.dz

الشكل رقم (2): التسعيرة الرسمية لبورصة الجزائر



المصدر: بالاعتماد على وثائق بورصة الجزائر، متاحة على الموقع الإلكتروني، www.sgbv.dz.

6-4- المؤتمن المركزي(الجزائر للمقاصة):

يقوم المؤتمن المركزي بالعديد من العمليات استنادا إلى القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003، من أهمها¹:

- فتح وإدارة الحسابات الجارية للأوراق المالية المفتوحة باسم ماسكي الحسابات حافظي السندات المتدخلين؛
- مركزية حفظ الأوراق المالية تسهيلا لانتقالها بين الوسطاء؛
- انجاز المعاملات لصالح الشركات المصدرة؛
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق؛
- ترقيم الأوراق المالية المقبولة في عملياته.

¹ - انظر المؤتمن المركزي للأوراق المالية في الجزائر <https://www.algerieclearing.dz/index.php/ar>

أسئلة للتقويم الذاتي:

- تؤدي هيئة السوق المالية دور رقابي إشرافي تنظمي، اشرح ذلك؟
- ما هي أساليب طرح الأوراق المالية للاكتتاب في السوق الأولية؟
- ماذا يقصد بنشرة الاكتتاب؟
- ما طبيعة العلاقة بين السوق الأولية والثانوية؟
- ما هي الإجراءات العامة لإدراج مؤسسة في البورصة؟
- ماهي متطلبات استمرارية القيد في بورصة الأوراق المالية
- اشرح باختصار وظيفة السمسرة في أسواق المال؟
- كيف يتم اختيار السمسار المناسب؟
- ما الفرق بين السمسار بعمولة والسمسار التاجر؟
- تحدث باختصار عن الدور الذي يؤديه صناع السوق في تحقيق استقرار أسواق المال؟
- ما هو الدور الذي يؤديه بنك الاستثمار في السوق الأولية؟
- ما هو الدور الذي تؤديه صناديق الاستثمار في السوق الثانوية.
- اشرح باختصار تركيبة سوق رأس المال في الجزائر؟

المحور الرابع

الأسهم والسندات وأساليب تقييمها

1- الأسهم وأساليب تقييمها

- تعريف الأسهم وخصائصها

- أنواع الأسهم

- أساليب تقييم الأسهم العادية والممتازة

2- السندات وأساليب تقييمها

- تعريف السندات

- أنواع السندات

- أساليب تقييم السندات

المحور الرابع: الأسهم والسندات وأساليب تقييمها

تمثل أدوات سوق رأس المال قيم منقولة تصدر من طرف أشخاص معنويين عموميين أو خواص لفترات طويلة؛ ويمكن أن نصنف هذه الأدوات المالية الأساسية من حيث ماهية الورقة إلى أسهم وسندات، سنحاول في هذا المحور الإحاطة بأنواعها وأساليب تقييمها.

1- الأسهم وأساليب تقييمها

تعتبر الأسهم من أهم المصادر التمويلية طويلة الأجل بالنسبة للمؤسسة، وإحدى أهم الخيارات الاستثمارية في أسواق رأس المال المعاصرة، سنحاول فيما يلي التعريف بها، وبأنواعها، وأهم أساليب تقييمها.

1-1- تعريف الأسهم

رغم تعدد التعريفات التي صيغت بها الأسهم، إلا أن أغلبها يمازج بين النظرة القانونية والاقتصادية لها، فقد عرفت على أنها أوراق مالية تمثل جزء من رأسمال شركة المساهمة التي أصدرته¹، يعطي الحق في الحصول على حصة من أرباح وموجودات الشركة إضافة إلى الحق في إدارتها. وعرف السهم كذلك على أنه ورقة مالية تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأسمال الشركة، تقاس مسؤولياته بمقدار ما يحوزه من رأس مال الشركة، ويتم التعامل بالأسهم العادية على مرحلتين:

- **المرحلة الأولى:** يجري الاكتتاب العام عليها في الأسواق الأولية، ينجر عنها حصول المؤسسة على تدفقات نقدية تستخدمها في تمويل نشاطاتها وخططها التوسعية؛

- **المرحلة الثانية:** يتم تداول هذه الأسهم كأداة استثمارية تعرض في الأسواق الثانوية، وبأسعار تخضع لقوى العرض والطلب، وبالتالي فإن هذه المرحلة لا ينجر عنها تدفقات نقدية للمؤسسة. ويمكن التمييز بين أربع قيم للأسهم:

- **القيمة الاسمية:** تصدر الأسهم في الأصل بقيمة اسمية، حيث يتم تقييد اسم المساهم في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة المصدرة، وعند تداول هذه الأسهم في السوق المالية يتم نقل ملكيتها باسم المساهم الجديد.

¹ جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، دار هومة، الجزائر، ط1، 2002، ص7.

- **القيمة السوقية:** وهي قيمة السهم في السوق تتحدد بموجب تفاعل آلية العرض والطلب والتي تتحرك وفقا لمتغيرات داخلية وخارجية بعضها تحت السيطرة والبعض الآخر خارج السيطرة.

- **القيمة الدفترية** وهي قيمة السهم التي يتم حسابها من خلال جمع قيم الأصول المادية والمالية والنقدية مطروح منها قيم الالتزامات بما فيها الحصص المقررة بمعدلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات.

القيمة الدفترية = قيمة حقوق الملكية + الاحتياطات + أرباح محتجزة - أسهم ممتازة / عدد الأسهم العادية¹

- **القيمة التصفوية:** هي القيمة التي يتوقع حامل السهم الحصول عليها إذا ما تمت تصفية الأصول المتداولة والثابتة التي تملكها المؤسسة، وذلك بعد القيام بخصم حقوق الدائنين والموظفين والحكومة منها، ويتم الوصول إلى هذه القيمة عادة بعد تقييم القيمة النقدية التي يتوقع الحصول عليها من كل بند من بنود الأصول عند البيع.

- **القيمة العادلة (الحقيقية):** هي القيمة الاقتصادية الأساسية للسهم الصادر عن شركة ما، التي تعبر عن العائد الذي من المتوقع أن تعطيه الأسهم مستقبلا، وهي تساوي حاصل قسمة العائد المتوقع على معدل العائد المطلوب

1-2- أنوع الأسهم:

يمكن تقسيم الأسهم حسب العديد من معايير منها طريقة التداول، الحصة المدفوعة والحقوق المكفولة.

1-2-1 أنوع الأسهم حسب طريقة التداول:

تنقسم الأسهم وفق هذا المعيار إلى أسهم اسمية وأسهم لحاملها

أ- **الأسهم الاسمية:** تصدر الأسهم في الأصل اسمية بمعنى أنها تقيد اسم المساهم في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة المصدرة، وعند تداول هذه الأسهم في السوق المالية يتم نقل ملكيتها باسم المساهم الجديد.

ب- **الأسهم لحاملها:** وهي أسهم تشبه النقود، ومالك السهم هو الشخص الذي يحوزه، وتنقل ملكيته بمجرد التداول.

1-2-2 أنوع الأسهم حسب طبيعة الحصة المدفوعة:

تتنوع حسب هذا المعيار إلى أسهم نقدية، أسهم عينية، أسهم مختلطة.

¹ - محمد فرح عبد الحليم، الأسواق المالية والبورصات، منشورات جامعة العلوم والتكنولوجيا، صنعاء، اليمن، 2013، ص56

- أ- أسهم نقدية: هي الأسهم يكتب فيها نقدا. بدفع مبلغ مالي للشركة المصدرة.
- ب- أسهم عينية: تمنح أسهم مقابل حصص عينية أو حقوق معنوية كبراءة الاختراع أو علامة تجارية مثلا.
- ج- أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي تمازج بين المساهمة العينية والنقدية.

1-2-3- من حيث الحقوق المكفولة:

- تنقسم الأسهم وفق هذا المعيار إلى: الأسهم العادية والأسهم الممتازة
- أ - الأسهم العادية: يعرف السهم العادي على أنه إصدار عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة يضمن حقوق وواجبات متساوية لمالكيه وي طرح للاكتتاب في السوق الأولية، ويسمح بتداوله في السوق الثانوية، ويعتبر حاملها أكثر الأطراف ارتباطا بحالة الشركة نظرا للالتزامات والحقوق التي يتمتع بها والتي نذكر منها¹:
- حق الحصول على الأرباح ولكن بعد استثناء أصحاب الحقوق الأخرى (الأسهم الممتازة والسندات)،
 - حق الحصول على نصيبه من صافي أصول الشركة بعد التصفية ولكن بعد استثناء أصحاب الحقوق الأخرى؛
 - حق الحضور في الجمعية العامة للشركة ومناقشة تقارير مجلس الإدارة، والحق في التصويت؛
 - حق الأولوية في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس مال الشركة... الخ؛
 - الحق في نقل ملكية السهم: يتمتع حامل السهم العادي بحق نقل ملكية جزء أو كل الأسهم التي يمتلكها ببيعها في السوق الثانوية إذا كانت الشركة مقيدة في البورصة، وإذا لم تكن كذلك يمكن بيع الأسهم أو التنازل عنها بصورة مباشرة، أي من المساهم القديم إلى المساهم الجديد، ولا يحق للمساهم الرجوع للشركة المصدرة للمطالبة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها²؛
 - قابليتها للتداول بالطرق التجارية؛
 - تعبر مخزنا للقيمة وقيمتها تزداد بنجاح الشركة والعكس بالعكس؛
 - الأسهم العادية عادة ما تكون متساوية القيمة في الإصدار الواحد؛
 - مسؤولية السهم تكون بقدر مساهمته في الشركة؛ لا يوجد للسهم العادي تاريخ استحقاق؛

¹ - Paul-Jacques Lehmann , Bourse et Marchés Financiers, 2^e édition, Dunod, Paris, France, 2005 , p 12.

² - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص94.

- القيمة السوقية للسهم تتحكم فيها قوى الطلب والعرض في السوق؛ وفي ظل التطور الذي عرفته سيرورة إصدار الأسهم العادية فقد ظهرت العديد من التوجهات الحديثة فيها، منها¹:

- أسهم عادية لأقسام الإنتاجية: ويقصد بها ربط توزيعات أرباح حملة الأسهم العادية بالقسم الذي يحقق هذه الأرباح في المؤسسة، وقد بدأت بوادرها عندما أقدمت شركة جنرال موتورز على إصدار أسهم بفئة E خاصة بقسم أنظمة المعلومات الالكترونية، والفئة H الخاصة بقسم أجزاء الطائرات.

- أسهم بتوزيعات مخصصة: يتم بيع أسهم لصالح العاملين بالشركة لتوسيع المشاركة في ملكية الشركة وخصم توزيعاتها من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

- أسهم عادية مضمونة: هي أسهم تعطي الحق لحاملها المطالبة بالتعويض عندما تنخفض القيمة السوقية إلى حد معين وعادة ما تكون لفترة محددة بعد الإصدار، حيث يتحصل المستثمرون مقابل ذلك على صكوك تسمى حقوق التعويض مقابل الأسهم المشتراة التي انخفضت أسعارها عند الحد المضمون.

ب- الأسهم الممتازة: هي ورقة مالية هجينة، تقع الأسهم الممتازة بين السندات والأسهم العادية، فهي تجمع في خصائصها بين الصنفين فتشبه السندات من حيث ثبات جزء من عائدها والأولوية في الحصول عليه قبل حملة الأسهم العادية وكذلك عند التصفية. وتشبه الأسهم العادية في تواجدها فهي دائمة وتدفع توزيعات الأرباح بعد الضريبة كما تتم بالنسبة للأسهم العادية، فهي لا تعتبر في حكم المصاريف كالفوائد التي تعفى من الضريبة. وتتمتع بحق تحويلها لأسهم عادية وحق تجميع الأرباح من سنة إلى أخرى.

إن أهم ما يميزها أنها ليس لها تاريخ استحقاق مع إمكانية استدعائها، كما أن حاملها له الأولوية على حملة الأسهم العادية عند التصفية، كما له الحق في توزيعات تتحدد سنويا بنسبة مئوية تحسب على أساس القيمة الاسمية للسهم، وإذا لم تحقق الشركة أرباح أو حققتها ولم توزعها فلا يمكن إجراء توزيعات أسهم عادية في أي سنة لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة خلال

¹ - بالاعتماد على:

- منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر. 2006، ص17

- منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص11-14

السنوات السابقة، كما قد تنص التشريعات خلاف ذلك كأن تربط التوزيعات بالسنوات التي تحقق فيها الشركة للأرباح فقط¹.

كما أن إصدار مزيد من الأسهم الممتازة² يخفض من الأموال المقترضة مقارنة مع الأموال المملوكة، فتزداد طاقتها الاقتراضية مستقبلاً، بالإضافة إلى تمتع المؤسسة عادة بالأحقية في استدعاء هذه الأسهم وتحويلها إلى أسهم عادية، أو شرائها مقابل مبالغ تفوق قيمتها الاسمية، كما يمكن إحلالها بسندات عندما ينخفض سعر الفائدة في السوق، وإصدار سندات بكوبونات منخفضة، ...

ومن عيوبها نذكر ارتفاع تكلفة إصدارها بما يفوق تكلفة الاقتراض، حيث توزيعاتها تفوق العوائد التي لا تخضع للضريبة؛ كما أنها تتميز بمخاطر مرتفعة مقارنة بالسندات، وعوائدها غير مضمونة في أوقات التصفية، بالإضافة إلى إلزامية التوزيعات فحاملها ليس له الحق المطالبة بها لكنه يحتفظ بحقه خلال السنوات القادمة.

من الاتجاهات الحديثة في الأسهم الممتازة نذكر³:

- أسهم ممتازة بتوزيعات متغيرة

- أسهم ممتازة لها الحق في التصويت

1-3-3- تقييم الأسهم العادية والممتازة:

يتأثر تقييم الأسهم بعوامل مباشرة (تحت السيطرة) غير مباشرة (خارج السيطرة). ومن أهم مداخل التقييم نجد مدخل التوزيعات، مدخل الربحية، مدخل التدفقات.

1-3-3-1 تقييم الأسهم العادية

أ- مدخل التوزيعات: باستخدام طريقة صافي القيمة الحالية:

تعتبر من أكثر الطرق استخداماً لتقييم الأسهم، حيث يتطلب تقدير توزيعات السهم المتوقعة في المستقبل وكذا تقدير معدل العائد المطلوب من السهم، ويتم ذلك من خلال حساب التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم، من أجل الوقوف على القيمة الحقيقية للسهم، التي تساوي القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة عبر الزمن.

¹ - محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، منشورات جامعة عين شمس، مصر، 2012، ص14-15

² - للسهم الممتاز قيمة اسمية وقيمة سوقية وقيمة حيوية، أما قيمته الدفترية فهي تساوي قيمته الاسمية ؛ ذلك لأن السهم الممتاز لا يشارك في الأرباح المحتجزة التي تعتبر من حق حملة السهم العادي .

³ - انظر منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص28

فإذا كانت قيمة الاحتفاظ واحدة فإنه يقيم كالتالي¹:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{Dt}{(1+K_e)^t} + P_N (1+K_e)^{-T}$$

أما إذا كانت فترة الاحتفاظ لانهاية فيقيم وفق العلاقة التالية

$$P_{cs} = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{Dt}{(1+K_e)^t}$$

حيث

PCS: القيمة الحالية (الحقيقية).

D_t : التوزيعات السنوية المتوقعة للسهم،

$D_t = D(1+g)$ حيث g معدل النمو المتوقع للتوزيعات

K_e : معدل العائد المطلوب على الأسهم.

P_N : سعر الورقة المالية في نهاية الفترة i

وإذا كانت التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم ثابتة ومتساوية عبر الزمن، فإنه يتم تطبيق نموذج النمو الصفري (توزيعات ثابتة)، أي إذا كانت الأسهم لا تعرف نمو سنوي في التوزيعات (قد يتم توزيع كل أرباحها على حملة الأسهم). وتحسب قيمة السهم الحقيقية كالتالي²:

$$P_{cs} = \frac{D_1}{K_e}$$

أما إذا كانت هذه التوزيعات تعرف نمو ثابت عبر الزمن فيتم تطبيق نموذج النمو الثابت (جوردن شايبرو) الذي يحسب كالتالي:

$$P_{cs} = \frac{D_1}{K_e - G}$$

Dt: ربح السهم في نهاية السنة.

K_e : معدل العائد المطلوب على السهم

G : معدل نمو التوزيعات.

وإذا كانت التوزيعات تتميز بالتقلب من فترة إلى أخرى فيمكن حسابها بالعلاقة التالية:

$$P_{cs} = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{D_t (1+G_1)(1+G_2)...(1+G_T)}{(1+K_e)^T} + \frac{D_N (1+G)}{k_e - G} (1+G)^{-N}$$

1 - عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص202

2 - مصطفى عبد الكافي، مرجع سبق ذكره، ص197

D_0 : تمثل التوزيعات الحالية. D_N : التوزيعات في السنة G : معدل نمو التوزيعات

مثال تطبيقي حول تقييم الأسهم لفترة محددة (فترة الاحتفاظ بالأسهم سنة واحدة)

إذا توفرت لديك المعطيات التالية:

- الأرباح المتوقعة = 4 د
- سعر السهم المتوقع 28 د
- فترة الاحتفاظ بالسهم = 1 سنة
- العائد المطلوب = 10%

احسب القيمة الحالية الحقيقية لهذا السهم؟

$$P_{cs} = \frac{4}{(1+0.1)} + \frac{28}{(1+0.1)} = 28.31 \text{ da}$$

أما إذا كانت فترة الاحتفاظ بالسهم غير محدودة فيمكن تقييم هذا السهم كما يلي:

$$P_{cs} = \frac{D_t}{K_e}$$

$$P_{cs} = 4 / 0.1 = 40 \text{ da}$$

إذا كان مثلًا سعر السهم في السوق المالية حاليًا يساوي 25 دينارًا ماذا يفعل المستثمر؟

سيقوم بمقارنة القيمة الحقيقية للسهم 40 دينارًا بالسعر السائد فعلاً 25 دينارًا ويتخذ قرارات البيع والشراء، يتضح جلياً أن المستثمر سيقبل على الشراء لأنه سيتوقع أن يصل سعر السهم في السوق مستقبلاً إلى حدود قيمته الحقيقية الحالية إذا اتصف السوق بكفاءة التسعير.

ب- باستخدام مدخل الربحية: يتم تقييم الأسهم من خلال الأرباح المتوقعة تحقيقها من طرف المؤسسة، ومن أبرز النماذج المستعملة نذكر ما يلي:

ت- نموذج ربحية السهم بمعدل ثابت: بمعنى أن ربحية السهم تنمو بمعدل نمو ثابت، ويتم حساب سعر السهم وفق العلاقة التالية:

$$P_0 = \frac{D_A - D_B}{K_e - G}$$

D_A : تمثل أرباح السهم. D_B : أرباح السهم المنجزة والتي يعاد استثمارها.

K_e : معدل العائد المطلوب ، G : معدل النمو ربحية السهم

ث- مدخل التدفقات النقدية:

القيمة الحقيقية لكل سهم هي القيمة الحالية لكل التدفقات النقدية المستقبلية التي يحققها هذا السهم، وتحسب كالتالي:

$$P_0 = \frac{CF_t - I_e}{K_e - G}$$

CF_t : التدفقات النقدية المتولدة عن الأصل.

I_e : الاستثمار الكلي المتوقع في السهم.

K_e معدل العائد المطلوب و G : معدل نمو التدفقات

الاستثمار الكلي في هذا السهم تعطى بـ

$$I_e = NI_e + \frac{CNM_t}{N}$$

NI_e : الاستثمار الصافي في السهم. CNM_t : التكاليف والمصاريف غير النقدية. N : عدد الأسهم.

اما التدفقات الناتجة عن الأصل فتحسب كالتالي

$$CF_t = D_t + \frac{CNM_t}{N}$$

D_t : ربح السهم.

1-3-2- تقييم الأسهم الممتازة:

يحصل حامل السهم الممتاز على توزيعات نقدية ثابتة بصفة دورية، وللسهم الممتاز قيمة اسمية يصدر بها، وقيمة سوقية ناتجة عن تفاعل قوى الطلب والعرض في السوق المالية وقيمة عادلة حقيقية تحسب

على أساس ربحية السهم الممتاز مقارنة بمعدل الخصم الذي يحسب على أساس عائد الاستثمار

المرغوب في الحصول عليه أو تكلفة الفرصة البديلة. ويمكن حساب قيمة السهم بالمعادلة الآتية¹:

D_p

$P_p =$

K_p

D_p : توزيعات الربح السنوية للسهم الممتاز

¹ - دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص 250-251

kp : العائد المطلوب للسهم الممتاز

كما يمكن استعمال المعادلة أدناه اذا كان الاحتفاظ بالسهم الممتاز لفترة معينة وبيع في آخرها

$$Pp = \sum_{t=1}^{t=T} \frac{Dt}{(1+Ke)^t} + P_t (1+K_e)^{-T}$$

2- السندات:

1-2- تعريف السند:

هو ورقة مالية اقتراضية تعتبر بمثابة اتفاق أو عقد بين طرفين المؤسسة المقترضة والمستثمر المقرض، يتم بمقتضى هذا الاتفاق إقراض المستثمر للمؤسسة مبلغ معين، تتعهد هذه الأخيرة برد قيمة الأصل والفوائد المستحقة على القيمة الاسمية في تاريخ محدد¹.

ومن أبرز خصائص السندات نذكر ما يلي:

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

- لا يحق لحاملها التدخل في إدارة الشركة؛

- يكون من حق حاملها الحصول على فوائد ثابتة؛

- تنتهي علاقة حامل السند بالمقترض حال تسديد قيمتها؛

- تحقق للمقترض ميزة ضريبية وذلك لكون فوائدها تطرح من الوعاء الضريبي.

في الولايات المتحدة الأمريكية يتم عرض أسعار السندات في الصحف المتخصصة على شكل أعمدة وفق طريقة محددة، فمثلا في جريدة وول ستريت يخصص العمود الأول من الجدول إلى اسم السند ومعدل الكوبون وتاريخ الاستحقاق، فمثلا عندما نجد رقم 7018 فهذا يعني أن معدل الكوبون هو 7% يستحق سنة 2018، أما العمود الثاني فيتم فيه ذكر معدل العائد الحالي على الاستثمار، تحسب على أساس الفوائد والأرباح الرأسمالية اللحظية والعمود الثالث يذكر فيه حجم التعامل، أما العمود الرابع فيخصص لسعر الإقبال.

2-2- أنواع السندات

يمكن تقسيم السندات حسب العديد من المعايير، نذكر أهمها في الآتي:

1-2-2- من حيث جهة الإصدار: تقسم السندات حسب هذا المعيار إلى¹:

¹ - مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص 148.

- أ- **سندات حكومية:** وهي سندات صادرة عن الخزينة العامة و هي عبارة عن قروض تمثل الدولة فيها طرف مدين، أما دائنوها فهم البنوك، شركات القطاع العام أو القطاع الخاص بالإضافة إلى الخواص و هذا بهدف تحقيق ما يلي:
- * تغطية العجز في الميزانية العامة.
 - * الإشراف على نشاط البنوك من خلال التأثير على حجم سيولتها.
 - * تنمية الوعي الادخاري لدى الأفراد لضمان عملية الحصول على الموارد المالية اللازمة لتنمية الاقتصاد.
 - * التحكم في الأزمات الاقتصادية، خاصة فترة التضخم حيث تلجأ الدولة إلى إصدار سندات حكومية من حجم السيولة المتداولة، و في حالة الكساد تقوم بشراء السندات و الزيادة في السيولة العامة و ذلك بهدف تحقيق التوازن الكلي.
- ب- **سندات غير حكومية:** و هي التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على أموال لازمة لتمويل مشاريعها، بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة التي من شأنها أن تؤدي إلى انضمام مساهمين جدد و بالتالي ينخفض مقدار الربح المنتظر توزيعه، و من أهم مميزات أنها تصدر بمعدل فائدة اكبر من السندات الحكومية.
- و بالمقابل فان حاملها أكثر تعرض من حامل السندات الحكومية لما يعرف من مخاطر على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين
- 2-2-2- من حيث الشكل:** تقسم السندات حسب شكل السند إلى:

- أ- **السند لحامله:** وهو السند الذي لا يحمل اسم صاحبه حيث تتوفر إمكانية تداوله بالبيع أو الشراء أو بالتنازل، وفي تواريخ استحقاق الفائدة يتقدم حامله للبنك المختص بالكوبون المرفق لتحصيل قيمة الفائدة، ويطلق على هذا النوع من السندات أيضا سندات الكوبون؛
- ب- **السند الاسمي:** وهو السند الذي يحمل اسم صاحبه حيث يتم تسجيله باسم المستثمر، فيتم دفع فوائده بشيكات للشخص المسجل باسمه.

¹ - فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية"، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2008، ص 77.

2-2-3- من حيث تاريخ الوفاء بقيمة السند: يتم تصنيف السندات من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها إلى¹:

- أ- **السندات الدائمة:** وهي سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد والوسيلة الوحيدة للتخلص منها هو بيعها لشخص آخر، وهذا لا يمنع الشركة المصدرة من شراء السندات التي أصدرتها من السوق مباشرة؛
- ب- **السندات ذات تاريخ الاستحقاق المحدد:** هي السندات التي لها تاريخ استحقاق، وفي هذا التاريخ يتقدم حامل السند إلى الشركة المصدرة لكي يسترد القيمة الاسمية للسند؛
- ج- **السندات القابلة للاستدعاء:** وهي سندات تعطي للجهة المصدرة الحق في سداد السندات قبل تاريخ استحقاقها، وتقوم الشركة المصدرة بممارسة حق الاستدعاء اعتمادا على سعر الفائدة السائدة في السوق؛
- د- **السندات ذات العائد الصفري:** هذا النوع من السندات لا يمنح المستثمر فوائد دورية وإنما يحصل المستثمر على فوائد عند تاريخ الاستحقاق أو عند بيع السند وتتمثل الفائدة على هذا النوع من السندات في الفرق بين القيمة التي اشترى بها المستثمر والقيمة الاسمية التي يبيع بها السند؛
- هـ- **السندات ذات معدل الفائدة المتحرك:** يتم فيه تعديل معدل الكوبون بصورة دورية لكي يعكس التضخم، لأن التضخم يجعل الفائدة المتحصل عليها غير كافية لتعويض المستثمر؛
- و- **السندات القابلة للتحويل:** يعني أن السندات المصدرة يمكن تحويلها إلى أسهم عادية، وهي إما اختيارية أي برغبة حامل السند، أو إجبارية عن طريق استدعاء حملة تلك السندات.

2-2-4- من حيث الضمان: وتقسم إلى سندات مضمونة وغير مضمونة²

- أ- **السندات المضمونة:** يتم تغطية هذا النوع من السندات برهن على أصول معينة كالعقارات مثلا. ويجب أن تكون القيمة السوقية للعقار الذي يتم رهنه مقابل السندات المصدرة أعلى من قيمة تلك السندات من أجل ضمانها، وفي حالة عدم قدرة الشركة على دفع قيمة السندات

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص142.

² - عبد النافع الزرري، غازي توفيق فرح، مرجع سبق ذكره، ص164-165.

المستحقة مع الفوائد أو في حالة تصفية الشركة فإنه يتم دفع قيمة السندات من قيمة العقار المرهون بعد تصفيته.

ب - **السندات غير المضمونة:** هي السندات طويلة الأجل غير مضمونة بأي أصل من الأصول بل ضمانها يعتمد على المركز المالي والائتماني للشركة وما تحققه من أرباح.

2-2-5- الاتجاهات الحديثة في السندات: من أهمها نذكر ما يلي:

أ- **سندات صفرية:** سندات تباع بخصم على القيمة الاسمية، وفي تاريخ الاستحقاق يسترد المستثمر قيمتها الاسمية، وإذا رغب في بيعها قبل تاريخ استحقاقها فإنه يعرضها في السوق وبيعهما بالسعر السوقي السائد.

ب- **سندات ذات معدل فائدة متغير:** شاعت هذه السندات بعد تفشي الضغوط التضخمية الذي أدى إلى رفع أسعار الفائدة لتعويض التضخم، ما انعكس على انخفاض قيمة السندات السوقية خاصة طويلة الأجل، ولتفادي الخسائر تم إطلاق سندات بسعر فائدة متغير يتم مراجعته دورياً.

ت- **سندات الدخل:** هي سندات لا يطالب حاملها بالفوائد إذا لم تحقق المؤسسة أرباح، حيث يتم إدراج ذلك في عقد الإصدار، وقد ينص العقد على أخذ الفوائد في سنة لاحقة، أو تحتجز المؤسسة جزء من الأرباح لسداد ذلك.

ث- **سندات رديئة (الجودة):** تم استحداثها في الثمانينات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الشركة التي يديرونها، وذلك بإصدار سندات تستخدم حصيلتها لشراء جانب كبير من أسهمها المتداولة في السوق، فتزداد الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، ما يجعل الاستثمار في هذه السندات محفوف بمخاطر عالية، فترتفع معدلات كوبوناتها لتعويض تلك المخاطر.

ج- **سندات المشاركة:** هي سندات تعطي للمستثمر حق المشاركة في جزء من أرباح الشركة، إضافة إلى الفوائد الدورية التي يتحصل عليها.

ح- **سندات مرتبطة بمؤشرات:** هي سندات يتم ربط أصلها أو معدل الفائدة المقرر عليها بمؤشر معين، كمؤشر السوق، القطاع، معدل التضخم..، بهدف المحافظة على القوة الشرائية للسندات وتحقيق استقرارها، وزيادة الثقة في التعامل عليها.

2-3- اهتلاك السندات:

ما دام السند أصل قرض طويل الأجل عادة، فإن على الجهة المصدرة له أن تسدده حين استحقاق اجله، أو قبل ذلك باهتلاكات السندات معناه تسديدها، واهتلاك السندات عدة طرق ينص عليها نظام إصدار السندات، فاختيار الطريقة يرجع إلى الجهة المصدرة عادة، و من هذه الطرق نذكر ما يلي¹:

2-3-1- السداد الجزئي للسندات:

تكون عملية السداد الجزئي للسندات قبل آجال استحقاق القرض المجرأ، أما مقدار الجزء المسدد من قبل الشركات المصدرة فيتوقف على الإمكانيات المالية المتاحة لها، وبناء على نص قانوني خاص بهذه العملية في نظام الإصدار.

2-3-2- تكوين احتياطي استهلاك السندات:

قد ينص نظام الإصدار على شرط تكوين احتياطي خاص باهتلاك السندات، وفي هذه الحالة تصبح عملية التسديد إلزامية وقانونية، ويشكل هذا الاحتياطي بعدة طرق منها:

- كان يخصص مبلغ ثابت معين ينص عليه العقد.
- تخصيص مبلغ يكفي لاستهلاك نسبة معينة من السندات المصدرة.
- تخصيص نسبة مئوية من الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة.

2-3-3- السداد التدريجي:

تصدر بعض الشركات نوعا من السندات يمكن أن تطلق عليها اسم السندات ذات مواعيد استحقاق المتسلسل، ومعن ذلك أن السندات المصدرة تستحق السداد دفعة واحدة، بل تسدد في تواريخ استحقاق متوالية، وحسب هذه الطريقة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبطة، حيث يستحق سداد كل مجموعة في السنة الموالية لاستحقاق المجموعة التي تسبقها، يؤدي هذا النوع إلى سداد السنوات تدريجيا وبطريقة منظمة معروفة لجميع الأطراف.

2-4- تقييم السندات:

تقييم السندات عادة من خلال نموذج السندات ذات العائد الصفري؛ نموذج السندات ذات القسائم؛ نموذج السندات القابلة للاستدعاء.

¹ مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية (البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال) أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، الجزء الأول، 1993، ص 76 - 77.

2-4-1- نموذج السندات ذات العائد الصفري: هو سند لا يعطي لحامله أي تدفقا دوريا حتى تاريخ الاستحقاق، أي يتم دفع مبلغ ثابت في تاريخ مستقبلي، ويسمى بالسند المخصوم لـ (t) من السنوات؛ حيث يتم تسعير السندات يعتمد على القيمة الاسمية و سعر فائدة الإصدار وكذا عدد الفترات المتبقية، و عدد الفترات الآجلة، ومعدل العائد المطلوب، وفق العلاقة التالية:

$$p_b = \sum_{i=1}^{t-1} \frac{I_i}{(1+Ke)^i} + \frac{P_n}{(1+K_e)^n}$$

P_b : القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يباع بها السند (القيمة الحالية)

P_n : القيمة الاسمية للسند.

I : الفائدة السنوية الدورية (الأصل X i).

Ke : معدل العائد المطلوب (الفائدة المرغوب تحقيقها).

t : مدة استحقاق السند (السنوات ..). n . الفترة

2-4-2- نموذج السندات ذات القسائم: يعبر العائد المتوقع من السند عن القيمة التي يحصل عليها حامل السند عند الاستحقاق، وتدعى بالقيمة المستقبلية، وقد تكون أعلى من قيمة الشراء أو أدنى منها أو مساوية لها، وتحسب القيمة الحالية للسند كالتالي

$$P_0 = C_t(1+r)^{-t} + (P_N \times r) \frac{1-(1+r)^{-t}}{r}$$

نموذج السندات القابلة للاستدعاء / هي القيمة التي يحصل عليها حامل السند عند الاستدعاء

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=A} C_t (1+r)^{-t} + S(1+r)^{-A}$$

ويبقى النموذج التالي الأكثر استخداما

$$p_b = \sum_{i=1}^{t-1} \frac{I_i}{(1+Ke)^i} + \frac{P_n}{(1+K_e)^n}$$

مثال تطبيقي: أصدرت شركة الوفاق سندات بقيمة اسمية تساوي 1000 دينار ج، بسعر فائدة اسمي

يساوي 10%، تستحق بعد 10 سنوات، فإذا علمت أن العائد المطلوب يساوي 12%

أحسب القيمة الحالية للسند؟

الحل

$$P_n = 1000, i = 10\%, n = 10, K = 12\%$$

$$P_b = 100/(0.12 + 1) + \dots + 100/0.12 + 1)10 + 1000/ (0.12 + 1)10 = 886.99da$$

أسئلة للتقويم الذاتي

أسئلة نظرية:

- ما أهمية التمويل بالأسهم بالنسبة للمؤسسة؟ وما هي خصائص الأسهم العادية؟
- قارن بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة؟
- ما أهمية التمويل بالسندات، وما هي أنواعها؟
- هل السعي نحو تعظيم قيمة المؤسسة، يعظم ربحية حاملي الأسهم؟
- ما هي الاختلافات الجوهرية بين القيمة الدفترية للسهم العادي والقيمة الدفترية للسهم الممتاز؟

التمرين الأول:

إذا كان من المتوقع أن تقوم شركة بيوفارما بتوزيع 150 دينار جزائري سنويا على السهم الواحد؛ تنمو سنويا بمقدار 3%؛ وكان العائد المطلوب يساوي 10% وسعر السهم في بورصة الجزائر 1000 دينار. ما هو السعر الذي يقبل أن يدفعه المستثمر للحصول على هذا السهم؟

التمرين الثاني:

يتوقع أن يسجل سهم شركة الودادية قيمة سوقية 1300 دج، وربح سنوي متوقع قدره 500 دج، إذا علمت أن فترة الاحتفاظ بالسهم هي سنة واحدة وعائد مطلوب في حدود 8%،

- أحسب القيمة الحالية الحقيقية لهذا السهم؟
- ماذا لو كانت فترة الاحتفاظ بالسهم غير محددة؟

التمرين الثالث:

أصدرت شركة alpha سندات بقيمة اسمية تساوي 2000 دينار، بسعر فائدة قدره 8%، تستحق بعد 5 سنوات، فإذا علمت أن العائد المطلوب يساوي 10%.

أحسب القيمة الحالية للسند؟

التمرين الخامس:

- حققت شركة المنار أرباح أسهم قدرت 10 مليون ون، إذا علمت أن عدد الأسهم هو 2 مليون سهم، والقيمة السوقية للسهم تساوي 30 ون،
- احسب مضاعف الربحية؟ وما هي دلالاته؟
- إذا علمت أن مضاعف الربحية لهذه الشركة كان في السنة السابقة 8، ماذا يعني تغير مضاعف الربحية؟

المحور الخامس

المشتقات المالية

– مفهوم المشتقات المالية

– الخيارات المالية

– العقود المستقبلية

– العقود الآجلة

– المبادلات

المحور الخامس: المشتقات المالية

تعد المشتقات المالية من أبرز ملامح التطور في أسواق المال، وقد بدأ التعامل فيها بشكل واضح منذ أوائل السبعينات من القرن الماضي إثر التقلبات الحادة التي شهدتها النظم التمويلية محليا ودوليا، خاصة أسعار الفائدة والعملات، سنحاول في هذا المحور التعريف بها والتفصيل في أنواعها وأهم أساليب تسعيرها.

1- مفهوم المشتقات المالية

1-1- تعريف المشتقات المالية:

تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، الذي قد يكون عملة، أسهم، سندات، أسعار فائدة، مؤشرات... إلخ، ليس لها قيمة في حد ذاتها¹، ويتم تسويتها في تاريخ مستقبلي، كما أنها لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود تعتمد مكاسبها أو خسائرها على الأصل المعني أي الأصل موضوع العقد الذي اشتقت منه². وتتضمن هذه العقود ما يلي:

- * تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل.
- * تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.
- * تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد.
- * تحديد الشيء محل العقد الذي قد يكون (سعر ورقة مالية، مؤشر....).

1-2- المتعاملون في سوق المشتقات المالية:

لقد أصبحت أسواق المشتقات المالية تستحوذ على حصة كبيرة من أسواق المال العالمية، وذلك للاعتبارات التي تدفع المتعاملين إلى اللجوء إليها، خاصة ما تعلق بالمضاربات التي تستحوذ على أكثر من 90% من تداولاتها، بالإضافة إلى التحوط والتغطية والمراجعة التي تعتبر أساس اللجوء إليها. وبناء عليه يمكن حصر المتعاملون في سوق المشتقات المالية في ثلاثة فئات رئيسية وهم: المضاربون، والمتحوظون، والمراجحون.

¹ - هشام السعدني، عقود المشتقات المالية، دراسة فقهية اقتصادية معاصرة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011، ص5

² طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة) ، الدار الجامعية، مصر 2001، ص 7 - 8.

1-2-1- المضاربون:

يعتبر المضاربون من أهم فواعل أسواق المشتقات سواء كانوا مضاربون محترفون أو مضاربون هواة، يتدخلون في السوق من أجل المراهنة على تحركات الأسعار في المستقبل وتحقيق العوائد.

1-2-2- المتحوظون:

أساس التعامل في سوق المشتقات المالية هو التحوط من تقلبات الأسعار في المستقبل، والمخاطرة المصاحبة لها.

1-2-3- المراجحون:

تلجأ فئة من المستثمرين إلى سوق المشتقات من أجل المراجعة بين التدفقات النقدية متأتية من مجموعة الأصول المالية في سوقين مختلفين.

1-3- أنواع المشتقات المالية:

يمكن التمييز بين الأنواع التالية من المشتقات المالية:

- عقود الخيار Options

- العقود المستقبلية Futures Contracts

- العقود الآجلة Forwards Contracts

- عقود المبادلات Swaps

سيتم التفصيل فيها في العناصر التالية.

2- عقود الخيارات:

تعتبر عقود الخيارات من أهم منتجات الهندسة المالية التي شاعت في سبعينات القرن الماضي وتستخدم بشكل واسع للتحوط والمضاربة في الأسواق المالية.

2-1- تعريف عقود الخيارات:

عقد الخيار هو اتفاق يعطي الحق وليس الإلزام لأحد الطرفين في بيع وشراء عدد معين من الأوراق المالية من الطرف الآخر بسعر متفق عليه مقدما، أي للمتاجرة في زمن مستقبلي متفق عليه، وبسعر محدد يعرف بسعر التنفيذ. أي أنه اتفاق للمتاجرة على زمن مستقبل متفق عليه، و بسعر محدد يعرف

بسعر التنفيذ، و هو يعطي الحق لأحد الطرفين في بيع و شراء عدد معين من الأوراق المالية من الطرف الآخر بسعر متفق عليه مقدماً¹.

وبعبارة أخرى هو اتفاق بين طرفين، احدهما مشتري (حامل الخيار) والآخر بائع الخيار (محرر الخيار)، يعطي الحق وليس الإلزام للمشتري إذا رغب في أن يشتري من محرر الخيار أو يبيعه الأصل محل التعاقد (سهم، سند، عملة، مؤشر سوق...)، بسعر معين وفي تاريخ مستقبلي (محدد)، أو خلال فترة سريان العقد، يسمى هذا التاريخ بتاريخ نهاية صلاحية العقد أو تاريخ التنفيذ، وذلك مقابل علاوة يدفعها مشتري الخيار لمحرره².

ولعقد الخيار أركان هي:

* **مشتري الحق:** هو الذي يقوم بشراء حق الخيار ويكون له الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد مقابل مكافأة يدفعها لمحرر الخيار.

* **محرر العقد:** هو الشخص الذي يحرر عقد الخيار أو مشتريه مقابل مكافأة يتحصل عليها مقابل ذلك من مشتري الاختيار.

* **سعر التنفيذ:** يشير إلى السعر وقت إبرام العقد.

* **تاريخ التنفيذ:** تاريخ إبرام العقد.

* **السعر السوقي:** سعر الاصل عند انتهاء الاتفاق.

* **تاريخ الانتهاء:** يشير إلى التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الخيار بتنفيذه.

* **المكافأة:** مقدار مالي يدفعه مشتري الحق للمحرر (بائع عقد الخيار) مقابل أن يكون لمشتري الخيار الحق في تنفيذه أو عدم تنفيذه.

2-2-أنواع عقود الخيارات: يوجد أنواع متعددة من عقود الخيارات وفيما يلي نذكر لأهمها³:

2-2-1- حسب تاريخ التنفيذ: تقسم إلى عقود الخيارات الأمريكية و عقود الخيارات الأوروبية.

¹ خالد وهيب الراوي، الاستثمار مفاهيم تحليل إستراتيجية، عمان، دار المسيرة، 1998، ص 309.

² مؤيد عبد الرحمان الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، إثراء للنشر والتوزيع، عمان، 2012، ص51

³ بالاعتماد على:

- مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص165.

- عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الأوراق للنشر والتوزيع، عمان 2014، ص114.

- محفوظ جبار، مرجع سبق ذكره، ص104.

أ- عقد الخيار الأمريكي: وهو العقد الذي يعطي لحامله الحق في التنفيذ في أي وقت أثناء مدة الخيار، ابتداء من تاريخ إبرام العقد حتى تاريخ انتهاء مدة الخيار.

ب- عقود الخيارات الأوروبية: وهو العقد الذي لا يعطي لحامله الحق في التنفيذ أثناء مدة الخيار، بل يقتصر حقه في التنفيذ على التاريخ المحدد لانتهاء مدة الخيار (يوم الاستحقاق).

2-2-2- حسب نوع الصفقة: تقسم عقود الخيارات وفق هذا المعيار إلى خيارات الشراء و خيارات البيع¹

أ- عقود خيارات الشراء: يعطي الحق لصاحبه في الشراء، و ليس الالتزام بالشراء إذ يكون لصاحب الخيار الحق في شراء الأصل بسعر محدد متفق عليه، و بالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد، فان صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقا للسعر المحدد السابق الاتفاق عليه إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة، وعلى العكس إذا ارتفع سعر الأصل فانه يكون لصاحب الخيار الحق في أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق الاتفاق عليه.

ب- عقود خيارات البيع: يعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفق لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.

و تشير هنا إلى أنه لا يوجد حد أقصى لعدد خيارات الشراء أو البيع لأصل ما، وذلك على عكس الحال بالنسبة للأسهم، و التي تكون متاحة بكمية محددة، وفقا لرأس مال الشركة المصدرة ، فيمكن في أي وقت خلق خيار جديد طالما وجود الطرف الآخر الملتزم، كما يجوز في أي وقت إنهاء خيار ما و التنازل عنه.

و تسمى عملية إنشاء الخيار بعملية الفتح، و عملية إنهاء الخيار بعملية الإقفال، و هنا يمكن للفرد أن يقوم بإنهاء الخيار، و إقفال العملية بإحدى الطرق الثلاثة الآتية:

* الطريقة الأولى: بيع الخيار إلى شخص آخر عن طريق دخول السوق بعملية عكسية.

* الطريقة الثانية: ترك الخيار إلى أن ينتهي تلقائيا إذا ما فقد قيمته، كان يكون سعر السهم في السوق أعلى من السعر المتفق عليه في خيار الطرح.

¹ - محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007، ص215-220.

* **الطريقة الثالثة:** أن يستفيد صاحب الحق من الخيار في ميعاد استحقاقه، و يحصل الطرف الملتزم الذي كتب الخيار على مقابل من المال يسمى بعلاوة الخيار، و يحصل على هذه العلاوة بمجرد توقيع الالتزام، بغض النظر عما قد يحدث لهذا الخيار مستقبلا

2-2-3- حسب مدى تغطية الخيار: تنقسم وفق هذا المعيار إلى خيارات مغطاة وأخرى غير مغطاة¹.
أ- عقد الخيار المغطى: يكون الخيار مغطى عندما يكون لدى البائع رصيد محل التعاقد يكفي للوفاء بالتزامه إذا طلب منه تنفيذ العقد وتسليم الأصل محل التعاقد.

ب- عقد خيار غير مغطى: عندما لا يملك محرره رسيدا كافيا للوفاء بالتزامه، وإذا طلب منه التنفيذ فإنه سيضطر إلى شراء الأصل من السوق وتسليمه.

2-3- تقييم وتسعير عقود الخيارات

يعد تسعير الخيارات من العمليات الصعبة ذلك أن المعادلات الرياضية التي تقييم هذه الأسعار تحتوي على متغيرات قيمتها تتحدد بناء على تنبؤات مستقبلية، وفيما يلي سنحاول الوقوف على آلية عمل الخيارات من جهة وكيفية تحديد ربحية خيار الشراء والبيع

2-3-1- تحديد مكاسب وخسائر عقود الخيارات

تتحدد ربحية عقد خيار الشراء تتحدد إذا كان السعر السوقي < من سعر التنفيذ، وربحية الخيار من وجهة نظر المشتري تساوي السعر السوقي - سعر التنفيذ - العلاوة
 أما إذا كان السعر السوقي يساوي سعر التنفيذ فإن مشتري عقد خيار الشراء يخسر العلاوة
 كما أنه إذا كان سعر السوقي > سعر التنفيذ فإن المشتري عقد خيار الشراء يخسر العلاوة
 أما بالنسبة لربحية بائع عقد الخيار فهي العكس تماما لما يحققه مشتري عقد الخيار.
 وبالنسبة لعقد خيار البيع فربحية مشتري العقد تتحدد كما يلي
 إذا كان سعر السوقي > سعر التنفيذ فإن الربحية تساوي سعر التنفيذ - السعر السوقي - العلاوة
 أما إذا السعر السوقي يساوي سعر التنفيذ فإن مشتري عقد خيار البيع يخسر العلاوة
 في حين إذا كان السعر السوقي < من سعر التنفيذ فإن المشتري يخسر العلاوة
 والعكس تماما بالنسبة لبائع عقد خيار البيع. ويمكن تلخيص ذلك في الجدول التالي:

1 - طارق حماد عبد العال، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 45.

الجدول رقم (02): وضعية الخيار في تاريخ الاستحقاق

نتيجة الخيار	خيار الشراء	خيار البيع
خيار مربح in the money	سعر السوق < سعر التنفيذ	سعر السوق > سعر التنفيذ
خيار غير مربح out of the money	سعر السوق > سعر التنفيذ	سعر السوق < سعر التنفيذ
خيار متكافئ at the money	سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ

المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية- مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، عمان، 2005، ص 128

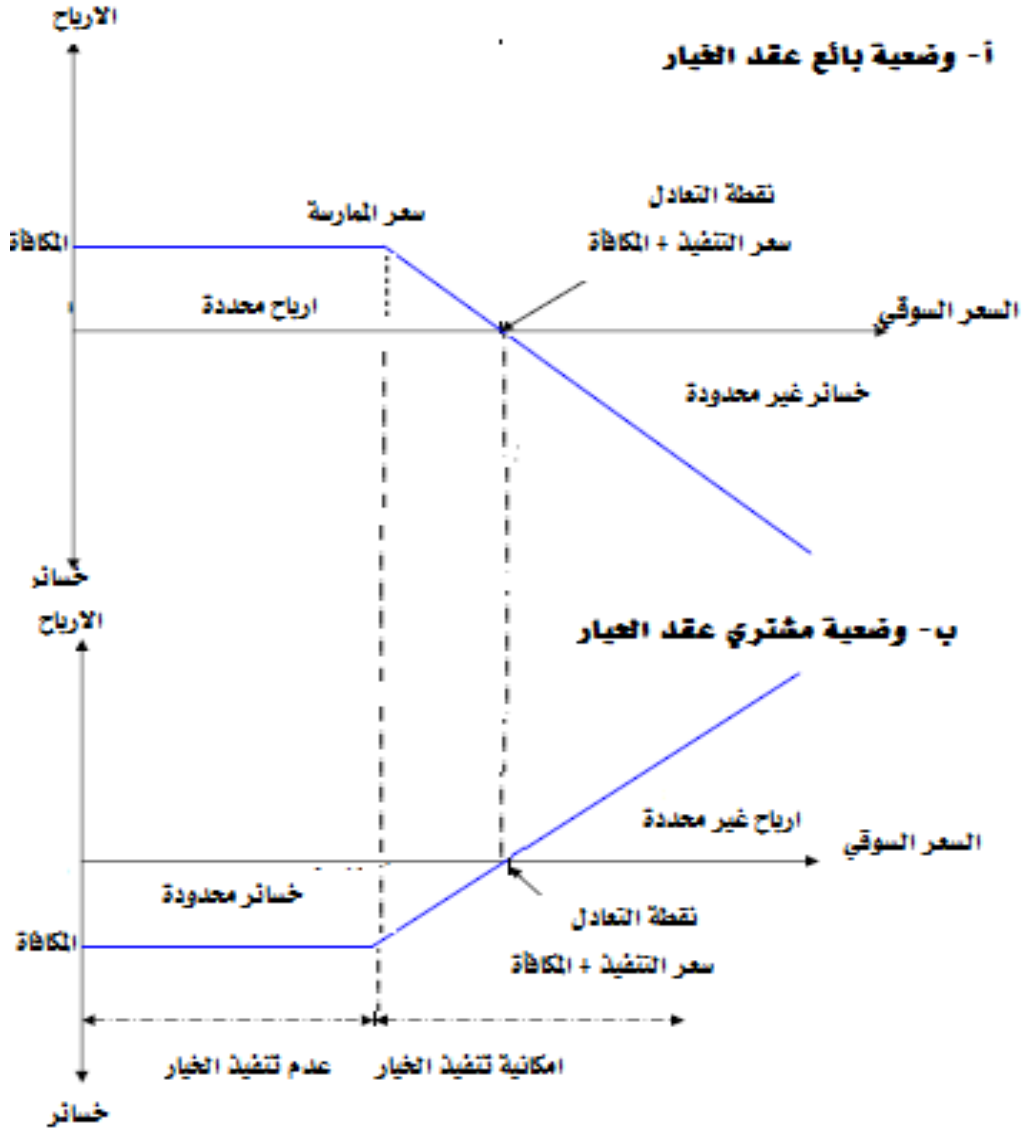
وفي الجدول أدناه ملخص لأهم خصائص الخيارات بالنسبة لطرفي العقد

جدول رقم (03): خصائص الخيارات بالنسبة لطرفي العقد

العقد	نوع الخيار	خيار الشراء	خيار البيع
المشتري		<ul style="list-style-type: none"> - حق شراء الأصل في تاريخ التنفيذ. - ملزم بدفع العلاوة - تتحقق الأرباح من ارتفاع أسعار الأصل محل التعاقد - الربح غير محدد النطاق - الخسارة محددة. 	<ul style="list-style-type: none"> - حق بيع الأصل محل التعاقد في تاريخ التنفيذ. - ملزم بدفع العلاوة - تتحقق الأرباح من انخفاض أسعار الأصل محل التعاقد. - الربح غير محدد - الخسارة محددة.
البائع		<ul style="list-style-type: none"> - ملزم ببيع الأصل محل التعاقد في تاريخ التنفيذ. - له الحق في الحصول على العلاوة - تتحقق الأرباح من ثبات أو ارتفاع انخفاض أسعار الأصل محل التعاقد. - الربح محدد. - الخسارة غير محددة 	<ul style="list-style-type: none"> - ملزم بشراء الأصل محل التعاقد في تاريخ التنفيذ. - له الحق في الحصول على العلاوة - تتحقق الأرباح من ثبات أو ارتفاع انخفاض أسعار الأصل محل التعاقد. - الربح محدد. - الخسارة غير محددة.

ويمكن التعبير عن مكاسب وخسائر المستثمر في خيارات الشراء والبيع بيانياً كالتالي:
 أ- مكاسب وخسائر المستثمرين في خيار الشراء: إن اختلاف توقعات بائع خيار الشراء ومشتريه تجعل الوضعية بينهما متعاكسة، أي أن المكاسب والخسائر تكون متعاكسة¹، وهو في الحقيقة الدافع الأساسي لإبرام هذه العقود. والشكل التالي يلخص لنا ذلك:

الشكل رقم (03) وضعية المستثمرين في عقود خيار الشراء



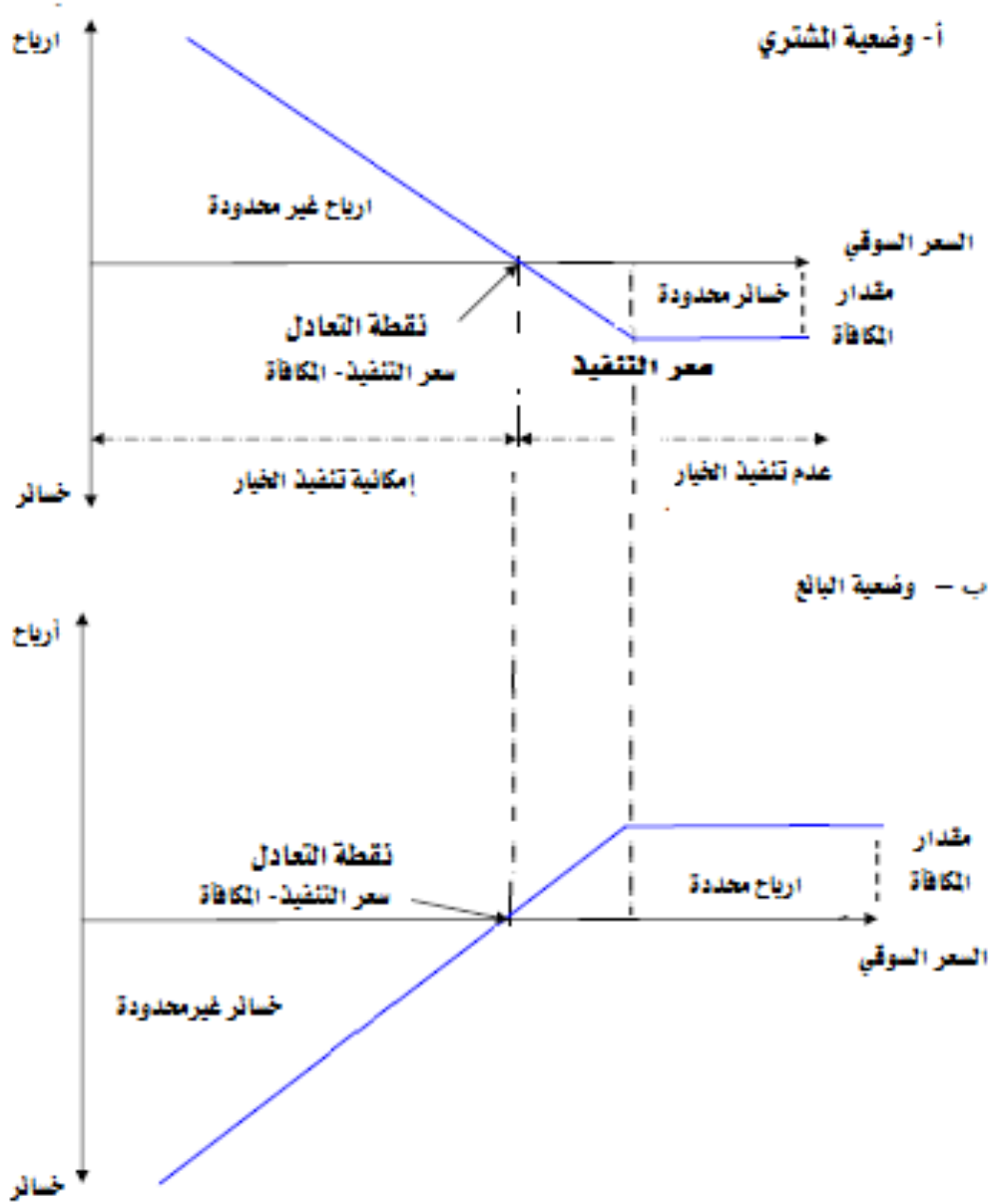
ما يمكن ملاحظته من الشكل أعلاه أن أرباح المشتري غير المحدودة تزداد كلما زاد السعر السوقي عن سعر التنفيذ زائد المكافأة، في حين أرباح البائع محدودة بمقدار المكافأة، أما خسائر المشتري فهي

¹ - انظر جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 102.

محدودة بمقدار المكافأة المدفوعة للبائع، وتكون خسائر البائع غير محدودة إذا قرر المشتري تنفيذ عقد الخيار

ب- مكاسب وخسائر المستثمرين في عقود خيار البيع: يمكن اختصارها في الشكل أدناه.

الشكل رقم (04) : وضعية المستثمرين في عقود خيار البيع



من خلال الشكل أعلاه يلاحظ أن وضعية مشتري خيار البيع وبائعه متعاكسة تماما حيث تكون أرباح مشتري العقد غير محدودة كلما انخفض السعر السوقي عن سعر التنفيذ زائد المكافأة، وتكون خسائر بائع خيار البيع غير محدودة طالما هو مجبر عن تنفيذه إذا قرر مشتري العقد تنفيذ عملية الشراء، في

حين أن ارتفاع السعر السوقي للعقد عن سعر التنفيذ زائد المكافأة يدفع المشتري للتخلي عن تنفيذه ويخسر المكافأة التي يمكن اعتبارها كريح للبائع.

مثال: بناء على توقع مستثمر انخفاض لأسعار الأسهم في السوق المالية، دخل سوق عقود الخيارات مشتري لعقود خيارات أوربية فيها 1000 سهم عادي وفق الشروط التالية:

- سعر التنفيذ يساوي 40 دينار للسهم.

- تاريخ التنفيذ يوم 2022/6/30؛ العلاوة 3 دينار للسهم.

المطلوب: إذا وصل سعر السهم السوقي إلى 43 دينار بتاريخ التنفيذ ماهي ربحية أو خسارة البائع
الحل:

الربحية هي 3000 دينار للبائع .

2-3-2- أساليب تقييم وتسعير الخيارات:

وعموما يمكن تلخيص اثر بعض المتغيرات على أسعار الخيارات في الجدول التالي:

الجدول رقم (04) : العوامل المؤثرة على سعر الخيار

إسم المتغير	خيار الشراء	خيار البيع
سعر الاصل محل التعاقد في السوق السوقي	ايجابي	سلبى
سعر الممارسة	سلبى	ايجابي
المدة المتبقية الى تاريخ الممارسة	ايجابي	ايجابي
تقلب الاصول محل التعاقد	ايجابي	ايجابي
أسعار الفائدة	ايجابي	سلبى
توزيعات الأرباح	سلبى	ايجابي

مثال: إذا كان سعر أحد الأسهم يتداول في السوق ب 220 دولار، وكان سعر تنفيذ خيار شراء هذا السهم هو 210 دولار، فأننا نلاحظ أن عقد الخيار في حالة الشراء هو من نوع ITM، وقيمه الذاتية هي (210-220=10).

أما القيمة الزمنية للخيار فهي الفرق بين قيمة الخيار الكلية وقيمه الذاتية،

فمثلا لو كان سعر أحد الأسهم يتداول في السوق ب 220 دولار، وكان سعر تنفيذ خيار شراء هذا السهم هو 210 دولار، وكانت العلاوة المدفوعة عند تحرير العقد تساوي 5 دينار، فإن القيمة الزمنية للعقد هي (10-5=5).

القيمة الزمنية للخيار تتناقص مع مرور الزمن إلى أن تنعدم بتاريخ الاستحقاق.

وفيما يلي نورد تمارين لتوضيح كيفية تحديد أرباح وخسائر مشتري وبائع عقد الخيار:

التمرين الأول: قام المستثمر على في 1/1 / بإبرام اتفاق مع المستثمر علي لشراء خيار شراء لسهم إحدى الشركات بسعر 200 دينار للسهم على أن يكون تاريخ التنفيذ في 06/1 /؛ مع تعهد المشتري (محمد) بدفع علاوة تقدر بـ 8 دينار للسهم المطلوب:

1- احسب أرباح وخسائر أطراف العقد في حالة كانت الأسعار في 06/01 كما يلي:

280؛ 240؛ 220؛ 208؛ 200؛ 192؛ 160؛ 100.

2- وضح أرباح وخسائر أطراف العقد بيانيا؛

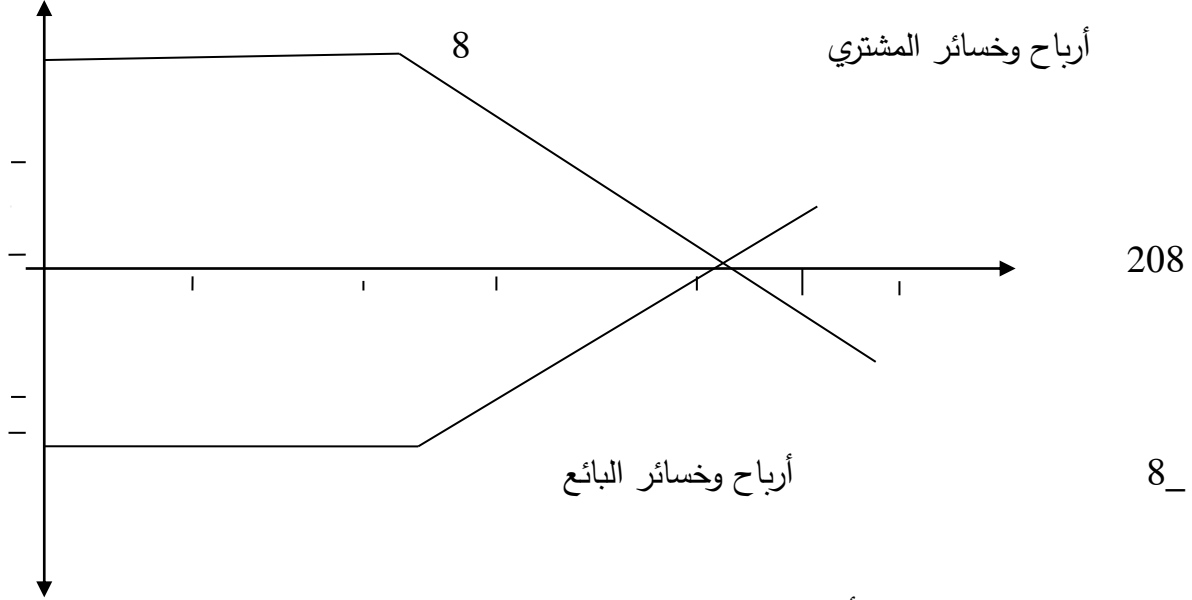
3- حدد نقطة التعادل لكل من مشتري الخيار وحرره.

الحل

1- الجدول رقم (05) : حساب الأرباح والخسائر للبائع ومشتري حق الخيار:

الحالة	ق س	سعر شراء	العلاوة	ما يفعله المستثمر	قيمة حق الخيار	النتيجة للمشتري	النتيجة للبائع
1	280	200	8	ينفذ	80	72	72-
2	240	200	8	ينفذ	40	32	32-
3	220	200	8	ينفذ	20	12	6-
4	208	200	8	ينفذ	8	0	0
5	200	200	8	؟	0	8-	8
6	192	200	8	لا ينفذ	0	8-	8
7	160	200	8	لا ينفذ	0	8-	8
8	100	200	8	لا ينفذ	0	8-	8

2- التمثيل البياني لأرباح وخسائر المشتري ومحرر الحق:



3- تحديد نقطة التعادل أي سعر التعادل: يقصد بها نقطة لا ربح ولا خسارة:

$$D = v + p = 200 + 08 = 208.$$

3- العقود المستقبلية:

تعد العقود المستقبلية من الأدوات الحديثة في مجال الاستثمار المالي، فهي تشبه العقود الآجلة قديماً، كونها تقوم على التعاقد بين طرفين، أحدهما بائع و الآخر مشتري، بغرض تسليم سلعة أو أصل ما في تاريخ لاحق متفق عليه.

3-1- تعريف العقود المستقبلية:

عقد يلتزم بموجبه الطرفين المتعاقدين على استلام أو تسليم سلعة أو عملة أجنبية أو ورقة مالية بسعر متفق عليه في تاريخ مستقبلي محدد، وهي عقود قابلة للتداول وتتمتع بسيولة عالية، تستخدم بالدرجة الأولى من أجل المضاربة والتحوط، وتعرف أيضاً على أنها عقود معيارية منظمة بواسطة البورصات، يتفق بموجبها المشتري والبائع على تبادل أصل مقابل نقد و ذلك في تاريخ لاحق و بسعر يحدد الآن¹. وتعرف كذلك بأنها عقود قانونية أو رسمية يجري التفاوض عنها في الأسواق المنظمة لتؤكد

¹ - طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 111.

التعهد بالتسليم إلى المشتري والاستلام من البائع وفق عقود ذات شروط وبنود نمطية موحدة، وبأسعار محددة وقت التعاقد، على أن يتم التسليم ودفع الثمن في تاريخ لاحق محدد، وتتنوع العقود المستقبلية حسب الشيء المتعاقد عليه، منها:

- **العقود المستقبلية السلعية:** ليس كل السلع تصلح لإبرام عقد مستقبلي عليها، وإنما ترد العقود المستقبلية على السلع التي يمكن ضبطها من حيث الكمية، والتي يوجد عليها طلب نشط، ويجب أن تكون قابلة للتخزين حتى يمكن توفيرها في التاريخ المحدد¹.

- **العقود المستقبلية المالية:** وتتضمن ما يلي:

- **العقود المستقبلية على العملات:** يعتبر سعر الصرف متغير مهم في التعاملات الأجنبية، حيث يتعرض كل مصدر أو مستورد لمخاطر سعر الصرف. ويمكن تغطية هذه المخاطر من خلال الدخول في سوق العقود المستقبلية².

- **العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:** هي التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للآخر الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه وبين المبلغ المتفق عليه، حيث يدفعه البائع إن كانت قيمة المؤشر أعلى من سعر الشراء، ويدفعه المشتري في الحالة العكسية، وعادة ما يضرب هذا المبلغ في قيمة ثابتة يطلق عليها المضاعف ويختلف قدرها من مؤشر إلى آخر..

يتضح مما سبق أن أركان العقد المستقبلي تتمثل في طرفي العقد، الأصل محل التعاقد، تاريخ العقد، تاريخ التسليم، الكمية، سعر التسوية أو سعر التنفيذ، مكان التنفيذ، الوسطاء أو بيوت المقاصة. تؤدي بيوت الوساطة دورا بارزا في التسوية اليومية بين طرفي العقد، حيث تأخذ بالاعتبار حقوق كلاهما عند حدوث تقلبات سعرية في الأسواق، بما يضمن أن ينفذ كل طرف التزاماته، حيث يسلم كلاهما للوسيط هامش معين (مبلغ مالي يودع من طرف المستثمر في حسابه البنكي) بتاريخ نشأة العقد،(نسبة محددة قانونا تتراوح بين 5%-15% من قيمة العقد) ولا يتم استرداده إلا عند تصفية العقد، وذلك إثباتا لالتزامه وحسن نيته. وعادة ما يوجد هامش مبدئي يؤخذ كنسبة من العقد وهامش وقاية وهو الحد الأدنى الذي يستوجب دعمه إذا وصل الهامش إلى حدوده³.

¹ هشام السعدني، خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية: دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص255.

² محمد الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص268.

³ - عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 272-273

3-2- تسعير العقود المستقبلية

إن سعر العقد المستقبلي هو السعر الذي يباع ويشترى به الأصل في السوق المالية المنظمة، لذلك فهو محل صعود وهبوط، وقيمته في نهاية كل يوم مساوية للصفر، كنتاج للتسوية اليومية التي على ضوءها يحرر عقد جديد بسعر تنفيذ يساوي سعر التسوية في ذلك اليوم.

إن الفرق بين السعر في السوق الحاضر والسوق المستقبلي يدعى بالأساس حيث:

الأساس = السعر الفوري - سعر العقود المستقبلية.

ولتوضيح كيف يتم تسعير العقود المستقبلية نفرض حالة عقد مستقبلي على سهم لشركة ما من خلال حالتين:

- الحالة الأولى: عدم إجراء توزيعات الأسهم حيث يحسب السعر المستقبلي للسهم وفق العلاقة التالية:

$$F = S (1 + Rf)^t$$

F: السعر المستقبلي للسهم

S: السعر الفوري لنفس السهم

Rf: معدل العائد الخالي من المخاطر

t: فترة استحقاق العقد.

- الحالة الثانية: إجراء توزيعات الأسهم D

إذا افترضنا أنها تدفع في فترة واحدة في نهاية عمر العقد المستقبلي فان حساب سعر العقد يكون كالتالي:

$$F = S (1 + Rf)^t - D$$

إن طرح قيمة التوزيعات من القيمة المستقبلية لسعر السهم سببه أن المستثمر عندما يشتري عقد مستقبلي لا يستلم التوزيعات، ولذلك فإن دفعات الأرباح الموزعة ستخفض من سعر السهم.

مثال:

لو افترضنا أن مستثمر أمريكي يستورد السيارات البريطانية، وقد تعاقد بتاريخ 7/1 / 2009 على شراء 20 سيارة بريطانية بتكلفة 35000 جنيه إسترليني للسيارة ، تستحق الدفع بعد أربعة أشهر.

ونتيجة لتقلبات الشديدة يخشى أن يرتفع سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار عند الاستحقاق بتاريخ 1 / 11 / 2009. مما يؤدي إلى زيادة تكلفة شراء السيارات. وبافتراض أن سعر صرف الجنيه مقابل الدولار بتاريخ التعاقد وكذلك بتاريخ الاستحقاق كان كما هو في الجدول الموالي:

الجدول رقم (06): سعر صرف الجنيه مقابل الدولار بتاريخ التعاقد وبتاريخ الاستحقاق

التاريخ	السوق الفوري	السوق المستقبلي
7 أ	سعر الصرف الجنيه 1.3060 دولار قيمة الصفقة = 20×3500 $1.3060 = 914200$ دولار	سعر صرف الجنيه الإسترليني 1.278 سعر العقد الواحد = $1.278 \times 62500 = 79875$ دولار عدد العقود اللازمة = $62500 / 35000 \times 20$ عدد العقود اللازمة = 11.2 عقد شراء 11 عقدا = $79875 \times 11 = 878625$
11 أ	سعر صرف الجنيه الإسترليني 1.442 تكلفة الصفقة = 700000 1.442 $1009400 =$ دولار	سعر صرف الجنيه الإسترليني 1.4375 دولار سعر العقد الواحد = 1.4375×62500 سعر العقد الواحد = 89843.75 دولار بيع 11 عقدا = $89843.75 \times 11 = 988281.25$

المصدر: مؤيد عبد الرحمان الدوري، سعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، اثناء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، ص 287.

من خلال الجدول أعلاه، يمكن أن نستنتج:

تكلفة الصفقة = $1009400 - 914 = 95200$ دولار (خسائر)

الربح من السوق المستقبلي = $988281.25 - 878625 = 105656,25$ دولارا.

وبناء عليه يتضح أن الربح من السوق المستقبلي عوض الخسائر في السوق الفوري وبقي صافي ربح

بقيمة $109656.25 - 95200 = 14456.25$ دولارا.

أي أن المستورد الأمريكي تجنب حدوث خسائر تبلغ في هذه الحالة 95200 دولاراً، وذلك بشراء 11 عقداً مستقبلياً بالجنيه الإسترليني يستحق بعد 5 أشهر، لذلك عندما تحرك سعر الجنيه الإسترليني فعلاً فإن قيمة العقود المستقبلية المشتراة ارتفعت بالقدر الذي يغطي خسائره المتوقعة وبقي لديه فائض.

إن استخدام العقد المستقبلي من أجل المضاربة يمكن المستثمر من تحقيق العوائد الرأسمالية من جراء التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية، وذلك سواء من خلال المتاجرة بالهامش أو الرافعة لمالية، إلا أن إدارة السوق المالية عادة ما تتدخل لوضع حد مسموح به لهذه التقلبات خلال اليوم (الأساس الذي يشير إلى الفرق بين السعر السوقي والسعر المستقبلي)، وإذا تجاوزه قد يوقف تداول هذا العقد.

كما يستخدم العقد المستقبلي من أجل التحوط في البورصات، وتخفيض المخاطر المصاحبة لتقلبات أسعار الصرف أو الأوراق المالية وتقلبات أسعار الفائدة وكذلك تقلبات أسعار السلع، عن طريق شراء العقد أو بيعه، حسب موضع كل من طرفي العقد، فإذا توقع مدير محفظة سندات ارتفاع أسعار الفائدة السوقية فإنه يتحوط من ذلك من خلال بيع عقد مستقبلي للسندات، وإذا أصدرت شركة سندات، وبناء على توقعات خبرائها لانخفاض أسعار الفائدة فإنها تدخل سوق العقود كمشتري.. وهكذا،

4-العقود الآجلة:

4-1- تعريف العقود الآجلة وخصائصها:

هي عبارة عن عقود تعطي لحاملها الحق والإلزام الكامل معا لترتيب مبادلة على أصل معين في وقت مستقبلي يحدد مسبقاً وبسعر محدد مسبقاً أيضاً، ويظهر هنا سعران أحدهما يعرف بسعر التسليم والآخر يعرف بالسعر الآجل، فيتساوى السعران وقت التعاقد إلا أن السعر الأول يكون ثابت والثاني قابل للتغير، وهي غير متداولة في البورصات المنظمة عادة¹.

وبصورة عامة العقود الآجلة ليست استثمارية بمفهومها التقليدي بل هي نوع من الاتفاقيات التجارية تعقد بين طرفين لتبادل معين سيتم تنفيذه في وقت آخر في المستقبل

¹ - انظر:

- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، المعارف، الإسكندرية، 2003، ص 6-23
- جوزيف دانيال، تر: محمود حسن حسني، اقتصاديات النقود والتمويل الدولي، دار المريخ، السعودية، 2010، ص 143.
- متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 271.

وعليه فإن العقود الآجلة لا توفر الحماية لطرفي العقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد، حيث لا يمكن التخلص منها بيعا في الأسواق المالية كما هو الحال بالنسبة للمستقبليات¹

من بين ميزاتنا نذكر ما يلي:

- يبرم العقد الآجل بين طرفين يحتمل حصول أي منهما على مكاسب أو خسائر، نتيجة للتغيرات في قيمة الأصول المتعاقد عليها؛
- تعتبر عقود غير قابلة للتداول فلا يوجد لها سوق ثانوية تتداول فيها؛
- تعتبر عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروف كل منهما، وإنهاء الاتفاق يتطلب توفر شخص أو وحدة تحل محل أحد الأطراف وتقبل شروط العقد؛
- يتعرض أطراف العقد الآجل لمخاطر الائتمان الناتجة عن عدم قدرة أحد طرفي العقد على الوفاء بالتزاماتها؛
- السعر الآجل للعقد هو سعر التسليم الذي يجعل قيمة العقد صفرا عند إبرامه، ويمكن أن تكون للعقد فيما بعد قيمة موجبة أو سالبة بحسب التحركات السعرية للأصل محل العقد؛
- لا يتم دفع أي مبلغ عند بداية التعاقد أو خلاله، وتتحقق قيمة العقد الآجل عند تاريخ الاستحقاق.

4-2- تسعير العقود الآجلة

يتم سعر العقد الآجل وفق العلاقة التالية

$$F_0 = S_0 e^{rt}$$

حيث:

S: السعر الحاضر للأصل؛

F₀: السعر الآجل للأصل عند الزمن **(t)**.

باختصار للعقد الآجل سعران أحدهما يعرف بسعر التسليم وهو السعر السائد والآخر هو السعر الآجل؛ يتساوى السعران وقت التعاقد ويبقى الأول ثابتا والثاني قابل للتغير.

¹ - عاطف وليم أندراوس "السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحويل لاقتصاد السوق"، مرجع سبق ذكره، ص 24.

5- عقود المبادلة:

هو التزام تعاقدى يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل مالي آخر بموجب شروط متفق عليها. حيث يتضمن العقد العناصر التالية¹:

طرفا العقد، الالتزام أو الأصل محل التعاقد، قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المبادلة، العملة التي تسدد بها المدفوعات، مدة سريان العقد، السعر الأجل المبادلة.

ومن أهم عقود المبادلات نجد عقد المبادلات على سعر الفائدة وعقد مبادلات على العملات. حيث تمثل عقود مبادلات بين عملتين في شراء إحدهما ولتكن الدولار الأمريكي مثلا، وبيع عملة أخرى ولتكن عملية اليورو مثلا، على أساس سعر فوري لكل منهما، وفي نفس الوقت إعادة بيع الدولار وشراء اليورو بموجب سعر مبادلة (السعر الأجل) والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على الإيداع والإقراض بالنسبة للعملتين.

وتتخذ عقود العملات شكلين، يتعلق الشكل الأول بعقود مقايضة متوسطة وطويلة الأجل، ويطلق عليها مقايضات رأسمالية (capital market swaps) ويغلب عليها الطابع التحوطي أكثر منه مضاربي، في حين يتعلق الشكل الثاني بعقود مقايضة قصيرة الأجل (money market swaps) تحدث في أسواق النقد، يتعامل فيها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح جراء تقلبات أسعار الصرف².

أسئلة التقويم الذاتي:الأسئلة النظرية:

- المشتقات المالية أداة للتحوط من المخاطر أم لصناعتها، حل وناقش؟
- قارن بين الخيارات والعقود المستقبلية ؟
- قارن بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة؟
- اشرح باختصار أنواع عقود المبادلة؟

¹ - مصطفى عبد الكافي، مرجع سبق ذكره، ص 174-175

² - عبد الرزاق قاسم، احمد العلى، مرجع سبق ذكره، ص285

- ما هو الدور الذي تلعبه بيوت المقاصة في تسوية العقود المستقبلية؟

التمرين الأول:

أبرم مستثمر في 1/1/1 اتفاق مع المستثمر علي على شراء خيار شراء لسهم إحدى الشركات بسعر 100 دينار للسهم ؛ على أن يكون تاريخ التنفيذ في 06/1 / ؛ مع تعهد المشتري بدفع علاوة تقدر بـ 4 دينار للسهم المطلوب:

1- احسب أرباح وخسائر أطراف العقد في حالة الأسعار كانت في 06/01 كما يلي:

.50؛80؛96؛100؛102؛104؛110؛120؛140

2- وضح أرباح وخسائر أطراف العقد بيانياً؛

3- حدد نقطة التعادل لكل من مشتري الخيار وحرره.

التمرين الثاني:

إذا توفرت لديك البيانات المتعلقة بأحد العقود المستقبلية:

تاريخ العقد: 2019/06/10، نوع العقد عقد شراء الذهب، حجم العقد 100 اونصة، السعر المستقبلي

280 دولار، بهامش أولي 2000 دولار وهامش وقاية 1500 دولار.

التاريخ	11	12	13	14	17	18	19	20
سعر إغلاق - دولار	282	283	280	276	274	276	279	283

المطلوب: بين كيف تتم عملية تسوية العقد في غرفة المقاصة، واحسب ربحية العقد الإجمالية.

المحور السادس

نظام التداول في بورصة الأوراق المالية

- 1- أركان نظام التداول في بورصة الأوراق المالية
 - قاعة التداول
 - نظام التداول
 - صفقات بورصة الأوراق المالية
 - المتعاملون في بورصة الأوراق المالية
 - الوساطة والسمسرة في بورصة الأوراق المالية
- 2- الأوامر
- 3- التسعير
- 4- معالجة الأوامر ونظام التسعير في بورصة الأوراق المالية

المحور السادس: نظام التداول في بورصة الأوراق المالية

تختص أسواق الأوراق المالية بالمعاملات المتوسطة والطويلة الأجل سواء كانت تتداول في البورصة أو خارجها، وفي هذا المحور سنركز على آليات التعامل في السوق المنظمة (البورصة) التي يتم التعامل فيها على مختلف الأدوات المالية على أساس الأوامر التي يصدرها العملاء للسماسرة الذين يتواجدون على مستوى السوق أو خارجها (سمسة الكترونية). من خلال معالجة النقاط التالية:

- أركان نظام التداول في بورصة الأوراق المالية

- الأوامر

- التسعير

- معالجة الأوامر ونظام التسعير في بورصة الأوراق المالية

1- أركان نظام التداول في بورصة الأوراق المالية

1-1- قاعة التداول:

هي مكان مخصص لتداول الأوراق المالية، ويوجد أكثر من بديل في هذا المجال نذكر منها: نظام القاعة الواحدة للتداول، ونظام التداول باستخدام الحسابات الالكترونية، حيث يتميز النظام الأول بتوفر الفرصة الكافية لسلامة عمليات التداول، فأسعار الأوراق الناتجة عن عمليات التداول في هذا النظام تمثل أسعار التوازن بحيث يكون كامل العرض وكامل الطلب في لحظة ما ممثلاً في عملية التداول بالبورصة، ويعاب عليه أن المعلومات يمكن ضبطها فقط بعد انتهاء عملية التداول، أما نظام التداول باستخدام الحسابات الالكترونية فيعتمد على ضبط التعامل غير المسموح به من خلال البرامج الجاهزة والتدفق المستمر للمعلومات عن كافة عمليات التداول بالبورصة ويسهل عملية المتابعة الفورية لعمليات التداول على كافة الأوراق المالية وبكل وقائعها من حيث حجم التعامل وتطور الأسعار وغيرها.

2-1- نظام التداول:

هناك طريقتين يتم من خلالها تنفيذ الصفقات المالية التي تتم بين البائعين والمشتريين وهما طريقة المفاوضة وطريقة المزايمة.

1-2-1- طريقة المفاوضة:

في هذه الطريقة يتم الإعلان على أسعار العرض (البيع) وأسعار الطلب (الشراء) عن طريق التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاق على سعر التنفيذ، ويمكن أن يكون سعر الورقة هنا سعر عادل.

1-2-2- طريقة المزايمة:

في هذه الطريقة يتم التزايد على العرض ويتم الاتفاق على أحسن عرض للمزايمة، ثم يتم الإعلان عن الأسعار علناً، وينتهي التداول بعقد الصفقة وتكون متبوعة بالتسليم.

1-3-1 صفقات بورصة الأوراق المالية

تعقد في سوق الأوراق المالية العديد من العمليات التي تسهل على المتعاملين فيها الاستثمار بمختلف الأوراق المالية وتزيد من سيولة الموجودات المالية، وبحسب الالتزامات الزمنية المترتبة عن الصفقات المبرمة يمكن تقسيمها إلى صفقات فورية وأخرى أجلية.

1-3-1- صفقات فورية:

هي تلك العمليات التي تنفذ فوراً، أي تسليم الأدوات المالية المشتراة (الأسهم أو السندات أو العملات الأجنبية...) وسداد ثمن الصفقة فوراً، وقد يكون أجل التسليم خلال أيام وتظل الصفقة فورية¹، بمعنى آخر هي كل الصفقات التي تتم في أسواق الأوراق المالية بين جمهور المستثمرين الذين يرغبون في شراء أوراق مالية وبين من هم على استعداد لبيعها عند توفر فرص تحقيق العوائد، وعادة ما يؤخذ المدى الزمني القصير جداً بين إبرام الصفقة وإتمام إجراءات دفع قيمتها، كما أنها لا تشترط عدد معين من الأوراق المالية لإتمامها، ويلجأ المستثمر لإبرام صفقات عاجلة بالأساس من أجل الاحتفاظ بالأوراق المالية والاستفادة مما تدره عليه من أرباح عند توزيع الأرباح أو من أجل المضاربة على ارتفاع أسعارها، وبالتالي تحقيق الأرباح.

كما أن العمليات العاجلة تعتمد على وكلاء وسماسرة البورصة الذين يحققون عدة مزايا منها تجنب ازدواجية العمولة التي يحصلها الوسطاء في البورصة، ويسمح هذا النظام بالاتصال المباشر بالمتعاملين

¹ - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص18

في البورصة، وكذا ضمان وسرعة إجراءاتها. ومن أهم أشكالها شيوعا نجد الشراء بكامل الثمن، البيع على المكشوف، الشراء الهامشي¹.

أ- **الشراء بكامل الثمن**: هو العقد الذي يتم فيه شراء الأصول المالية بكامل الثمن وبدون اقتراض، حيث يتم التسليم والاستلام الفوري (الدفع الفوري لقيمة الصفقة).

ب- **البيع على المكشوف**: يقصد به بيع أوراق مالية لا يملكها المستثمر (يقترضها) على أمل أن ينخفض سعرها، وإذا انخفض السعر يقوم بشرائها وإعادتها إلى مالكها، وحينما يقوم شخص ما بعملية البيع على المكشوف يقال أنه أخذ مركزا قصيرا. كما أن تنفيذ هذه العملية يتم من خلال سمسرة الأوراق المالية الذين يرتبون لعملية الشراء، وهذه الصفقات عادة ما تكون عن طريق سمسرة السوق بحكم خبرتهم في تقلبات الأسعار وتوقيت الشراء والبيع. والغرض الأساسي من هذه العمليات هو استغلال توقعات المضارب.

ت- **الشراء الهامشي**: يقوم التعامل بالشراء الهامشي بدفع نسبة معينة من القيمة السوقية للأوراق المالية التي يحتاج إلى شرائها، والباقي يقدم قرضا من طرف الوسيط إلى المشتري، في مقابل رهن الأوراق المالية المشتراة لدى الوسيط (كضمان)، حيث يقوم هذا الأخير بالاقتراض بضمانها من البنوك مع سعر فائدة أقل.

1-3-2- الصفقات الآجلة (المستقبلية):

تتم هذه العمليات في الأسواق المستقبلية حيث يتم تنفيذها في المستقبل كأن يتم شراء (التعاقد) أوراق مالية الآن ولكن التسليم يتم في تاريخ مستقبلي متفق عليه. والهدف من مثل هذه الصفقات هو الحد من المخاطر التي يتعرض لها المشتري بسبب ارتفاع الأسعار في المستقبل، وعندما يحين أجل استحقاق العمليات الآجلة ثمة ثلاث حالات إما التنفيذ أو التصفية أو التأجيل².

وعليه فإن الصفقات الآجلة تختلف عن الصفقات الفورية من حيث نوع الصفقة في حد ذاتها والهدف منها والمكاسب المحققة للطرفين، ففي الصفقات الآجلة عادة ما يكون الهدف منها هو التحوط من التقلبات السعرية التي تحدث في المستقبل، لذلك فإن مكاسب طرف هي خسائر للطرف الثاني، في حين

¹ - لمزيد من التفصيل انظر محمد وجيه حنيني، مرجع سبق ذكره، ص 63-71

² - زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص 19.

أن المكاسب تكون للطرفين عند ارتفاع الأسعار في الصفقات الفورية التي تستهدف بالدرجة الأولى استلام الأصل وتسليم ثمنه.

1-4-4- الوسطة والسمسرة في البورصة:

يقتصر امتياز التعامل في البورصة على المحترفين، حيث لا تقبل الأوراق المالية إلا إذا كانت صادرة عن وسيط معتمد من طرف القانون، فالعمليات التي تجري في هذا السوق لا تعد صالحة إلا إذا تمت عن طريق الوسطاء المقيدون في القائمة المعتمدة في هذا السوق. والوسيط هو شخص طبيعي أو معنوي ذو دراية وكفاءة في شؤون الأوراق المالية، يقوم بعقد عمليات بيع وشراء للأوراق المالية في بورصة القيم وفي المواعيد الرسمية لحساب العملاء أو يقوم بعمليات السمسرة لحسابه الخاص، ونميز بين العديد من السماسرة الذين يعملون في البورصات.

1-4-4-1- السماسرة بعمولة:

هم طائفة من المتخصصين في الشؤون المالية ذوي الخبرة وكفاءة في التعامل على الأوراق المالية وطريقة تداولها وطرق تحصيل القسيمات coupon، مع حيادهم التام في عقد الصفقات، بمعنى أن السمسار بعمولة يستلم طلبات البيع و الشراء ثم ينفذها في السوق مقابل حصوله على عمولة.

1-4-4-2- سمسرة القاعة:

في حالة عدم إمكانية تنفيذ العملية بواسطة السمسار بالعمولة شخصيا بسبب عدد الأوراق المالية أو بسبب نشاط السوق، يلجأ السمسار بالعمولة إلى خدمات سمسار القاعة، وفي هذه الحالة يتم اقتسام عمولة السمسرة بينهما، ويساهم سمسار القاعة في تنفيذ الأوامر. وأهم ما يتميزون به أنهم لا يقدمون خدماتهم إلا لمن يطلب ذلك في قاعة التداول. ولا يعملون لصالح بيت سمسرة محدد.

1-4-4-3- تجار القاعة:

يقوم هؤلاء التجار بالبيع والشراء لحسابهم، وبالتالي لا يدخلون في عمليات مع الجمهور أو الوسطة مع أطراف آخرين، بل يقومون بالتجوال داخل قاعة التداول للبحث عن فرص للبيع أو الشراء، ويقوم تجار القاعة بالشراء لإعادة البيع مباشرة بعدها، وتتوقف أرباح التجار على حجم وسرعة دوران الورقة المالية، وعلى دقة تقديراتهم لتحركات الأسعار في المستقبل.

1-4-4 - المتخصصون:

يعمل المتخصصون في شكل مجموعات كل مجموعة تتخصص في عدد معين من الأوراق المالية المسجلة. كما يقوم المتخصصون بوظائف مختلفة منها، توفير أسواق عادلة ومرتجة في اتجاهاتها السعودية والهبطية في ضوء الأوامر الخاصة بالتعامل في الأوراق معينة، ولتحقيق ذلك يمكن للمتخصص أن يقوم بدور التاجر (البيع وشراء لحسابه الخاص).

2- أوامر السوق ومراحل تنفيذها:

يتم تنفيذ التعاملات في سوق الأوراق المالية بناء على الأوامر التي يعطيها العملاء للسماسرة بالبيع والشراء، ويتم إعطاء الأوامر إما كتابة أو شفاهة.

2-1- تعريف الأوامر:

يعتبر أمر السوق تفويضا يمنحه المستثمر للوسيط المالي (السمسار) بغرض شراء أو بيع أوراق مالية متداولة في السوق، حيث يتضمن هذا الأمر نوع الورقة المالية، كمياتها، والأسعار الخاصة بالتداول؛ وينصب اهتمام المستثمر على الحصول على أفضل تنفيذ لمعاملته في السوق، وعادة ما تأخذ هذه الأوامر عدة أشكال، سنحاول في هذه المحاضرة الإحاطة بمختلف أنواعها وكيفية تنفيذها.

2-2- أنواع أوامر السوق:

تتخذ أوامر البيع والشراء عدة أنواع وأشكال، نحاول فيما يأتي ذكر أهمها¹.

2-2-1- أوامر الشراء والبيع بسعر السوق market order:

يعني أمر الشراء والبيع بسعر السوق أن المستثمر يرغب في الشراء أو البيع بأفضل سعر يجري التعامل عليه، على أن يكون تنفيذه غير محدد في الزمن، ويترك أمر تقدير السعر المناسب لإجراء الصفقة إلى الوسيط الذي يختار أفضل سعر وفي أنسب الأوقات، بمعنى أن تنفيذ الأمر مرتبط بظروف السوق، لكن غالبا ما يفضل الوسيط تنفيذ الأمر وقت استلامه مباشرة.

¹ - بالاعتماد على:

- محمد صالح الحناوي، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، ص 43-44

- محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 252

- مصطفى عبد الكافي، مرجع سبق ذكره، ص 126-127

2-2-2- أوامر المحددة السعر limite ordres:

يعتبر الأمر المحدد السعر من الأوامر الشائعة الذي يعني أن المستثمر يحدد السعر الذي يتم به بيع أو شراء الورقة المالية، كما يتحمل المستثمر المخاطر الناتجة عن عدم شراء أو بيع الأسهم بالسعر المحدد. ويصنف هذا النوع إلى ما يلي:

- أ- **أوامر يومية day order:** هي تلك الأوامر التي يتم التعامل بموجبها حتى نهاية يوم العمل بالبورصة، فمثلاً إذا طلب أحد المستثمرين في الأمر اليومي شراء 300 سهم بسعر 200 دينار للسهم ولكن تم العثور على 100 سهم فقط في هذا اليوم، فهذا يعني أن الأمر يعتبر ملغياً في نهاية اليوم.
- ب- **الأوامر المفتوحة open order:** هي تلك الأوامر التي يتم التعامل بها طالما لم يتم إلغائها، وقد يحدد لمثل هذا النوع من الأوامر فترة زمنية، ووفقاً لذلك يتم شراء الأوراق المالية بالسعر المحدد إلى أن يتم تنفيذ الأوامر أو أن يلغى العميل الأمر.

2-2-3- أوامر الإيقاف stop ordres:

تعتبر من الأنواع الخاصة لأوامر السوق، وهي تهدف إلى حماية الأرباح التي يحققها المستثمر وتخفيض حجم الخسائر المحتملة.

تتميز هذه الأوامر بعدم نشرها على شاشات التسعير، حيث يقوم المستثمر بإصدار تعليمات لسمساره بالشراء بسعر أعلى من سعر محدد والبيع بالسعر أقل من سعر محدد، وكل ذلك للتغطية من المخاطر وتجنب الخسائر وإيقافها

2-3- المراحل التي تمر بها أوامر البيع والشراء:

يُمر الأمر بمجموعة من الخطوات التي يقوم بها المستثمر والسمسار والسوق انطلاقاً من فتح الحساب وإرسال الأمر وتنفيذه إلى نقل ملكيته، كما يوضحه الجدول أدناه

الجدول رقم (07): مخطط بين الخطوات التي تمر بها أوامر البيع والشراء:

دورة العمليات المنفذة في البورصة	
1خ	عميل يريد شراء أو بيع ورقة مالية
2خ	يتصل بشركة الوساطة الخاصة به
3خ	يحدد الأمر، سعر محدد، كمية و نوع الورقة التي سوف يتم شرائها أو بيعها
خ'	شركة الوساطة تبلغ الأمر للممثل لديها في البورصة في الوقت T
5خ	يتم معالجة الأمر ووضعه على نظام التداول في الوقت T
6خ	شركة للمقاصة والإيداع والقيود المركزي
7خ	شركة الوساطة تستلم إشعار بالعمليات التي تم تسويتها
8خ	شركة الوساطة تعطي لأمناء الحفظ الخاص بالعميل إشعار بالتنفيذ

3- تسعير الأوراق المالية:

تمر عملية تحديد سعر أي أصل مالي متداول بالسوق المالية المنظمة بعملية تفاعل قوى الطلب والعرض في السوق، وفيما يلي سنحاول الحديث عن التسعير في البورصات ومختلف تقنياته مع صياغة أمثلة توضيحية لكيفية المقابلة بين أوامر البيع والشراء وتحديد الأسعار التوازنية.

3-1- تعريف تسعيرة البورصة:

قبل الحديث عن التسعير في البورصة يجب أن نشير إلى أن التسعير في مرحلة الإصدار (السوق الأولية) يتم بتلاقي الطلب على الحاجات مع العرض المتولد عن القدرة التمويلية، والتحدي الذي يجابه عملية التسعير في هذه السوق هو مدى قدرتها على تقدير معقول لأعلى سعر يتوقع أن يقبل المشترون دفعه من جهة، ويكون جذاب للمشتريين المحتملين من جهة ثانية.

أما تسعيرة البورصة فتعبر عن القيمة التي تبلغها ورقة مالية معينة أثناء إحدى جلسات سوق الأوراق المالية، والذي يسجل بعد انتهاء الجلسة في جدول التسعيرة، ويعكس سعر ورقة مالية معينة القيم المختلفة التي تلاقت عندها أوامر البيع والشراء على هذه الورقة.

إذا تسعيرة الورقة المالية في البورصة هي قيمة التوازن التي تمت بها عمليات تداول الأوراق المالية خلال إحدى جلسات البورصة، والتي يتم تسجيلها في جدول التسعيرة بعد انتهاء كل جلسة، وتتم عملية تحديد سعر البورصة وفق تقنيات وطرق محددة، الهدف منها تحقيق تلاقي أوامر الشراء والبيع في وقت معين، على نحو يعكس مختلف القيم التي تلتقي عندها طلبات الشراء والبيع لورقة مالية معينة، حيث ينطبق قانون العرض والطلب انطباقا تاما.

3-2-2- تقنيات التسعير:

يتم التسعير بطريقتين: التسعير المستمر والتسعير بنظام التثبيت:

3-2-1- التسعير المستمر:

ويتعلق بالقيم الأكثر سيولة، ويعتمد هذا النظام على القاعدة التالية:

* في اللحظة t : يتبادل في المكان بالسعر p ، ومنه قيمة الورقة المالية في اللحظة t هي pt .

* في اللحظة $t+\Delta t$ تتبادل في المكان بالسعر $p+\Delta p$ ، ومنه قيمة الورقة المالية في هذه اللحظة هي $\Delta t + p$.

باختصار التسعيرة المستمرة هي تقنية تسمح بتنفيذ الأوامر ومتابعة تطورات السوق بشكل سريع، كما تمكن من تجنب فترة الانتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة كونها ناتجة عن عملية التبادل التي تتم في أي وقت، وذلك عندما يتحقق النقاء أمرين مختلفين (الأمر بالبيع والأمر بالشراء) عند سعر معين. وتتم معالجة مختلف الأوامر والعمليات آليا ما يسهل تنفيذ أكبر عدد ممكن من الأوامر في أي وقت. ويعتمد نظام التسعيرة المستمرة على أساس الأوامر التي يتلقاها الوسطاء من عملائهم من أجل تنفيذها شراء كان أم بيعا، وتتم التسعيرة المستمرة بمرحلتين هما:

أ- مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة: في هذه المرحلة يقوم الوسطاء بتقديم أوامر الشراء أو البيع التي تتضمن بيانات عن اسم الشركة وكمية الأسهم المطلوبة، وتحاول لجنة مراقبة عمليات البورصة عرض الأسعار بالكمبيوتر، وتسجلها في لائحة الأسعار.

ب- مرحلة ما بعد افتتاح الجلسة: تتم الصفقات في البداية على أساس سعر الافتتاح، وذلك باعتماد الأسعار المسجلة في لائحة الأسعار، يلتقي بعدها الوسطاء للتفاوض والمساومة على السعر، وبعدها يتم الاتفاق على السعر حتى تكون الصفقة جاهزة ومنفذة، ليتم تسجيلها في دفتر المعاملات، وفي الأخير يتسلم المستثمر من وسيطه إشعار الشراء أو البيع.

3-2-2- التسيير بالتثبيت:

يكون للقيم الأقل سيولة، وهنا التسيير يكون حسب قواعد التثبيت، حيث يسجل كل أوامر الشراء والبيع وبعد ذلك يحدد السعر الذي يمكن أن يرضي أغلبية الأوامر وفق قانون الطلب والعرض في السوق. وعادة ما نفرق بين العديد من الطرق منها¹:

- أ- **طريقة التسعيرة بالمناداة:** يجتمع الوسطاء داخل المكان الذي توجد فيه سوق الأوراق المالية وينادون بأعلى أصواتهم بأسماء الأوراق المالية التي يطلبونها للشراء أو يعرضونها للبيع، وغالبا لا يدرك الآخرون إن كانوا بائعين أو مشتريين حتى لا يستغل من جانب الوسطاء الآخرين، ويرفقون بمناداتهم الشفهية هذه إشارات باليد تعبر عن طلب أو عرض أوراق مالية.
- ب- **طريقة التسيير بالأدراج:** تختلف هذه الطريقة عن سابقتها في كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية، إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة، وتشمل هذه البطاقة نوع الورقة المالية ونوع العملية وعدد الأوراق المطلوبة أو المعروضة والسعر المحدد للتنفيذ، وتوضع هذه البطاقة في درج، حيث يخصص درج لكل ورقة في السوق المالية، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة، حيث يقوم بمتابعة تلك الأوامر والخروج بسعر تعامل للورقة محل التفاوض، وتتم هذه العملية بشكل روتيني أي في بداية كل حصة.
- ت- **طريقة التسيير بالمقابلة:** يطلق عليها التسيير بالاعتراض حيث تتم بالمقابلة الشخصية الشفوية، حيث تسجل هذه الأوامر في سجلات خاصة، ثم يقوم المتخصص في شركة السوق المالية بتسيير عدد معين من الأوراق المالية في الجلسة، وبعدها يحاول الوسطاء التواصل فيما بينهم من أجل تنفيذ الأوامر المكلفين بتنفيذها، فإذا كان السعر المحدد يحول دون تنفيذ أوامرهم، فإنهم يتقدمون بالاعتراض.
- ث- **طريقة التسيير بالصندوق:** تقوم البورصة بتخصيص صندوق معين لكل الأوراق المالية محل التفاوض تجمع فيه كافة عروض البيع وطلبات الشراء والأسعار المتعلقة بهما، تتكفل بعد ذلك الهيئة المكلفة بالتسيير بفرز مجموع هذه الأوامر، والوصول إلى سعر توازني يعلن عنه لكافة المتعاملين.

4- معالجة الأوامر ونظام التسيير في بورصة الأوراق المالية:

سنحاول فيما متابعة كيفية تنفيذ الأوامر من أجل الوصول إلى السعر التوازني للأوراق المالية في حالة الأوامر المحددة السعر.

¹ - خبايا حسان، دور الخوصصة وبورصة الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد، رسالة ماجستير، جامعة سطيف، 2005، ص 139-140

4-1-1- تنفيذ الأوامر محددة السعر

4-1-1-1- تنفيذ الأوامر محددة السعر وفق نظام التسعير الثابت:

إذا توفرت لديك أسعار شراء وبيع إحدى الأوراق المالية، كيف يحدد السعر التوازني.

الجدول رقم (08): تنفيذ الأوامر محددة السعر وفق نظام التسعير الثابت

الورقة المالية						
التعاملات			البيع		الشراء	
السعر	الكمية	التوقيت	الكمية	السعر	السعر	الكمية
			200	15.30	15.50	250
			250	15.35	15.45	300
			350	15.40	15.40	200
			400	15.45	15.35	250
			500	15.50	15.30	500

يحدث التوازن بين أوامر الشراء والبيع عند سعر قدره 15.40 دينار جزائري

في حالة الشراء: 250 أمر بسعر 15.50 و 3000 أمر بسعر 15.45 و 200 أمر بسعر 15.40

، أي طلب متراكم قدره 750 أمر بسعر 15.40 دينار جزائري

وفي حالة البيع: 200 أمر بسعر 15.30 + 250 أمر بسعر 15.35 + 350 أمر بسعر 15.40 أي

عرض متراكم قدره 800 أمر بسعر 15.40 دينار جزائري

عند السعر التوازني 15.40 دينار يتم تبادل 750 أمر شراء وتنفذ كلها، أما أوامر البيع فيتم تنفيذ كل

الأوامر التي أسعارها أدنى من 15.40 دينار، ثم تنفيذ 300 فقط عند السعر التوازني

وعليه يصبح جدول الأوامر كما يلي:

الجدول رقم (09): السعر التوازني وفق نظام التسعير الثابت

الورقة المالية						
التعاملات			البيع		الشراء	
السعر	الكمية	التوقيت	الكمية	السعر	السعر	الكمية
15.40	750	9.30	50	15.40		
			400	15.45	15.35	250
			500	15.50	15.30	500

4-1-2- تنفيذ الأوامر محددة السعر في نظام التسعير المستمر

سيتم توضيح ذلك من أوامر على ورقة مالية في جلسة التداول

الجدول رقم (10): تنفيذ الأوامر محددة السعر وفق نظام التسعير المستمر

الورقة المالية						
التعاملات			البيع		الشراء	
السعر	الكمية	التوقيت	الكمية	السعر	السعر	الكمية
15.60	250	14.20	100	15.60	15.55	450
15.55	150	14.20	150	15.65	15.50	100
15.45	300	14.19	200	15.70	15.45	300
15.50	100	14.18	300	15.75	15.40	100
15.45	300	14.18	250	15.80	15.35	250

لنفرض أنه في الساعة 14.21 ورد أمر شراء ب 500 ورقة بسعر 15.70 دينار جزائري سيتم إدخال الأمر مباشرة في الحاسوب المركزي للبورصة ومقابلته مباشرة مع ما هو معروض للبيع وتصبح جدول الأوامر كالتالي:

الجدول رقم (11): معالجة الأوامر في الحاسوب المركزي للبورصة

الورقة المالية						
التعاملات			البيع		الشراء	
السعر	الكمية	التوقيت	الكمية	السعر	السعر	الكمية
15.60	250	14.20	100	15.60	15.70	500
15.55	150	14.20	150	15.65	15.55	450
15.45	300	14.19	200	15.70	15.50	100
15.50	100	14.18	300	15.75	15.45	300
15.45	300	14.18	250	15.80	15.40	100

نظام التداول يسجل ثلاث تداولات:

100 أمر بسعر 15.60 د و 150 أمر بسعر 15.65 د و 200 أمر بسعر 15.70 د أي بأوامر شراء تراكمية قدرها 450 بسعر 15.70.. أما 50 أمر فتبقى كأمر ساري إلى غاية تحققه.

الجدول رقم (12): تسجيل التعاملات بنظام التداول

الورقة المالية						
التعاملات			البيع		الشراء	
السعر	الكمية	التوقيت	الكمية	السعر	السعر	الكمية
15.70	200	14.21	300	15.75	15.70	50
15.65	150	14.21	250	15.80	15.55	450
15.60	100	14.21			15.50	100
15.60	250	14.20			15.45	300
15.55	150	14.20			15.40	100

أسئلة للتقويم الذاتي:

أسئلة نظرية:

- ماهي أهم أنواع أوامر البورصة؟
- ماذا يقصد بتسعيرة البورصة؟
- ما هي العوامل المؤثرة على تسعير الأوراق المالية في البورصة؟
- ما الفرق الجوهرى بين التسعير بالتثبيت والتسعير المستمر؟

التمرين الأول:

وردت للبورصة أوامر محددة للشراء وأوامر محددة لبيع للأوراق المالية،

أوامر البيع			أوامر الشراء		
السعر	عدد الأوراق	رقم الأمر	السعر	عدد الأوراق	رقم الأمر
1250	200	V1	1000	140	A1
1000	130	V2	900	230	A2
1100	220	V3	1150	300	A3
1200	300	V4	1400	150	A4
1400	230	V5	1050	400	A5
900	200	V6	1100	140	A6
950	250	V7	1250	230	A7

المطلوب:

- في ظل نظام التسعير الدوري حدد سعر التوازن وكمية التوازن.
- بين كيف يظهر ذلك على جدول البورصة.

التمرين الثاني: تنفيذ الأوامر محددة السعر في نظام التسعير المستمر

لنفرض صدور أوامر شراء وأوامر بيع لورقة مالية في جلسة التداول

الورقة المالية						
التعاملات			البيع		الشراء	
السعر	الكمية	التوقيت	الكمية	السعر	السعر	الكمية
1000.80	150	11.15	150	1000.80	1000.75	150
1000.75	150	11.15	100	1000.85	1000.70	100
1000.70	200	11.14	100	1000.90	1000.65	200
1000.65	150	11.14	200	1000.95	1000.60	100
1000.60	200	11.13	150	1001.00	1000.55	150

في الساعة 11.16 ورد أمر شراء بـ 400 ورقة بسعر محدد 1000.90 دينار جزائري

المطلوب: وضح كيف يتم سيتم إدخال الأمر في الحاسوب المركزي للبورصة

_ بالاعتماد على نفس البيانات الواردة أعلاه لنفرض أنه في الساعة 11.16 ورد أمر شراء بـ 400 ورقة بالسعر الأفضل.

- بين كيف سيتم معالجة ذلك في جدول التسعير (الحاسوب المركزي للبورصة).

- بين كيف يتم ترحيل الأوامر المتبقية.

- بالاعتماد على نفس البيانات الواردة أعلاه لنفرض أنه في الساعة 11.16 ورد أمر شراء بـ 400

ورقة بسعر السوق

المحور السابع

كفاءة أسواق رأس المال

1- مفهوم كفاءة أسواق رأس المال

2- أنواع كفاءة السوق

3- الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال

4- متطلبات تحقيق كفاءة أسواق رأس المال

المحور السابع: كفاءة أسواق رأس المال.

يتحدد تسعير الأوراق المالية في أسواق رأس المال وفقا لتفاعل قانون العرض والطلب، حيث يتوقف ذلك على مجموع رؤوس الأموال التي يكون أصحابها مستعدين لاستثمارها في شراء الأوراق المالية وعلى مجموع الأوراق المالية المعروضة للبيع، ما يجعل التسعير العادل لهذه الأوراق يعتمد كثيرا على كفاءة السوق ككل؛ فماذا يقصد بكفاءة السوق؟ وما هي مستوياتها ومتطلباتها؟ في هذه المحاضرات سنجيب على هذه التساؤلات من خلال التطرق إلى المحاور التالية:

- تعريف كفاءة أسواق رأس المال
- أنواع كفاءة السوق
- الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال
- متطلبات تحقيق كفاءة أسواق رأس المال

1- تعريف كفاءة سوق رأس المال:

في الأسواق المالية ذات الكفاءة تقوم أسعار الورقة المالية برد فعل فوري وبشكل غير متحيز من أجل استيعاب كافة المعلومات الجديدة بما لا يترك فرصة للمشاركين في السوق لكسب عوائد غير اعتيادية. وعليه فإن مصطلح كفاءة سوق رأس المال يرتبط بمدى انعكاس المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة على أسعار الأوراق المالية بالكامل. أي أن السوق يستجيب لكل المعلومات التي ترد إليه ويعكسها على سعر الأوراق المالية من خلال مختلف آلياته، بحيث لا يوجد فاصل زمني كبير بين تلقي المعلومات (السارة وغير السارة) وانعكاسها على الأسعار (صعودا ونزولا)¹.

السوق الكفؤة إذا هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة، بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقا للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق، وقد بين ذلك M.Kendal عندما اعتبر أن الأسواق التي تتسم بالكفاءة هي: الأسواق التي تتقلب أسعار الأدوات المالية فيها بشكل عشوائي حول قيمتها الطبيعية المقبولة، والتي تعكس بدورها وبشكل عقلاني كافة المعلومات المتوفرة لجميع الأطراف بصورة ملائمة، وتتعاقد هذه الأسعار بسرعة حسب المعلومات

¹ - حسين بن هاني، مرجع سبق ذكره، ص37

الجديدة¹، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المخاطر المصاحبة للاستثمار فيها.

2- أنواع كفاءة السوق:

يمكن التمييز بين نوعين من الكفاءة هما الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية:

1-2- السوق ذات الكفاءة الكاملة (التامة):

يقصد بالكفاءة الكاملة للسوق عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، أي ينعقد فيها الفاصل الزمني ما بين تلقي المعلومات الجديدة والاستجابة السعوية للأصول المتداولة²، كما لا يمكن لمستثمر ما أن يحوز معلومة لا تتوفر لغيره، في ظل سيادة ظروف المنافسة الكاملة التي تركز على³:

أ- إتاحة المعلومات لجميع أطراف السوق وبدون أي تكلفة؛

ب- انعدام القيود على التعاملات

ت- يوجد عدد كبير من المستثمرين في السوق؛

ث- يسعى المستثمرون عند حيازتهم للأصول المالية إلى تعظيم المنفعة، ما يجعل سلوكهم يتسم بالرشادة. لكن هل الواقع العملي للأسواق المالية المعاصرة تنطبق فيه شروط المنافسة الكاملة؟

الإجابة بالنفي طبعاً، لأن التحولات التي تعرفها الأسواق المالية المعاصرة لا يمكنها إتاحة المعلومات بدون تكلفة، فضلاً على أنها قد لا تتاح بشكل متماثل بين الأطراف العاملة في السوق، الأمر الذي قد يعطي الأسبقية لبعض المستثمرين على البعض الآخر، كما توجد تكاليف على التعاملات (الضرائب مثلاً)، بالإضافة إلى تركز التداول على أوراق وشركات معينة في الكثير من الأسواق.

2-2- الكفاءة الاقتصادية للسوق:

في ظل السوق ذات الكفاءة الاقتصادية يفترض أن المستثمر يسعى أيضاً إلى تعظيم المنفعة وأنه يسعى إلى الحصول على المعلومات التي تساعد لتحقيق هذا الهدف، كما يتوقع أن يكون هناك فاصل زمني

¹ - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 73-74.

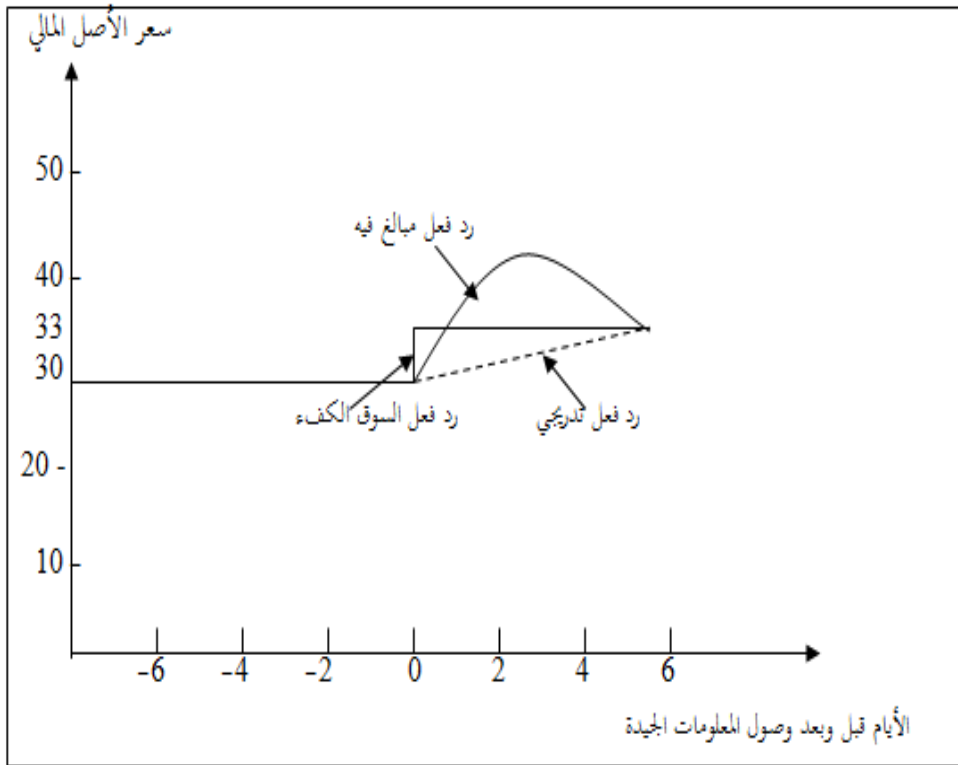
² - مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص 55.

³ - عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره ص 151.

ما بين توفر المعلومات وتقييم لأوراق المالية، وبالتالي احتمال حدوث انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع¹، أي أن القيمة السوقية للورقة المالية قد تكون أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية لبعض الوقت وبفجوة ضئيلة، تحاول بعدها قوى السوق إعادة توازنها.

ويمكن توضيح العلاقة بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية للسوق، وحركة التغير التي تحصل في الأسعار من خلال الشكلين التاليين

الشكل رقم (05): حركة تغير سعر الأصل المالي في حالة المعلومات الجيدة.



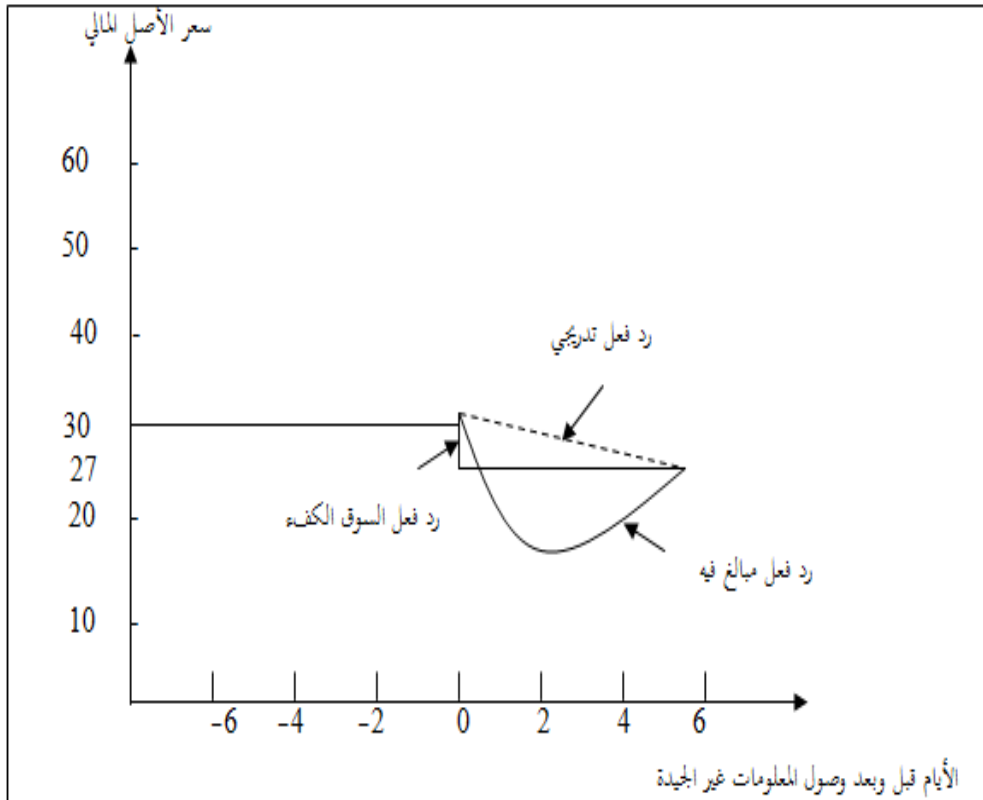
المصدر: أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 41.

يوضح الشكل أعلاه أن ورود معلومات سارة إلى السوق أدت إلى حدوث تغيرات في سعر الأصل المالي، وقد كان ذلك استجابة للفرص التي تتيحها السوق مستقبلاً (تحقيق العوائد)، ففي الفترة التي سبقت تاريخ وصول تلك المعلومات كان سعر الأصل المالي عند مستوى 30 وحدة نقدية وعند وصول المعلومات السارة في اليوم (0) انتقل سعره إلى مستوى 33 وحدة نقدية وهو ما يعكسه الخط المتصل في الشكل.

¹ - مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص 56.

هذا في ظل الكفاءة الكاملة للسوق بينما في ظل الكفاءة الاقتصادية فإنه عند وصول معلومات سارة إلى السوق في اليوم (0) سيمر بعض الوقت حتى يتم تحليل المعلومات التي وصلت إلى السوق حول هذا الأصل، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع طفيف في سعره، وهو ما يعكسه الخط المتقطع، بينما يعبر المنحنى على أن المستثمرين حصلوا على معلومات مغال فيها، حيث وصل سعر الأصل إلى أعلى من قيمته الحقيقية أي أكثر من 33 وحدة نقدية، وعندما تحصل هذه الحالة فإن المستثمرين يستغلون ذلك، حيث تتم عمليات بيع كبيرة على هذا الأصل ما ينجر عنه زيادة في العرض، وبالتالي انخفاض تدريجي القيمة السوقية لهذا الأصل حتى تصل إلى القيمة الحقيقية والبالغة 33 وحدة نقدية. أما عندما ترد معلومات غير سارة عن الشركة المصدرة للأصل المالي فإن الحالة يمكن تفسيرها بطريقة عكسية، وعموما يمكن تلخيص ذلك في الشكل التالي:

الشكل رقم (06): حركة تغيير سعر السهم في حالة المعلومات غير الجيدة.



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 41.

يوضح الشكل أعلاه أن ورود معلومات غير سارة إلى السوق أدى إلى حدوث تغييرات في سعر الأصل المالي، وقد ولد ذلك ردة فعل مبالغ فيها خوفا من تكبد المزيد من الخسائر، ففي الفترة التي سبقت تاريخ وصول تلك المعلومات كان سعر الأصل المالي عند مستوى 30 وحدة نقدية وعند وصول

المعلومات غير السارة في اليوم (0) انتقل سعره إلى مستوى 20 وحدة نقدية وهو ما يعكسه الخط المتصل في الشكل.

وإذا أخذنا سيادة وضعية الكفاءة الاقتصادية فإن وصول معلومات غير سارة إلى السوق في اليوم (0) تجعل السوق يأخذ بعض الوقت لتحليل المعلومات التي وصلت؛ الأمر الذي ينجر عنه انخفاض طفيف في سعره، وهو ما يعكسه الخط المنقطع، بينما يعبر المنحنى على أن المستثمرين حصلوا على معلومات مغال فيها ما أدى إلى انخفاض سعر الأصل إلى أدنى من قيمته الحقيقية، أي أقل من 27 وحدة نقدية وعندما تحصل هذه الحالة فإن المستثمرين يستغلون الوضع ويقومون بعمليات شراء كبيرة لهذا الأصل، وبسبب انخفاض العرض سوف ترتفع القيمة السوقية لهذا الأصل حتى تصل إلى القيمة الحقيقية والبالغة 27 وحدة نقدية.

3- الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال:

يمكن التمييز بين ثلاث مستويات لكفاءة السوق وهي: المستوى الضعيف، المستوى المتوسط، المستوى القوي. وتكمن الفروق الجوهرية بين هذه المستويات في درجة الكفاءة وفي نوعية المعلومات المستخدمة ومدى تأثيرها على أسعار الأوراق المالية¹.

3-1- كفاءة السوق عند المستوى الضعيف

يقتضي المستوى الضعيف للكفاءة أو ما يعرف بفرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة أن أسعار الأوراق المالية المتداولة تعكس المعلومات التاريخية لها، ولا توجد علاقة بينها، حيث تسير وفق نهج عشوائي، وعليه من غير الممكن تحقيق أرباح غير عادية في ظل وجود سوق كفاء، أي أن حركة أسعار الأوراق المالية في الماضي لا يمكن اعتبارها مرشدا قويا لحركة الأسعار في المستقبل، وبالتالي فإن المستثمرين لا يمكنهم تحصيل أرباح غير عادية من خلال استخدام بيانات الأسعار التاريخية لأن كافة المعلومات عكست الأسعار الحالية، ولا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في

¹ - بالاعتماد على:

- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص 158.

- زياد رمضان، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص 206-207.

- أرشد فواد التميمي، مرجع سابق، ص 47-48.

الأسعار، والوسيلة الوحيدة لتحقيق أرباح غير عادية هي الوصول إلى معلومات عامة أو معلومات خاصة من داخل الشركة، كما أن الهوة بين السعر السوقي للسهم وقيمتها الحقيقية تكون واسعة عادة.

3-2- كفاءة السوق عند المستوى شبه القوي

يقتضي المستوى شبه القوي للكفاءة أو ما يعرف بفرضية الصيغة المتوسطة، بأن أسعار الأوراق المالية في السوق تعكس كافة المعلومات العامة (ظروف اقتصادية، ظروف الصناعة، البيانات المالية للشركة...) المتاحة للجمهور بالإضافة إلى البيانات التاريخية المتعلقة بأسعارها وتعاملاتها في الماضي. وإذا تحقق ذلك (نتيجة لوجود معلومات تاريخية سابقة أو معلومات جديدة) فلا يمكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء كما هو الحال بالنسبة لكبار مساهمي الشركة وأعضاء مجلس إدارتها الذين يستخدمون ما لديهم من معلومات داخل الشركة للحصول على أرباح غير عادية.

3-3- كفاءة السوق عند المستوى القوي

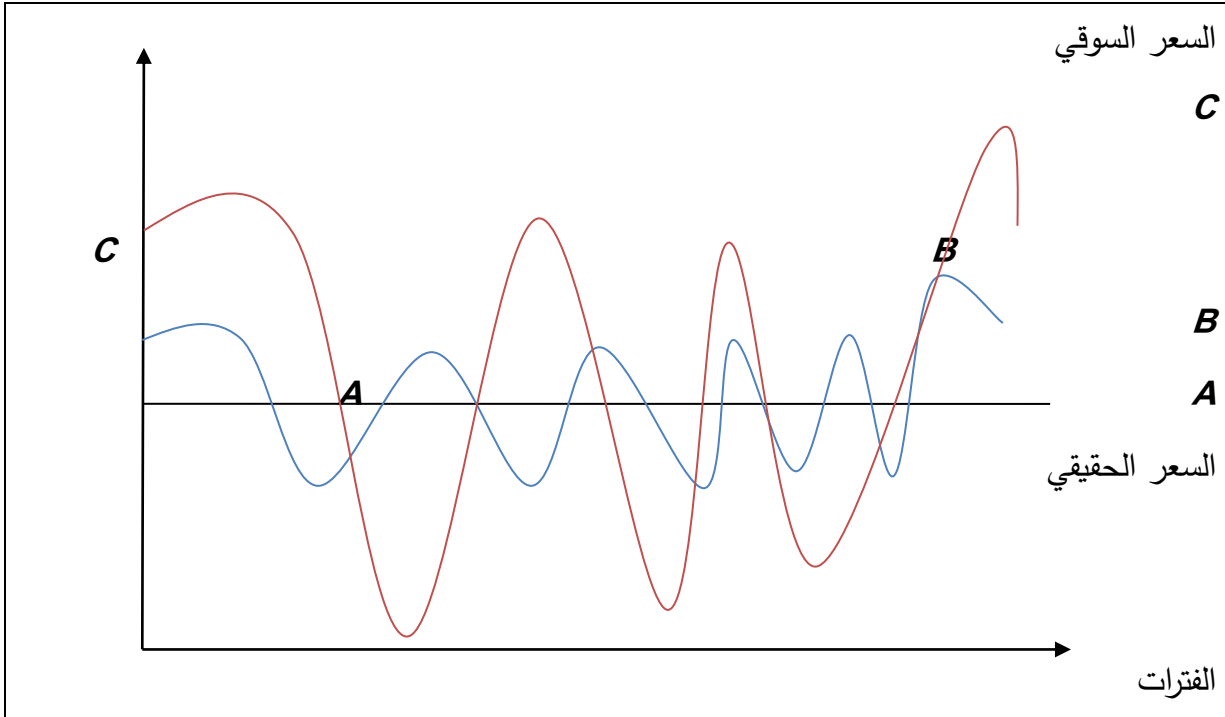
تقتضي فرضية الصيغة القوية للكفاءة أن الأسعار الحالية تعكس بصفة كاملة المعلومات الحالية والتاريخية والخاصة المعلنة وغير المعلنة، وعليه لا يمكن للمتعاملين في السوق أن يحققوا أرباح غير عادية من خلال المعلومات الخاصة، التي ستعكس على أسعار الأوراق المالية المتداولة، والتنافس بين أولئك الذين يملكون القدرة على الحصول على المعلومات الخاصة سوف ينعكس على الأسعار المتداولة بسرعة.

إن عقلانية التعامل في السوق تجعل هذا الأخير يعكس توقعات المستثمرين، ففي ظل السوق تام الكفاءة تكون القيمة السوقية للأصل المالي هي قيمة عادلة تعكس تماما قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك الأصل من مخاطر، ومنه فإن المستثمرين في أسواق رأس المال لا يحققون أرباحا إلا إذا كانوا متميزين بتفوقهم في طريقة التسيير واتخاذ القرارات، وامتلاكهم للخبرة وغيرها من العوامل¹، هذا ما يمكنهم من تحقيق فوائض مالية تفوق أسعار الفائدة السائدة في السوق. والشكل التالي يبرز مستويات الكفاءة

¹ - انظر - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 490.

- محفوظ جبار، البورصة، التسيير وخصوصة المؤسسات العمومية، مرجع سبق ذكره، ص 356.

الشكل رقم (07): أشكال كفاءة السوق



- يمثل الخط A-A السعر الحقيقي للأصل المالي الذي يعكس الكفاءة التامة للسوق، حيث يتساوى السعر السوقي للأصل مع قيمته الحقيقية في أي لحظة بدون أي اختلافات؛
- يشير المنحنى B-B إلى الشكل المتوسط لكفاءة السوق، حيث تكون انحرافات السعر السوقي للأصل المالي عن القيمة الحقيقية صغيرة.
- يشير المنحنى C-C إلى الشكل الضعيف لكفاءة السوق، حيث تكون انحرافات السعر السوقي للأصل المالي عن قيمته الحقيقية واسعة.

4- متطلبات كفاءة سوق رأس المال

يستطيع سوق رأس المال الكفاء التخصيص الكفاء للموارد المتاحة من خلال توجيهها إلى أكثر المجالات تحقيقاً للعوائد، لكن تحقيق ذلك يتوقف على مدى توافر مجموعة من المتطلبات يتعلق بعضها بكفاءة تسعيره للأوراق المالية وأخرى بمدى قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض.

4-1- كفاءة التشغيل:

يطلق عليها الكفاءة الداخلية للسوق، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب¹ دون تكبيد المتعاملين تكلفة عالية للسمرسة من جهة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين فرصة تحقيق هوامش ربح مغال فيه من جهة ثانية.

ومن أهم أساليب تحسين كفاءة التشغيل نذكر ما يلي²:

- السماح للشركة أن تسجل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة ما يمكنها من زيادة المنافسة بين التجار والمتخصصين ومن ثم خفض هامش الربح الذي يطلبونه؛
- جعل عملية الشراء محلا للتفاوض بين العميل والسمسار بشكل يخفض من تكلفة المعاملات وينشط من التداول في السوق.

4-2- كفاءة التسعير

يطلق عليها الكفاءة الخارجية، ويقصد بها وصول المعلومات إلى المتعاملين في السوق بسرعة، ما يجعل أسعار الأوراق المالية مرآة عاكسة لكافة المعلومات المتاحة دون فاصل زمني كبير، وألا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة³.

إن تحقيق ذلك يقتض في الحقيقة سرعة نشر المعلومات ووصولها إلى جميع المتعاملين، ووجود شبكة منتظمة للاتصالات تتمتع بدرجة عالية من الكفاءة تساعد في تشكيل ردود أفعال المتعاملين في السوق بسرعة تجاه المعلومات الجديدة ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة⁴.

تجدر الإشارة إلى أن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فحتى تعكس القيمة السوقية للورقة المالية المعلومات الواردة بشكل كامل وسريع ينبغي أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرون لإتمام المعاملة عند حدها الأدنى، كما أن التوزيع الأمثل لها يتطلب تقييم عادلا للورقة المالية.

1 - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص45-46.

2- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحويل لاقتصاد السوق، مرجع سبق ذكره، ص60.

3 - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص103.

4 - عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، مرجع سبق ذكره، ص155.

أسئلة للتقويم الذاتي:

- كيف تؤثر المعلومات على كفاءة السوق؟
- ماهي الأفكار التي جاء بها يوجين فاما عند تحليله لأثر المعلومات في كفاءة سوق رأس المال
- ما هي شروط كفاءة سوق رأس المال؟
- هل فرضيات كفاءة السوق صالحة للتطبيق في كل الأسواق المالية؟
- ما الحد الفاصل بين الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية؟
- ما هي مستويات كفاءة أسواق رأس المال وما علاقتها بالتحليل الفني والأساسي؟
- ماهي متطلبات تحقيق كفاءة السوق؟

المحور الثامن

مؤشرات أسواق رأس المال

- 1- مؤشرات سوق رأس المال، أنواعها واستخداماتها
- 2- أسس بناء المؤشر وأساليب حسابه
- 3- نظرة على أهم المؤشرات العالمية

المحور الثامن: مؤشرات أسواق رأس المال:

تعتبر مؤشرات سوق رأس المال من أهم الأدوات المستخدمة في التنبؤ بحالة السوق وتحركات أسعار الأوراق المالية، لذلك فقد أضحت تكتسي أهمية بالغة في الاقتصاديات المعاصرة، فهي تستخدم للحكم على أداء الأسواق والقطاعات الاقتصادية والشركات، وأضحت معيار لقياس قوة الاقتصاد ككل، وفي هذه المحاضرات سنحاول التفصيل فيها من خلال التطرق للنقاط التالية:

- مؤشرات أسواق رأس المال، أنواعها واستخداماتها.
- أسس بناء المؤشر وأساليبه حسابيه.
- نظرة على أهم المؤشرات العالمية.

1- مؤشرات أسواق رأس المال، أنواعها واستخداماتها:

1-1- تعريف مؤشرات أسواق رأس المال:

لقد أصبحت مؤشرات الأسواق المالية اليوم من أبرز الأدوات المستخدمة لقياس أداء السوق و الشركات والقطاع الذي تنتمي إليه، بل محررا للحالة الاقتصادية للدولة ككل، ورغم وجود العديد من المؤشرات لقياس أداء الأسواق بصفة عامة منذ قرون طويلة، إلا أن صياغة مؤشر لقياس أداء السوق وفق النظرة الموجودة حاليا تعود إلى الاقتصادي تشارلز هنري داو وإدوارد جونز، وذلك عندما أسس شركة داو جونز سنة 1882 لنشر الأخبار المالية وإصدار الدوريات، وقد تم إصدار مؤشر أطلق عليه مؤشر داو وجونز سنة 1884 لقياس تحركات الأسعار في بورصة نيويورك، ليتم إطلاق جريدة وول ستريت سنة 1889 تتضمن تتبع تحركات السوق وفق مؤشر داو جونز¹ على المدى القصير، ثم توال ظهور بعض المؤشرات القطاعية الأخرى في أهم الأسواق المالية الدولية.

لقد تعددت التعاريف التي صيغت بها المؤشرات البورصية رغم أنها تصب في هدف واحد هو قياس اتجاهات أسعار الأوراق المالية داخل السوق، حيث عرف مؤشر البورصة على أنه التغير الذي يحدث في قيمة مجموعة من الأسهم المتداولة في البورصة، فهو يمثل قيمة رقمية مطلقة في صورة متوسطات أو أرقام قياسية تمكن من معرفة اتجاه السوق (صعودي أو هبوطي) بالشكل الذي يساعد المستثمر في

¹ - زهري الطيب محمد الفكي، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017، ص 145.

اتخاذ القرار الاستثماري السليم¹، كما يساعد الدولة على رسم سياساتها وتوقيت التدخل بها. ويعرف كذلك على أنه قيمة رقمية تقيس التغيرات الفعلية لأسعار الأوراق المالية المتداولة داخل سوق مالي معين باستخدام معادلات رياضية تتلاءم مع طبيعة السوق، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية².

1-2- أنوع مؤشرات البورصة:

تتنوع مؤشرات البورصة حسب المعيار التي ينظر منه إليها

1-2-1- حسب الهدف: تنقسم المؤشرات حسب معيار الهدف إلى:

- أ- مؤشرات عامة: تقيس التحركات العامة للسوق ككل، وتعمل كمرآة للحالة الاقتصادية داخل الدولة
- ب- مؤشرات قطاعية: تهتم بقياس تطور قطاع معين داخل السوق المالي، مثل داو جونز للصناعة في بورصة نيويورك.

1-2-2- من حيث التداول: تنقسم المؤشرات حسب هذا المعيار إلى:

- أ- مؤشرات متداولة: هي مؤشرات يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية كمؤشر NIKKei الياباني و100 nasdaq الأمريكي.
- ب- مؤشرات غير متداولة: هي مؤشرات غير متداولة في أسواق الأوراق المالية كمؤشر داو جونز.

1-3- الاستخدامات الأساسية للمؤشرات البورصية:

تتعدد استخدامات المؤشرات البورصية بحسب تعدد الأطراف التي تتعامل في سوق رأس المال، واختلاف اهتمامات كل منها، وعموماً يمكن إبراز أهمها ما يلي³:

¹ - محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011، ص373

² - بالاعتماد على:

- محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص251
Erwan LE SAOUT, introduction aux marches financiers, éditions ECONOMICA ? paris 2008, p177.

³ - بالاعتماد على:

- منير ابراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص247

- أزهري الطيب محمد الفكي، مرجع سبق ذكره، ص 145-146

- عبد القادر السيد متولي، مرجع سبق ذكره، ص 195

- معروف هوشيار، مرجع سبق ذكره، ص 198-199

- أ- التنبؤ بحالة السوق المستقبلية: وذلك من خلال محاولة معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية والتغيرات الطارئة على المؤشر (من خلال التحليل الأساسي أو الفني)؛
- ب- متابعة أداء محافظ الاستثمارات المالية: حيث يسمح للمستثمر من المقارنة بين العائد على المحفظة التي يحتفظ بها وبين العائد السوقي؛
- ت- التنبؤ بحركة الأسعار بالبورصات: يمكن التوصل إلى نمط التغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق باستخدام السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة، كما يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل؛
- ث- تقدير مخاطر الاستثمارات ومعامل المخاطرة المنتظمة: تمكن بعض المؤشرات من حساب معامل المخاطرة المنتظمة **Risk systematic** والمعروف باسم (β) ¹ ويشترط في هذه المؤشرات أن تكون متنوعة تنوعاً جيداً، مثل مؤشر ستاندر أند بور 500 ومؤشر فينان شيال تيمز لكافة الأسهم.
- ج- استخدامها للتنبؤ بالمستقبل الاقتصادي للدولة والحكم على مدى نجاعة سياساتها الاقتصادية
- ح - تستخدم مؤشرات البورصة للحكم على الأداء العام للصناديق الاستثمارية والمحافظ المالية والحكم على أداء المديرين لها؛
- خ- تقييم كفاءة السوق من خلال حساب العوائد الإجمالية ومتابعة الشركات المكونة للمؤشرات؛
- د - يمكن المؤشر من قياس درجة الارتباط والاندماج المالي الدولي؛
- ذ- قياس حساسية الأسواق المالية والاقتصاد ككل للتغيرات التي تحدث في السياسات الاقتصادية الدولية والأحداث الجيو سياسية وكذا الأزمات والنزعات الإقليمية.

2- أسس بناء المؤشر وأساليبه حسابيه:

إن كسب الثقة في استخدامات المؤشر كأداة لتحليل السوق والتنبؤ بحركاته اتجاهاته يستوجب أن تستند عملية بناء المؤشر إلى أسس وقواعد محكمة، وكذا إلى أساليب عملية في حسابيه.

2-1- أسس بناء المؤشر:

على الرغم من التفاوت في كيفية حساب وبناءه من مؤشر إلى آخر، إلا أنها تقوم جميعاً على ثلاثة أسس¹، وهي عينة ملائمة، تحديد الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة، واختيار طريقة مناسبة لحساب المؤشر.

¹ β ، تقيس تغيرات ورقة مالية مقارنة بتغيرات السوق،

2-1-1-1- ملامحة العينة:

تعرف العينة فيما يخص بناء المؤشر على أنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب هي الحجم والاتساع والمصدر.

أ- **الحجم:** يقصد به أنه كلما زاد عدد الأوراق المالية المشكلة للمؤشر كلما كان أكثر تمثيلاً لحالة السوق.

ب- **الاتساع:** بمعنى أن تغطي العينة المختارة كل القطاعات المشاركة في السوق، فالمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق يجب أن يتضمن أهم الشركات المكونة للاقتصاد ككل، في حين المؤشر الذي يقيس حالة صناعة معينة يجب أن يتضمن أكبر قدر ممكن من الشركات المنتمية لهذه الصناعة وأكثرها تمثيلاً وتوسعا وانتشارا.

ت- **المصدر:** يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأوراق المالية الداخلة في تركيبة المؤشر. وهنا يجب أن يكون مصدرها من السوق الذي تتداول فيه.

2-1-1-2- تحديد الأوزان النسبية:

يعتبر تحديد الأوزان النسبية من الإجراءات الفنية لتشكيل المؤشر، ويقصد بها الوزن النسبي (القيمة النسبية) للورقة المالية الواحدة داخل العينة المشكلة، وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي منها مدخل الوزن على أساس السعر، ومدخل الأوزان المتساوية، ومدخل الأوزان حسب القيمة.

أ- **مدخل الوزن على أساس السعر:** يقصد به نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الأخرى؛

ب- **مدخل الأوزان المتساوية:** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم؛

ت- **مدخل الأوزان حسب القيمة:** يقصد به إعطاء أوزاناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية.

2-1-1-3- اختيار الطريقة التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر:

تحسب مؤشرات البورصة بعدة طرق منها الطرق الإحصائية، كالوسط الحسابي والوسط الهندسي، أو الطرق الاقتصادية، حيث نجد منها ما يحسب على أساس السعر ومنها ما يحسب على أساس

¹ حسان خضر. تحليل الأسواق المالية، سلسلة المعرفة. 2004 ص: 27، منشورات المعهد العربي للتخطيط على الموقع www. arab-

القيمة، وكلما كان المؤشر يقوم على عدد كبير من القيم كلما قلت تأثيرات تقلبات إحدى تلك القيم، فمثلا مؤشر **dow Jones** يعتمد في حسابه على أساس المتوسط الحسابي وهناك بعض المؤشرات التي يعتمد في حساب قيمتها وعائدها على المتوسط الهندسي مثل مؤشر فيننشال تيمز 30. وتتصف المؤشرات التي تعتمد في حسابها على المتوسط الهندسي بارتفاعها ببطء شديد وانخفاضها بسرعة شديدة بالمقارنة مع المؤشرات التي يتم حسابها على أساس المتوسط الحسابي لذلك تستغرق المؤشرات الأولى فترة طويلة لتحسين أدائها الضعيف.

2-2- أساليب حساب مؤشرات السوق:

يوجد العديد من الطرق والأساليب لبناء مؤشرات السوق أو قطاعات معينة داخل السوق ومن أهم هذه الأساليب المؤشرات المبنية على أساس السعر والأوزان النسبية، والمؤشرات المبنية على أساس القيمة

2-2-1- المؤشرات المبنية على أساس السعر

بعد اختيار الأوراق المالية للشركات المختارة في عينة بناء المؤشر، يتم تحديد وزن كل ورقة أليا على أساس نسبة سعر هذه الورقة إلى مجموع أسعار الأوراق المالية الفردية التي تقوم عليها المؤشر. وتوجد العديد من المؤشرات العالمية المحسوبة على أساس السعر، أهمها مؤشر داوجونز Dow Jones ونيكي 250. ولتوضيح آلية حسابه نفترض مؤشر بورصي يتكون من عينة بثلاث أسهم مثلا: A، B، C، وكانت أسعارها بين فترتين كما هي في الجدول أدناه

الجدول رقم (13) تغيرات أسعار أسهم عينة المؤشر المحسوب على أساس السعر

السهم	السعر في الفترة الأولى	السعر في الفترة الثانية
A	40	50
B	50	60
C	60	90
القيمة المطلقة للمؤشر	150	200
القيمة المتوسطة	50	66.67

يتضح من الجدول أعلاه القيمة الكلية لمجموع الأسهم التي يتكون منها المؤشر في الفترة الأولى (القيمة المطلقة للمؤشر) تساوي 150 وبناء عليه تكون الأوزان للأسهم الثلاثة كالتالي: 0.27، 0.33، 0.4

على التوالي. ومؤشر السوق يساوي 50 (3/150) وإذا ما طرأ تحسن على أحد أسعار الأسهم (أو كلها) لتصبح مثلاً 50، 60، 90 على التوالي، حينئذ ترتفع القيمة المطلقة للمؤشر إلى 200، وقيمة مؤشر السوق تساوي 66.67، ون، تمثل فيه الأسهم وزن نسبي قدره 0.25، 0.3، 0.45 على التوالي. فإذا أردنا أن نحسب متوسط العائد بين الفترتين، فإنه يحسب من خلال القيمة المطلقة للمؤشر كالتالي:

$$T = 200 - 150 / 150 = 33.33\%$$

أو من خلال القيمة المتوسطة من خلال

$$\text{index } n - \text{index } n-1 / \text{index } n-1 = 66.67 - 50 / 50 = 33/33\%:$$

2-2-2- حساب المؤشرات التي تقوم على أساس الأوزان النسبية:

يرتكز هذا المدخل على إيجاد السعر النسبي لكل سهم داخل العينة المحسوب على أساسها المؤشر بين فترتين ثم حساب متوسط المؤشر، ولحسابه يجب إتباع الخطوات التالية:

- تحديد وزن نسبي يساوي للسهم الأقل سعر (أو الأسهم)

- الوزن النسبي لأي سهم آخر يتكون منه المؤشر باستخدام

الوزن النسبي = قيمة السهم الأقل / سعر السهم

- حساب قيمة المؤشر بضرب الأوزان النسبية لكل سهم في سعر السهم السوقي

ولتوضيح ذلك نورد المثال التالي:

الجدول رقم (14) الأسهم المشكلة لعينة المؤشر المحسوب على أساس الأوزان النسبية

السهم	السعر p
A	120
B	60
C	30

المطلوب:

- حساب قيمة المؤشر

- نفترض ارتفاع سعر سهم b ب 20%

- احسب قيمة المؤشر وعائد السوق

- نفترض قيام الشركة A باشتقاق السهم بمعدل 3 احسب قيمة المؤشر

الحل:

أول خطوة نختار الوزن النسبي للسعر، يتضح أن أصغر قيمة هي 30ون

$$- \text{الوزن النسبي لـ } a: 0,25=30/120$$

$$- \text{الوزن النسبي لـ } b: 0,5=30/60$$

$$- \text{الوزن النسبي لـ } c: 1=30/30$$

وعليه فإن قيمة المؤشر = $(30 \times 1 + 60 \times 0.5 + 120 \times 0.25) = 90$ ون

إذا ارتفع بـ 20% معناه $(1,2 \cdot 60 = 72)$

فإن قيمة المؤشر = $(30 \times 1 + 72 \times 0.5 + 120 \times 0.25) = 96$

وبالتالي عائد السوق = $90/90 - 96 = 0,066 = 6,6\%$ أي ارتفاع بـ 6,6%

2-2-3- حساب المؤشرات التي تبنى على أساس الأسعار النسبية:

يقوم هذا المدخل على حساب السعر النسبي لكل سهم من خلال نسبة سعر السهم في الفترة الأحدث إلى سعره في الفترة السابقة، ثم حساب الوسط الهندسي، ليتم بعدها حساب قيمة المؤشر من خلال ناتج ضرب الوسط الهندسي \times الأساس
مثال: يتكون مؤشر أحد الأسواق من (4) شركات، وكانت الأسعار خلال يومين متتالين كالآتي:

الجدول رقم (15) الأسهم المشكلة للعينة المؤشر المحسوب على أساس الأسعار النسبية

سهم الشركة	السعر في اليوم السابق	السعر في اليوم التالي
A	20	22
B	35	33
C	40	45
D	18	22

إذا علمت أن أساس المؤشر بلغ 105

احسب قيمة المؤشر يوم 2-1 مستخدماً الوسط الهندسي وعائد السوق.

الحل

يمكن حساب السعر النسبي من خلال نسبة السعر الحالي إلى السعر السابق، (العمود الرابع)

سهم الشركة	P t-1	pt	الأسعار النسبية
------------	-------	----	-----------------

1.1	22	20	A
0.94	33	35	B
1.12	45	40	C
1.22	22	18	D

- حساب المتوسط الهندسي

$$H = (1.1 \times 0.94 \times 1.12 \times 1.22)^{1/4} = 1.09$$

$$\text{قيمة المؤشر} = 1.09 \times 105 = 114.45$$

$$\text{عائد السوق} = \frac{114.45 - 105}{105} = 9\%$$

- في حالة اشتقاق الأسهم :

السعر النسبي = معدل الاشتقاق \times سعر السهم السوقي / سعر السهم في الفترة السابقة

2-2-4- حساب المؤشر على أساس القيمة:

يقوم هذا المدخل على إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية، وذلك انطلاقاً من

العلاقة التالية:

القيمة السوقية الكلية تساوي الكمية ضرب السعر، وما يميز هذا المدخل أنه يتجنب العيوب القائمة على السعر والأثر الذي يمكن أن يمارسه التقلب الحاد في الأسعار على قيمة المؤشر، كما يمكن لهذا المؤشر أن يعكس أهمية المؤسسة التي تدرج أوراقها في عينة المؤشر، فالمؤسسات التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها، يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بغض النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة. ويمكن حسابه انطلاقاً من العلاقة التالية

$$\text{Index}_t = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b} \times \text{Beginning Index Value}$$

حيث:

Index_t : قيمة المؤشر في الفترة t

P_t : إقبال أسعار الأسهم في الفترة t

Q_t : عدد الأسهم في الفترة t

p_b : إقبال أسعار الأسهم في تاريخ الأساس

Q_b : عدد الأسهم في تاريخ الأساس

مثال: نفترض أن مؤشر يتكون من 3 أسهم (a,b,c) وقد وردت بياناتهم بين فترتين كالتالي:

الجدول رقم (16): الأسهم المشكلة للعينه المؤشر المحسوب على أساس القيمة

السهم	العدد Q	pb	Pt	V1	V2
a	50	10	15	500	750
b	30	15	10	450	300
c	40	5	6	200	240
المؤشر				1150	1290

وعليه فإن معدل العائد على المؤشر بين الفترتين هو $12,17\% = 0,1217 = 1150/1150 - 1290$

3- نظرة على أهم المؤشرات البورصية العالمية

في الجدول أدناه ملخص لأشهر المؤشرات الرئيسية المعمول بها في أهم الأسواق العالمية

الجدول رقم (17) أهم المؤشرات البورصية عالميا

الدولة	عدد الأسهم	وصف المؤشر
الولايات المتحدة الأمريكية	30	DJIA مؤشر داو جونز يتضمن هذا المؤشر أكبر 30 شركة في السوق الأمريكي أو ما يطلق عليها Blue Chips.
الولايات المتحدة الأمريكية	500	مؤشر (S&P 500 ستاندرد آند بورز): يوفر رؤية أوسع نطاقا حول سوق الأسهم بالولايات المتحدة الأمريكية ويعد من أشهر المؤشرات في السوق الأمريكية ويفضله العديد من المستثمرين عن مؤشر داو جونز لأنه يتضمن عدد أكبر من الشركات ويعبر عن حالة السوق الفعلية بصورة أفضل.
الولايات المتحدة الأمريكية	3000+	مؤشر ناسداك المركب: NASDAQ Composite يركز على الأسهم المتداولة ببورصة ناسداك، بما في ذلك العديد من شركات التكنولوجيا.
اليابان	225	Nikkei 225 أنشئ عام 1950، ويتضمن أسهم أكبر 225 شركة مقيدة في بورصة طوكيو ويمثل هذا المؤشر مؤشر داو جونز في الولايات المتحدة.
فرنسا	40	CAC 40 يتضمن أسهم أكبر 40 شركة مقيدة في بورصة باريس من حيث رأس المال السوقي.
ألمانيا	30	XETRA DAX أنشئ عام 1988 ويتضمن أكبر 30 شركة مقيدة في بورصة

فرانكفورت وأكثرها سيولة.		
BSE Sensex أنشئ عام 1986 ويعد من أقدم المؤشرات في سوق المال الهندي ويتضمن أسهم أكبر 30 شركة مقيدة في بورصة بومباي من حيث الحجم والسيولة.	30	الهند
مؤشر SSE أنشئ عام 1991 ويتضمن الأسهم المقيدة في بورصة شنغهاي.	800+	الصين
مؤشر Straits Times ويتضمن أسهم أكبر 50 شركة مقيدة في بورصة سنغافورة.	50	سنغافورة
EGX 30 أنشئ عام 2003 ويتضمن المؤشر أكبر 30 شركة من حيث السيولة والنشاط.	30	مصر
مؤشر FTSE DIFX الإمارات العربية المتحدة	15	دبي
ستاندرد آند بورز S&P AX200 ويتضمن أسهم أكبر 200 شركة مقيدة في بورصة سيدني من حيث السيولة.	200	أستراليا

أسئلة للتقويم الذاتي:

- الأسئلة النظرية

- ماذا يقصد بمؤشر السوق وما هي أهم استخداماتها؟
 - اذكر أسس بناء المؤشر؟
 - كيف تؤثر تدببات المؤشر على أداء أسواق المال؟
 - تحدث باختصار عن علاقة مؤشر السوق بالمؤشرات الاقتصادية الأخرى؟
 - ما الفرق بين مؤشر داوجونز ومؤشر كاك 40 من حيث مداخل بناءه؟
 - ما الفرق بين مؤشر داوجونز ومؤشر فوتسي من حيث طريقة حسابه؟
 - كيف تؤثر عملية اشتقاق الأسهم على بناء المؤشر؟
- التمرين الأول: نفرض أن مؤشر موزون على أساس السعر يتضمن أسهم كما هو موضح أدناه

السهم	السعر يوم 1-3
A	100

60	B
40	c
50	D

المطلوب:

- أحسب قيمة المؤشر يوم 3-1
- نفترض انه في 3-2 ارتفع سعر سهم A ب 20% احسب قيمة المؤشر مقارنة باليوم 3-1
- نفترض ارتفاع سعر سهم الشركة D ب 10 % احسب المؤشر وعائد السوق مقارنة بيوم 3-1
- نفترض تم اشتقاق السهم A بمعدل 4، وأصبح سعر السهم بعد الاشتقاق 30 د احسب قيمة المؤشر والمقسوم عليه وعائد السوق.

التمرين الثاني: نفترض مؤشر المحسوب على أساس الأوزان النسبية يضم ثلاثة أسهم

السهم	السعر p
A	100
B	50
c	20

المطلوب:

- أحسب قيمة المؤشر
- نفترض ارتفاع سعر سهم C ب 50% ، احسب قيمة المؤشر وعائد السوق؟
- نفترض قيام الشركة A باشتقاق السهم بمعدل 2، احسب قيمة المؤشر ؟

التمرين الثالث: يتكون مؤشر أحد الأسواق من (4) أسهم، وكانت الأسعار خلال يومين متتالين كالاتي

سهم الشركة	Pt-1	pt

26	22	A
31	29	B
33	23	C
14	13	D

إذا علمت أن أساس المؤشر بلغ 101، احسب قيمة المؤشر مستخدماً الوسط الهندسي وعائد السوق.

التمرين الرابع: يتكون مؤشر من 4 أسهم (a,b,c,d) وقد وردت بياناتهم بين فترتين كالتالي:

السهم	العدد Q	pb	Pt	V1	V2
a	20	12	17	600	650
b	15	17	12	450	330
c	20	3	6	220	290
d	25	12	13	100	130

المطلوب: احسب معدل العائد على المؤشر بين الفترتين.

بحوث تطبيقية في أسواق رأس المال:

يتم تناول مجموعة من البحوث الصفية تزامنا مع سلسلة من التمارين، دعما لمكاسب الطالب على مستوى المحاضرات، وفيما يلي قائمة هذه البحوث وأهم العناصر التي يمكن احتويها.

1- الانتقال من الوساطة المالية إلى اللاوساطة

يتناول هذا البحث آليات الانتقال من الوساطة المالية إلى اللاوساطة وأسباب ومظاهر ذلك، بالإسقاط على أهم الاقتصاديات المعاصرة، باعتبار الوساطة المالية تعبر عن شراء أصول أولية من المقترضين النهائيين وإصدار أصول ثانوية (ديون) لصالح المقرضين (المدخرين) بما يحقق التوزيع الأمثل والكفاء للموارد بجمع الموارد المالية من وحدات الفائض عن طريق بيع أوراق مالية ثانوية لهم. أما إذا اقتصر على الأعمال البنكية (الوساطة البنكية) فنجدها تعبر عن تلقي الودائع من الوحدات ذات الفوائض ثم منح قروضا للوحدات من ذوي العجز التمويلي. لذلك التحدي القائم اليوم كيف يمكن الانتقال من الوساطة المالية إلى اللاوساطة المالية التي ينظر إليها. لذلك فإن هذا البحث يركز على العناصر التالية:

- الوساطة المالية ومظاهرها؛
- الانتقال من الوساطة المالية اللاوساطة وبرز اقتصاديات الأسواق المالية.
- المقارنة بين اقتصاديات المديونية واقتصاديات الأسواق المالية من خلال دراسة حالة.

2- دور بنوك الاستثمار في تنشيط السوق الأولية. دراسة حالة

يطلق على الوسيط التقليدي في السوق الأولية "بنك الاستثمار" ويتمثل النشاط الرئيسي لبنك الاستثمار في مقابلة البائعين بالمشتريين. أي إن البنوك الاستثمارية لا تمارس نشاطاً مصرفياً بالمعنى المعروف (أي أنه لا يمنح القروض ويقبل الودائع)، إنما هو بنك يقوم بتمويل شراء إصدار من شركات بالكامل وإعادة بيعه للجمهور. كما أن تمويله لشراء الإصدار لا يمثل استثماراً دائماً، بل هو استثمار مؤقت ينتهي بمجرد نجاحه في التخلص من الإصدار بالبيع. لذلك يركز هذا البحث على العناصر التالية:

- ماهية البنوك الاستثمارية؛
- السوق الأولية وأساليب الإصدار؛
- كيفية المفاضلة بين البنوك الاستثمارية وأهمية ذلك في تنشيط السوق الأولية؛
- دراسة حالة بنك ميرنلاننش merrilynch .

3- دور صناديق الاستثمار في تنشيط السوق الثانوية، دراسة حالة تطبيقية

تعتبر صناديق الاستثمار من الأدوات الاستثمارية التي تتم إدارتها من قبل أشخاص متخصصين في السوق المالي، وتساهم في زيادة رؤوس الأموال عن طريق بيع الأسهم التي يُطلق عليها مسمى وحدات ضمن مجموعة من الأوراق المالية، وتُستثمر صناديق الاستثمار ورؤوس الأموال في حزمة مشتركة يُطلق عليها مسمى مُحفظة، والتي تجمع الأوراق المالية والمنتجات وغيرها من الأشياء المتوافقة مع الصندوق، وتلعب هذه الصناديق دور مهم في تنشيط الأسواق الثانوية، لذلك يركز هذا البحث على النقاط التالية:

- ماهية الصناديق الاستثمارية؛
- السوق الثانوية وتقسيماتها؛
- أهمية الصناديق الاستثمارية في تنشيط الأسواق الثانوية.

"4- تقييم شركة لغرض الدخول إلى البورصة، دراسة حالة

تعتبر عملية التقييم للمؤسسة وسيلة لبلوغ مختلف أهدافها، إذ يسمح تحديد قيمة المؤسسة باتخاذ مختلف القرارات، ومنه فإن تقييم المؤسسة بدون أدنى شك مسألة مالية معقدة، حيث أن المسار المتبع في هذه العملية مرتبط أساساً بموضوع التقييم؛ العوامل التي تؤثر على قيمة المؤسسة؛ والخطوات المتبعة لتقييم المؤسسة. لذلك فإن هذا البحث يركز على النقاط التالية.

- مفهوم تقييم الشركة.
- مداخل تقييم الشركة لغرض الدخول إلى البورصة
- أهمية التقييم في تحقيق قيمة الشركة.

5- مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية، دراسة حالة عدة أسواق مالية

من المتعارف عليه أن مؤشرات الأداء تركز على مدى قدرة المنشأة أو المؤسسة أو السوق بتحقيق أهدافه وفق ما هو مخطط له، وإذا تم تطبيق ذلك على الأسواق المالية في عموها فنجد أدائها تتجاذبه مجموعة من المؤشرات بعض يرتبط بعوامل داخلية بحتة ، في حين ترتبط عوامل أخرى بمتغيرات خارجية، ولعل من ابرز هذه المؤشرات مؤشر السوق المالي ذاته، مؤشرات حجم السوق، الرسملة البورصية ، حجم التداول، معدل الدوران ، بالإضافة إلى المؤشرات الكيفية المرتبطة بالبنى التحتية للسوق والتشريعات والتنظيمات ومدى انسجامها مع المعايير الدولية ذات الصلة.

وعليه فأن هذا البحث يركز على المحاور التالية

- التعريف بأهمية تقييم الأداء؛
- المؤشرات الكمية لقياس أداء الأسواق المالية؛
- المؤشرات الكمية لقياس أداء الأسواق المالية؛
- تقييم أداء مجموعة من الأسواق المالية.

6- أساليب تقييم أدوات أسواق رأس المال دراسة حالة

تعتبر الأدوات المالية المستخدمة في سوق رأس المال جوهر السوق ذاته ومحركه الأساسي، وتتكون في العادة من أدوات مالية تقليدية تتشكل إما أدوات ملكية أو أدوات دين. أو أدوات مالية مستحدثة، كالخيارات والعقود المستقبلية والعقود الآجلة، بالإضافة إلى الصكوك الإسلامية، حيث يسعى المستثمرون إلى حيازة مختلف هذه الأدوات أملا في تحقيق العوائد، عند تشكيلهم للمحافظ المالية خاصة، لذلك لا يكتفي المستثمر بحيازاتها إنما يستوجب التقييم الدوري لها لضمان سيرورة عوائده ، وعادة ما يتم ذلك من خلال مجموعة من أساليب التقييم، وفي هذا البحث سيتم التفصيل في ذلك من خلال تناول النقاط التالية:

- الأسهم والسندات وأساليب تقييمها؛
- الصكوك الإسلامية وأساليب تقييمها؛
- المشتقات المالية وأساليب تقييمها.
- دراسات حالات وحل تطبيقات

7- تركيبة أسواق المال وآليات التعامل فيه، دراسة حالة

تعتبر سوق رأس المال من أهم مكونات الأسواق المالية في الاقتصاديات الحديثة التي تختص بالمعاملات المتوسطة والطويلة الأجل سواء كانت تتداول في البورصة أو خارجها، سنركز في هذا البحث على تنظيم السوق المالية المنظمة واليات العامل فيها، باعتبارها تقتضي وجود قاعة تداول ووسطاء وطرق تداول وهيئة تشرف على السوق؛ وأوامر وطرق تسعير تعكس رغبات كافة المتعاملين والمتدخلين فيها؛ وفي هذا البحث سيتم التركيز على النقاط التالية:

- تركيبة أسواق المال (هيئة السوق، السماسرة، البورصات....)؛
- الأوامر ومراحل تنفيذها؛
- طرق التسعير في السوق.
- دراسة حالة تطلبية

8- التحليل الفني للأوراق المالية، دراسة حالة

يهتم التحليل الفني بتحليل العرض والطلب للتنبؤ وتحديد اتجاه السعر ومعرفة معنويات السوق وهناك أنواع وطرق للتحليل الفني منها تحديد الاتجاه. نقاط الدعم والمقاومة، النماذج السعرية، مؤشر المتوسطات المتحركة، المؤشرات الفنية. لذلك فإن هذا البحث يركز على النقاط التالية:

- ماهية التحليل الفني؛
- نظرية داو؛
- مؤشرات التحليل الفني؛
- دراسة حالة سوق معينة.

9- التحليل الأساسي للأوراق المالية، دراسة حالة

التحليل الأساسي هو طريقة لتحليل الأسواق المالية بغرض التنبؤ بالأسعار، وبالتالي قياس القيمة الذاتية للأوراق المالية من طريق اختبار العوامل الاقتصادية والمالية المرتبطة بها، إذ يدرس كل ما قد يؤثر في قيمة الورقة المالية، بدءاً من عوامل الاقتصاد الكلي، كالحالة يركز على تحليل الحالة العامة للاقتصاد، و حالة القطاع وكذلك التحليل المالي للمنشأة. وعليه فإن هذا البحث يركز على النقاط التالية:

- ماهية التحليل الأساسي؛
- مستويات التحليل الأساسي ومؤشراته؛
- دراسة حالة سوق معينة.

10- الهندسة المالية والتغطية من المخاطر، دراسة حالة

ترتكز الهندسة المالية على مجموعة من الأدوات والآليات المبتكرة والمستجدة التي تستخدم في أسواق المال عموماً، وذلك من أجل التغطية من المخاطر، لذلك يتمحور هذا البحث حول النقاط التالية:

- ماهية الهندسة المالية؛
- أدوات الهندسة المالية والتغطية من المخاطر؛
- آليات الهندسة المالية والتغطية من المخاطر؛
- دراسة تطبيقية.

11 - تذبذبات مؤشرات أسواق المال وتأثيرها على أداء السوق ... مع دراسة حالة

لاشك أن تداول الأوراق المالية في أسواق المال أصبح الجانب الأهم في اقتصاديات الأسواق المالية. وفي حالة إذا كانت هذه الأسواق تتسم بقدرٍ من الكفاءة، فإن تلك المؤشرات التي تقوم بقياس حالة السوق، سوف تعمل كمرآة للدلالة على الحالة الاقتصادية للدولة بشكل عام. كما أن المؤشرات المختصة بأسعار الأسهم، تستطيع أن تتنبأ بالحالة الاقتصادية التي قد تكون عليها الدولة مستقبلاً. لذلك يركز هذا البحث على محاولة فهم تأثيرات تذبذبات هذه المؤشرات على أداء السوق من جهة والاقتصاد من جهة أخرى، من خلال التطرق للنقاط التالية:

- ماهية مؤشرات أسواق المال؛
- أساليب بناء المؤشر؛
- دراسة حالة تطور مؤشرات بعض الأسواق وتأثير ذلك على أداء السوق والاقتصاد.

12- السوق المالية الإسلامية، دراسة حالة

يعرف العالم تنامي تعاملات السوق المالية الإسلامية وذلك لما توفره من أدوات واليات بديلة، خاصة بعد الأزمات المالية التي عرفتتها ابرز الأسواق المالية العالمية، ما جعل الكثير من المستثمرين

ومستخدمي الخدمات المالية يعتبرونها خيارا استراتيجيا لاتخاذ قراراتهم التمويلية و لتنمية استثماراتهم ، وقد ساهم في ذلك توجه الكثير من الأسواق المالية التقليدية إلى توفير البيئة المناسبة لاستقطاب هذه الآليات التمويلية، بما يسهم في انتعاش الاقتصاد وزيادة حركتيه. لذلك يركز هذا البحث على محاولة فهم آليات وأدوات السوق المالية الإسلامية من خلال التطرق إلى النقاط التالية:

- آليات وأدوات السوق المالية الإسلامية؛

- شروط قيام السوق المالية الإسلامية وكيفية التعامل فيها؛

- دراسة حالة سوق مالية إسلامية.

13- تقييم أداء بورصة الأوراق المالية في الجزائر

حاولت الجزائر منذ نهاية التسعينيات مواكبة التطورات الحاصلة في مجال أسواق المال من خلال إطلاقها بورصة للأوراق المالية كآلية لاستقطاب الرساميل وتمكين المؤسسات من آليات تمويلية جديدة تقوم على طرح أوراق مالية للاكتتاب العام، إلا أن المتتبع لأداء بورصة الجزائر بعد مرور أكثر من 20 سنة يقف على ضحالة أدائها، وذلك نتاج مجموعة من الأسباب بعضها يتعلق بالبيئة الاقتصادية وطبيعة المؤسسات الجزائرية وبعضها الآخر يتعلق بالسوق ذاته، وعليه، في هذا البحث سيتم التطرق للنقاط التالية:

- ظروف نشأة بورصة الأوراق المالية في الجزائر

- تقسيمات سوق رأس المال في الجزائر

- آليات التعامل في بورصة الأوراق المالية في الجزائر

- قياس أداء بورصة الأوراق المالية في الجزائر 2000-2022

المصادر والمراجع

المصادر والمراجع:

1- المراجع باللغة العربية

- أحمد أبو الفتوح على الناقية، نظرية النقود والأسواق المالية، مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية، مكتبة الإشعاع، الإسكندرية، مصر، 2001.
- أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002 - 2003.
- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية- إطار في التنظيم وتقييم الأدوات-، دار البازوري للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2010.
- أنطوان الناشف، خليل الهندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2000.
- بن عبي فريد، تقييم السوق النقدية الجزائرية كأداة لإعادة التمويل، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد 14، 2013.
- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
- حسين عطا غنيم؛ دراسات في التمويل؛ الدار الجامعية؛ القاهرة، مصر، 2005.
- حسين بني هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، عمان، الأردن، 2002.
- حسان خبابية، دور الخصوصية وبورصة الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد، رسالة ماجستير، جامعة فرحات عباس سطيف، 2005.
- زياد رمضان، مروان شموط، "الأسواق المالية"، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.
- ضياء مجيد موساوي، البورصات، أسواق المال وأدواتها- الأسهم والسندات-، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2008.
- طارق الحاج، مبادئ التمويل، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، الطبعة الأولى، 2002.
- طارق حماد عبد العال، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
- صلاح عبد النافع الزر يري، غازي فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر عمان، 2000.
- عاطف وليم أندراوس، " أسواق الأوراق المالية، الدار الجامعية؛ القاهرة، مصر، 2006.

- عاطف وليم أندراوس، " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحويل لاقتصاد السوق"، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005.
- عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، 2011.
- عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان 2014.
- عبد النافع عبد الله الزرري، غازي توفيق فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2001.
- علي عبد المنعم السيد، النقود والمصارف والأسواق المالية، الطبعة الأولى دار حامد، عمان 2004.
- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، جدار للكتاب العالمي، عمان، الأردن، 2006.
- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، " أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة"، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، الجزء الأول، 2005.
- محفوظ جبار ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثاني، دار هومة، الجزائر، 2002،
- محفوظ جبار، تنظيم وإدارة البورصة" سلسلة التعريف بالبورصة، الجزء الثالث، دار هومة، الجزائر 2002.
- محفوظ جبار، سامية عمر عبدو، أسواق رأس المال الدولية، الهياكل والأدوات، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، بسكرة، العدد 03، 2008.
- محمد الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، 2007.
- محمد عبده محمد مصطفى، "تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، القاهرة، مصر؛ 1998.
- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية، دار النفائس الأردن، 2010.
- محمود سحنون: الاقتصاد النقدي والمصرفي دار بهاء الدين للنشر والتوزيع، الجزائر 2003.

- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية- مؤسسات، أوراق، بورصات-، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ط1، 2005، ص277.
- محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2003.
- مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، 2009.
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.
- منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر. 2006.
- هيثم صاحب عجام، نظرية التمويل، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، الجزء الأول، 2001.
- ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية. المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع. بيروت، لبنان، 1998.
- هشام السعدني، خليفة بدوي، عقود المشتقات المالية: دراسة فقهية اقتصادية مقارنة، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر 2011.
- هشام فضلي، تداول الأوراق المالية والقيود في الحساب، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2005.
- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- هيثم محمد زغبى، الإدارة المالية و التحليل المالي، دار الفكر للطباعة و النشر و التوزيع، عمان - الأردن، الطبعة الأولى، 2000.

2- المراجع باللغة الأجنبية:

- *Dominique Poincelot, Les Marchés de Capitaux Français, édition management société, paris, France, 1998*
- *FREDERIC Miskin et al, Monnaie Banque et Marchés Financiers, Pearson Education, France, 9^{eme} édition 2010.*
- *Joël PRIOLON , les marches financiers ,édition economica, paris, 2004*
- *Sophie Brana ;Et Autre, Économie Monétaire Et Financier, Dunod ; Paris ;2003*