



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: علوم التسيير



رقم المطبوعة:/2024

مطبوعة بيداغوجية بعنوان:

محاضرات في مادة أسواق رأس المال

موجهة لطلبة السنة الثانية، طور ماستر

شعبة: علوم التسيير

تخصص: إدارة مالية

من إعداد الدكتور: قرفي عمار

الرتبة: أستاذ محاضر "أ"

السنة الجامعية 2024/2023

فهرس المحتويات:

الصفحة	العنوان
i-v	فهرس المحتويات
أ	مقدمة
	المحور الأول: ماهية السوق المالي (البورصة)
2	المطلب الأول: مدخل إلى البورصة
2	أولاً: ماهية البورصة ونشأتها
4	ثانياً: أنواع البورصات
6	المطلب الثاني: وظائف السوق المالي، عملياتها ودورها الاقتصادي
6	أولاً: وظائف السوق المالي وعملياتها
8	ثانياً: الدور الاقتصادي للسوق المالي
11	ثالثاً: بعض تجارب البورصات العالمية
	المحور الثاني: تنظيم أسواق رأس المال
13	المطلب الأول: تنظيم سوق رأس المال، مكوناته وإجراءات التعامل فيه
13	أولاً: شروط قيام سوق رأس المال
13	ثانياً: الهيئات المنظمة للسوق المالي
14	المطلب الثاني: المتدخلون في بورصة الأوراق المالية
16	المطلب الثالث: أوامر التنفيذ في السوق المالي وطرق التسعير
16	أولاً: أنواع الأوامر في السوق المالي
19	ثانياً: تكاليف الأوامر

20	ثالثا: عمليات التسعير والتقييم في البورصة
المحور الثالث: السوق النقدية	
24	المطلب الأول: مفهوم السوق النقدية والمتدخلون فيها
24	أولا: مفهوم السوق النقدية وخصائصها
24	ثانيا: المتدخلون في السوق النقدي
26	المطلب الثاني: منتجات السوق النقدية
27	أولا: شهادات الإيداع القابلة للتداول
27	ثانيا: الكمبيالات (القبولات) المصرفية
27	ثالثا: الأوراق التجارية
28	رابعا: قرض فائض الاحتياطي الإلزامي
28	خامسا: قروض الدولار الأوربي
29	سادسا: اتفاقيات إعادة الشراء
29	سابعا: أذونات الخزينة
29	ثامنا: شهادات المديونية وكمبيالات الخزنة
المحور الرابع: الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي وطرق تقييمها	
31	المطلب الأول: الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي
31	أولا: الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي
34	ثانيا: العوامل المؤثرة على سعر الورقة المالية
35	المطلب الثاني: تقييم الأسهم والسندات
35	أولا: الأسهم العادية

38	ثانيا: طرق تقييم الأسهم العادية
50	ثالثا: تقييم الأسهم الممتازة
المحور الخامس: كفاءة الأسواق المالية	
52	المطلب الأول: تعريف ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية
52	أولا: تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية
53	ثانيا: متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية
57	ثالثا: المعلومات وأسواق الأوراق المالية
58	المطلب الثاني: المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية والعلاقة بين هذه المستويات
58	أولا: المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية
59	ثانيا : العلاقة بين أشكال كفاءة أسواق الأوراق المالية
60	المطلب الثالث: أهمية السوق المالي الكفاء وشروط تحقيقها لسوق المال
60	أولا: أهمية السوق المالي الكفاء
61	ثانيا: شروط تحقق الكفاءة في السوق
المحور السادس: الأسواق المشتقة	
63	المطلب الأول: ماهية المشتقات المالية
63	أولا: تعريف المشتقات المالية والمتعاملون فيها
63	ثانيا: خصائص المشتقات المالية
64	ثالثا: أنواع المشتقات المالية
64	المطلب الثاني: أسواق الاختيارات (عقود الخيارات المالية):
65	أولا: مفاهيم عامة حول عقود الخيار

65	ثانيا: أنواع عقود الخيار
66	ثالثا: المصطلحات الأساسية في عقود الاختيار
67	رابعا: كيفية عمل عقود الخيار وكيفية حسابها
75	المطلب الثالث: العقود الآجلة
75	أولا: تعريف العقود الآجلة
76	ثالثا: كيفية عمل العقود الآجلة
79	المطلب الثالث: العقود المالية المستقبلية Financial futures :
79	أولا: تعريف العقود المالية المستقبلية
79	ثانيا: خصائص العقود المستقبلية
80	ثالثا: نظام الهامش في سوق العقود المالية المستقبلية
81	رابعا: غرفة المقاصة
81	خامسا: استخدامات العقود المستقبلية
86	سادسا: مقارنة بين العقود المستقبلية وعقود الخيار
86	سابعا: مقارنة بين سوق العقود المستقبلية و سوق العقود الآجلة
88	المطلب الرابع: أسواق الاستبدالات (عقود المبادلة)
88	أولا: تعريف
88	ثانيا: أركان عقود المبادلة
89	ثالثا: استخدامات عقود المبادلة

89	رابعاً: أهداف عقود المبادلة
92	خامساً: أنواع عقود المبادلة
	المحور السابع: مؤشرات أسواق الأوراق المالية
95	المطلب الأول: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية
95	أولاً: تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية
96	ثانياً: استخدامات المؤشر في أسواق الأوراق المالية
98	المطلب الثاني: المتغيرات الأساسية لترجيح مؤشرات سوق الأوراق المالية
103	المطلب الرابع: مؤشرات أسواق الأوراق المالية
103	أولاً: أنواع المؤشرات
104	ثانياً: المؤشرات الدولية لأسواق الأوراق المالية
109	المطلب الخامس: تسجيل وحساب المؤشرات في البورصة
109	أولاً: تسجيل المؤشرات في البورصة
110	ثانياً: حساب قيمة المؤشر
112	خاتمة:
113	قائمة المراجع والمصادر:

مقدمة:

للسوق المالي دور هام في اقتصاديات معظم الدول لما لها من أهمية حيوية في تمويل الأنشطة الاقتصادية و تحقيق التنمية الدائمة بكفاءة عالية، وعلى ذلك تبدو أهميتها عند الاقتصاديين.

وأهم موضوع تركز عليه المؤسسات مهما كانت أنواعها وأحجامها وكيفية الحصول على الأموال لتمويل عملياتها الإنتاجية وضمان الاستقرار والاستمرارية، وقد ساد العشريتين الأخيرتين اعتماد المؤسسة على أموالها الخاصة وذلك عن طريق رفعها وتنميتها بدلا إلى اللجوء إلى القروض وهذا ما زاد في أهمية البورصة، إذ تعتبر البورصة قناة من قنوات الادخار، حيث يتم جمع هذا الأخير من الجمهور وإعادة ضخه في الاقتصاد ككل كما تحتوي على عدة أدوات مالية تجلب المستثمرين وتضمن لهم الحماية من المخاطر، كالتقلبات في الأسعار، من بين هذه الأدوات العقود المستقبلية والاختيارات لمختلف أنواعها، أضف إلى ذلك مؤشرات البورصة التي كانت تستعمل لمعرفة اتجاه السوق وأصبحت هي الأخرى تباع وتشترى شأنها شأن أي ورقة مالية.

لقد عمل المختصون على إيجاد وسيلة لقياس التغيرات التي تحدث في المنتجات المالية المطروحة للبيع والشراء ومن جهة أخرى تحسين وضعية الاقتصاد وإمكانية التنبؤ بها، وهنا بدأت أهمية المؤشرات البورصية تظهر في توضيح اتجاه الأسعار في البورصة، ولكن هناك باحثون يخالفون هذا الرأي، ذلك أنّ الأدوات المالية بصفة عامة والإفراط في استعمال المؤشرات بصفة خاصة قد ساهما بقسط كبير في انهيار البورصات العالمية في سنة 1987 كما أذى الاستعمال المكثف للمؤشرات في الاستيراد بها في المعاملات لا سيما اتخاذ القرارات الاستثمارية إلى سيطرتها على البورصات العالمية سيطرة كلية ومهدت لظهور المؤشرات المالية، ويمكننا من خلال هذا طرح الإشكالية التالية:

- ماذا نعني بالسوق المالي؟ وما هي أنواعها، وما هي الأطراف المتدخلة فيها؟
- كيف يتم تنظيم السوق المالي، وما هي الأوراق المالية المتداولة فيها، وما الفرق بينها وبين السوق النقدي؟
- ماذا يقصد بكفاءة السوق المالي، وما هي الخصائص التنظيمية للسوق الكفؤ؟
- ماذا نقصد بمؤشرات البورصة؟ وفيما تتمثل استخدام هاته المؤشرات؟

لذلك نتعرض من خلال هذه الدروس إلى الإجابة على هذه التساؤلات المطروحة اعتمادا على المنهج الوصفي التحليلي وذلك من خلال التعاريف والعموميات بالإضافة إلى المنهج التاريخي الذي يعتمد على سرد أهم مجريات التغيير في البورصة والتغيرات التي طرأت على مؤشراتنا.

المحور الأول: ماهية السوق المالي (البورصة)

المطلب الأول: مدخل إلى البورصة

نظرا للأهمية الكبرى التي تتسم بها البورصة والمتمثلة في عكسها لمختلف التغيرات والتطورات الاقتصادية العالمية التي تحدث دوريا وفي فترات قصيرة.

فالبورصة إذا بمثابة جهاز لقياس قوة أو ضعف اقتصاد بلد ما وهذا بصفة مستمرة أو هي دائرة من الدوائر الأساسية التي تساهم في تمويل قطاعات النشاط الاقتصادي وهذا باعتبارها سوقا للبضائع أو الذهب والعملات الصعبة، أو الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركات، من أجل هذا كله كانت البورصة محل اهتمام الكثير من الدول بما فيها تلك السائرة في طريق النمو والمتخلفة.

و سنتناول في هذا المبحث عرض لماهية البورصة، من حيث النشأة و التطور، و أنواع البورصات، وشروط قيام بورصة فعالة، و مختلف الأدوات المتداولة بالبورصة ضمن الآتي:

أولا: ماهية البورصة و نشأتها

1- مفهوم البورصة:

هناك العديد من التعاريف للبورصة، اختلفت في العديد من الجوانب و اتفقت في جوانب أخرى ومنها نذكر:

* البورصة "هي سوق التعامل بالأوراق المالية بيعا، وشراء، أو هي سوق الأوراق المالية بكافة أنواعها، و أشكالها"⁽¹⁾.

* البورصة بالمفهوم الاقتصادي هي: "مكان يلتقي فيه البائعون و المشترون - من خلال سمسرة - لتبادل سلعة هي الأسهم و السندات، وتعرف بسوق المال طويل الأجل، وهي اقرب من السوق الكاملة"⁽²⁾.

* البورصة أو سوق التداول هي: "سوق ثانوية تقوم بأداء دور مزدوج، فهي تعمل على التقاء العرض بالطلب، حيث أن أداها ممثلة في قيم منقولة"⁽³⁾.

* البورصة هي: "سوق منظمة، تنعقد في مكان معين، وفي أوقات دورية بين المتعاملين في بيع وشراء الأوراق المالية التي تصدرها الشركات و الدول"⁽⁴⁾.

من جملة التعاريف السابقة نستخلص تعريفا شاملا للبورصة على أنها:

1 مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية - البورصات و مشكلاتها، الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003، ص 216 .

2 محمد أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، موقعها من الاسواق - احوالها و مستقبلها، دار الوفاء للطباعة، الاسكندرية - مصر، 2000، ص 36 .

3 انطوان الناشف - خليل الهندي، العمليات المصرفية و السوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس- لبنان، 2000، ص 45 .

سوق منظمة، يلتقي فيها دوريا أعوان مختصون معتمدون - السماسرة - لإبرام صفقات بيع أو شراء لقيم منقولة: الأسهم، السندات، المشتقات المالية فالبورصة إذن تختص بالتمويل طويل الأجل، تقوم بتعبئة المدخرات و توجيهها نحو الاستثمار في مختلف الأدوات ، مما يحقق حركية و سيولة أكثر في السوق.

2- نشأة البورصة:

عرفت المجتمعات وجود مؤسسات للبورصة منذ سنوات قديمة، إلا أنها لم تظهر بالشكل التنظيمي المعروف حاليا، وقد مرت بمراحل كثيرة و متعددة.

ترجع نشأة الأسواق إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية بإنشاء collegin marcaterum في القرن الخامس قبل الميلاد، كما انشأ اليونان متجر المقايضات في أثينا، و كانت تلك الأسواق شبيهة إلى حد كبير بورصات التجارة في عصرنا الحاضر.

كما تعود كلمة البورصة إلى القرن 15م نسبة إلى عائلة Vander Bourse التي كانت تملك فندقا كان يجتمع فيه التجار القادمين من فلورنسيا إلى مدينة بريج البلجيكية، والتي كان يؤمه التجار من كافة المناطق حيث تطورت التعاملات فيه، ونظرا لعدم اصطحاب التجار بضائعهم معهم كانت تتم الارتباطات في شكل عقود وتعهدات، ومن ثم استبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على الثقة المتبادلة بين الأطراف المتعاملة.

وأتى لفظ Bourse ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملين معهم، لإبرام الصفقات والعقود والإنفاق الحاضر أو الآجل عليها وبالطبع كانت هناك أماكن أخرى يجتمع فيها التجار قبل هذا التاريخ ولم تكن قد سميت بالبورصات بعد، فعلى سبيل المثال كان الفراغة في مصر يسمحون للتجار بعرض بضائعهم والاتفاق عليه وتحديد أسعارها لدى عزيز مصر حيث كان يجتمع كل التجار لديه وتتم الصفقات أمامهم، كما عرف تجار العرب نظام بورصات السلع من خلال الشيخ "بندر التاجر" وتمويلها والاتفاق لأجل عليها⁽¹⁾.

وأول بناء أنشأ للبورصة وعرف بهذا الاسم هو بناء مدينة Amers في بلجيكا عام 1460 وفي هذا الصدد يجب أن نشير إلى أنها قامت عام 1952 بنشر تسعيرة الأسعار المسجلة ثم تلتها بعد ذلك ظهور العديد من البورصات في أوروبا، حيث تعتبر مدينة Lyon بفرنسا أول من نظمت بورصات للقيم ثم جاءت بورصة تولوز بباريس عام 1549 - 1563 ثم بورصة روما بإيطاليا عام 1566 لتأتي بعد ذلك بورصة بوردو بفرنسا 8 سنوات بعد ظهور بورصة باريس ثم ظهرت بورصة أمستردام بهولندا عام 1608 وفي بال عام 1683 وفي فينّا عام 1762 أمّ في بريطانيا فظهرت بورصة لندن عام 1773 وفي نيويورك عام 1792 التي تعتبر أهم بورصة للقيم في العالم نظرا لحجم التبادلات اليومية، وبورصة ليفربول 1873 .

وتجدر بنا الإشارة إلى أنّه في القرن السابع عشر ميلادي قام العاملون في البستنة في هولندا عقود آجلة بغية تغطية مخاطر انخفاض الأسعار.

1 عبد الباسط، فاء محمد حسين، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام للمالية الفردية، دار النهضة، القاهرة، 1996، ص ص 5 - 6.

ثانيا: أنواع البورصات

يمكن تصنيف الأسواق المالية إلى أنواع متعددة كما يلي⁽¹⁾:

1- التقسيم حسب آجال العمليات: استخدام معيار آجال العمليات لتقسيم الأسواق المالية يبرز لنا سوقين أساسيين يتمثلان في:

1-1- السوق النقدية:

تعرف السوق النقدية Money Market على أنها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال كل المتعاملين الاقتصاديين سواء كانوا مؤسسات أو أفراد أو جهات حكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة، كما عرفت بأنها سوق القروض قصيرة الأجل فيما بين المؤسسات المالية، أو كما تعرف بسوق السيولات أو سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل، وسوف يتم التطرق لهذه السوق بالتفصيل في المواضيع اللاحقة.

1-2- سوق رؤوس الأموال:

بصورة عامة يمكن تعريف سوق رؤوس الأموال بأنها السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل، سواء كانت هذه الأوراق تمثل مستند ملكية كالأسهم أو تمثل مستند مديونية كالسندات، وهذه الأوراق المالية ممكن أن تصدر عن منشآت الأعمال كما أنها ممكن أن تصدر عن الحكومة كما سنرى لاحقا.

2- أنواع البورصات من حيث التداول:

1-2- بورصة البضائع الحاضرة: وهي سوق منظمة، متخصصة في بيع وشراء السلع المتجانسة ذات الأهمية الإستراتيجية كالقطن، السكر، البن، القمح... وتعرف أيضا باسم "البورصة التجارية".

تسمح هذه البورصات المتخصصة بتمويل الأسواق بكل أنواع السلع اللازمة، و حسب أسعار العرض و الطلب.

2-2- بورصة العقود الآجلة: هي بورصة عقود ثنائية مضمونها التزامات قائمة على بضائع آجلة ، و يمكن دفع فرق السعر المتحقق حين تصفية العملية .

2-3- بورصة المعادن النفيسة: وهي البورصة التي تتداول فيها السلع المعدنية النفيسة، كالذهب، والفضة و الألماس...

2-4- بورصة القطع "العملات": حيث يتم تداول النقود فعليا في عمليات البورصة، بمعنى تبادل العملات عن طريق الصرف الآجل، أو العاجل.

2-5- بورصة الخدمات: تجمع البورصة أشكالا متعددة من الخدمات منها السياحة و الفنادق، بورصة التأمين، بورصة النقل و تأجير السفن.

1 شعبان محمد اسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية - دراسة تحليلية - دار الفكر، دمشق - سورية، 2002، ص 36 .

2-6- بورصة الأفكار: تعد من أحدث أنواع البورصات، يتم فيها عرض وبيع الحقوق، كحقوق الاختراع، حقوق العلامات التجارية، صفقات الإشهار ...

2-3- بورصة الأوراق المالية: وهي سوق منظمة، تتداول فيها الأسهم، والسندات، و المشتقات المالية تتحدد فيها الأسعار وفقا للعرض و الطلب، و تنقسم بورصة الأوراق المالية من حيث الوظيفة إلى سوقين⁽¹⁾:

2-3-1- السوق الأولية "سوق الإصدار": وهي السوق التي يتم فيها التعامل بالإصدارات الجديدة لأول مرة عن طريق ما يعرف بعملية الاكتتاب على شكلين:

- الاكتتاب العام لأول مرة من قبل الشركات عند التأسيس.

- الاكتتاب المغلق لزيادة رأس مال الشركات بعد التأسيس.

2-3-2- السوق الثانوية "سوق التداول": وهي السوق التي يتم فيها تداول الإصدارات القديمة التي تم إصدارها في السوق الأولية، حيث يتم التفاوض حول الأوراق المالية بيعا وشراء.

و ينقسم سوق التداول من حيث التسجيل إلى قسمين - نوضحه فيما يلي:

2-3-2-1- أنواع البورصات من حيث التسجيل: تنقسم بورصة الأوراق المالية من حيث التسجيل إلى قسمين⁽²⁾:

أ- سوق منظمة (رسمية): هي سوق تعمل بشكل رسمي، وتتمارس فيها المعاملات على ضوء قواعد ونظم محددة، وتحت رقابة حكومية، ويتطلب التعامل في الأوراق المالية أن تكون هذه الأوراق مسجلة في تسعيرة البورصة، ويشترط لتسجيل الأوراق المالية للشركات المقبولة في السوق الرسمية الشروط التالية:

- نشر تقرير عن أرباحها، وكذا كل ما يتعلق بالحسابات الختامية لكل دورة مالية.

- الحصول على موافقة لجنة الأوراق المالية بخصوص الأوراق المقبولة للتسجيل في تسعيرة البورصة.

فالسوق الأولي، والثانوي هي: أسواق منظمة يجرى التعامل داخلها في مكان محدد، و بقوانين صارمة و التعامل بأسلوب المزاد العلني على الأوراق المالية، حيث تسود هذه الأسواق المنافسة الكاملة وصولا إلى أفضل الأسعار و التي يتم بها تنفيذ العمليات، و بالتالي نجد أوراق مالية موحدة وتسعيرات متطابقة.

و من أمثلة البورصات المنظمة نذكر "بورصة طوكيو، بورصة نيويورك"⁽³⁾.

1 اسامة محمد الفولي - زينب عوض اله، اقتصاديات النقود و التمويل، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية - مصر، 2005، ص 265 .

2 عبد الغفار حنفي - رسمية قرياقص، أسواق المال و تمويل المشروعات، الدار الجامعية، الاسكندرية - مصر، 2005، ص 37-38 .

3 طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، 2005، ص 95.

ب- سوق غير منظمة (غير رسمية): هي تلك الأسواق التي لا تخضع للمحددات و الأساليب النظامية لنشاط البورصة الرسمية، حيث تختص بتداول الأوراق المالية لكل الشركات التي تعمل خارج مجال البورصة (أي خارج السوق الرسمية)، وتلك الأوراق غير مستوفاة لشروط البورصة، فأسعارها غير رسمية، و غير مقيدة بتسعيرة البورصة.

و يضم السوق الغير منظم كل من السوقين:

ب-1- السوق الثالث: هو سوق غير منظم، يتكون من السماسرة غير الأعضاء في البورصة المنظمة، يجرى التعامل فيه بأوراق مالية خارج البورصة الرسمية، و السبب في قيام هذا النوع من الأسواق هي الصعوبات التي غالبا ما تقابل المؤسسات عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية المقيدة في أسواق الأوراق المالية، واهم المؤسسات التي تنشط في هذا السوق: المؤسسات الاستثمارية كبيرة الحجم كصناديق المعاشات، حسابات الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

ب-2- السوق الرابع: هو سوق غير منظم، يجرى التعامل فيه بأوراق مالية غير مقيدة في التسعيرة الرسمية ولا مجال للوساطة في هذا النوع من الأسواق حيث يجرى التعامل بسرعة و بتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية، "و تمثل المعاملات خارج البورصة الأمريكية الجزء الأكبر من النشاط المالي حيث سجل ما قيمته 9.2 ترليون دولار عام 1996 للمعاملات المستقبلية"⁽¹⁾.

3- أنواع البورصات من حيث التعامل الجغرافي:

3-1- بورصات محلية: وهي بورصات محدودة التعامل في النشاط الإقليمي، تتميز بصغر حجم المعاملات.

3-2- بورصات عالمية (دولية): هي بورصات كبيرة الحجم تمتد معاملاتها إلى دول أخرى.

المطلب الثاني: وظائف السوق المالي، عملياتها ودورها الاقتصادي

أصبحت البورصة في الوقت الحالي ضرورة حتمية استلزمته المعاملات الاقتصادية بين الأفراد و الشركات ووجدت أساسا للقيام بمجموعة من الوظائف و الأدوار لأجل تنمية اقتصادية.

و تجارب البورصات في الدول المتقدمة كثيرة ومتنوعة لما هو في الدول النامية لظروف خاصة، وبناء عليه، سنحاول في هذا المبحث توضيح أهمية البورصة من حيث الوظائف، و الدور، ونظرة على تجارب البورصات العالمية.

أولا: وظائف السوق المالي وعملياتها

1- وظائف السوق المالي:

تشكل البورصة آلية هامة في تجميع الموارد و توظيفها في المشروعات الاستثمارية بما يحقق التنمية الاقتصادية، وتؤدي البورصة عدة وظائف من أهمها نذكر:

1 هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، الأردن، 2003، ص 59 .

* **الوظيفة التمويلية:** تعمل البورصة على تعبئة المدخرات السائلة و توجيهها نحو المشاريع لما يحقق التمويل المطلوب، فالبورصة تحول مدخرات الأفراد و استثماراتهم إلى الشركات، وهذه الاستثمارات تجمع التمويل اللازم لقيام المشاريع .

* **الوظيفة التثمينية (التسعيرية):** تقوم البورصة بآء عطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار للأوراق المالية المتداولة ، وظروف الاستثمار، حيث أن أسعار الصفقات تعلن بطريقة ظاهرة، ويمكن لجميع المتعاملين رؤيتها، ثم تسجل حركة الأسعار لجميع العروض و الطلبات في تسعيرة البورصة، وبالتالي تساعد الأفراد و المشروعات على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية⁽¹⁾.

* **الوظيفة الإعلامية:** تقدم البورصة معلومات دائمة عن الشركات المقيدة بالبورصة وتعاملاتها في شراء وبيع الأوراق المالية، ومؤشرات أسعار أوراقها المالية، ومعلومات عن أوضاع البورصة سواء للمستثمرين، أو المدخرين مما يجذب المدخرات، و يقلل من الخاطر.

* **الوظيفة التوزيعية:** تعد من أهم الوظائف الاقتصادية للبورصة، حيث تقوم البورصة بوظيفة توزيع القيم المتداولة على المستثمرين، بعرض مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصا أوسع للاستثمار في مختلف الأدوات، وبأفضل سعر ممكن، و بأدنى تكلفة.

2- عمليات البورصة: تنقسم عمليات البورصة سواء في البيع أو الشراء إلى عمليات عاجلة وعمليات آجلة.

إن البورصة بمفهومها الصحيح تعني عمليات بيع وشراء للأوراق المالية بين المتعاملين لآجال مختلفة، ويتم إبرام العمليات داخل البورصة حسب الالتزامات الزمنية إلى نوعين⁽²⁾:

2-1 - العمليات العاجلة "الفورية": وهي تلك العمليات التي يتم فيها دفع الثمن للبائع حالا، و تسليم القيم المتداولة للمشتري مباشرة، أو خلال فترة قصيرة لا تتعدى يومين.

فالحجاء إلى هذا الأسلوب من قبل المستثمرين يعود لسببين:

- الرغبة بالاحتفاظ بالأوراق المالية المشتراة لفترة زمنية بغية الحصول على الإيرادات المنتظمة.
- قصد المضاربة عند ارتفاع أسعارها ببيعها، و الحصول على سيولة نقدية فورية.

2-2 - العمليات الآجلة: تمثل الجزء الأكبر من عمليات البورصة، ويقصد بها تلك العمليات التي تمنح للمتعاملين إمكانية بيع وشراء الأوراق المالية لآجال متباعدة في الزمن، أو لفترة متفق عليها مسبقا تسمى "موعد التصفية" وعادة ما يكون بعد شهر⁽³⁾.

وتتم عمليات التصفية الآجلة في البورصة على نوعين:

1 أسامة محمد الفولي - زينب عوض اله، مرجع سبق ذكره، ص 273 .

2 رابح حدة، محاضرات في الأسواق المالية، السنة الرابعة علوم اقتصادية، تخصص مالية نقد و بنوك، جامعة بسكرة، 2004 / 2005، ص65.

3 مروان عطون، مرجع سبق ذكره، ص 223 .

أ- **عمليات آجلة قطعية:** يتم الالتزام بتنفيذها في تاريخ التصفية النهائي، حيث يدفع المشتري قيمة الأوراق المالية، و يسلم البائع الأوراق موضوع العقد، ولا يمكن التراجع عن تنفيذها وهو ما يؤدي إلى تعريض احد طرفي العقد إلى خسارة .

ب- **عمليات آجله بشرط:** يتم تنفيذ الصفقة في تاريخ التسوية بآء تفاق بين الطرفين، كما يمكن التراجع عن التنفيذ بشرط متفق عليه وقت إبرام الصفقة، ومن أشكال العمليات الآجلة بشرط نذكر:

● **عمليات آجلة بشرط التعويض:** و هي العمليات التي تمكن المتعاقدين من تنفيذ الصفقة في موعد التسوية أو الامتناع عن التنفيذ في مقابل دفع مكافأة (تعويض).

● **عمليات آجلة بشرط الزيادة (عقود الخيار):** تمكن هذه الصيغة المتعاقدين من تنفيذ الصفقة في موعد التسوية، أو إلغاء العقد من احد الطرفين على أن يدفع تعويضا للطرف الآخر كحق اختيار.

● **عمليات آجلة بشرط الانتقاء: (عقد خيار مزدوج):** يتضمن التعويض سعر خيارين (خيار شراء، وخيار بيع) وللطرف المتعاقد حق الخيار في تنفيذ الصفقة في موعد التصفية على حسب تحركات الأسعار.

● **المراجحة و الوضعية:** وهي تلك العمليات التي تتضمن نوعا من التسهيلات في التعامل، حيث تخول أنظمة البورصة للمتعاملين تأجيل موعد تسوية صفقاتهم إلى المواعيد المقبلة في مقابل دفع عمولة من المشتري تسمى "المراجحة"، وعمولة من البائع تسمى "الوضعية"⁽¹⁾.

ثانيا: الدور الاقتصادي للسوق المالي

تؤدي البورصة دورا هاما في الحياة الاقتصادية، اذ تعمل على تعبئة المدخرات و توظيفها على المدى الطويل، وأصبحت بذلك مقياسا للادخار و الاستثمار، ويظهر دور البورصة في الاتجاهات التالية:

1- دور البورصة بالنسبة للاقتصاد:

تعد البورصة أداة الدولة في تحقيق مجموعة من الأهداف، ويتضح دور البورصة في النقاط التالية:

1-1- التعامل في الأوراق المالية: إنَّ أول وظيفة في سوق الأوراق المالية، هي بيع وشراء الأسهم وسندات الشركات الخاصة والحكومية كما أنَّها تحقق السعر الحقيقي للأوراق شروط العلانية في عقد الصفقات وفي تسجيل الأسعار في مكان ظاهر ونشرها في النشرة اليومية بعد مراجعتها من قبل اللجنة المختصة، كل ذلك يعطي للسوق قوتها ليضمن سلامة العمليات التي تعقد بها.

1-2- استثمار رؤوس الأموال: يمتاز الاستثمار في سوق الأوراق المالية بمرونة التعامل في السوق وسهولة البيع والشراء مقارنة بصعوبة الاستثمار في شراء الأراضي الزراعية أو العقارات كما يتميز بإمكان استثمار أي مبلغ كبيرا كان أو صغيرا، ولأي مدة طالت أو قصرت كما

1 منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية - مصر، 1999، ص 83 .

لا يتطلب الاستثمار في الأوراق المالية أي خبرة خاصة ففي مقدور أي شخص استثمار أمواله في أسهم أي شركة زراعية كانت أم عقارية ويستفيد من نجاحها بصرف الأرباح كما يستفيد من ارتفاع أسعار الأسهم نتيجة تقدم أعمال الشركة.

أخيرا يمتاز الاستثمار في الأوراق المالية أنه يتيح الفرصة لتنويع الاستثمار إذ يمكن توزيع رأس المال المستثمر في سندات حكومية وفي أسهم شركات صناعية أو عقارية هذه الميزة تضمن عدم ضياع كل رأس المال في حالة فشل المشروع الوحيد الذي يركز فيه المستثمر رأسماله.

1-3- تشجيع و تعبئة المدخرات: تقوم البورصة بتعبئة المدخرات مع توفير درجة من السيولة لكل من المدخرين و المستثمرين، إذ يترتب على عملية التمويل في البورصة تسهيل الأوراق المالية و تحويلها إلى أموال قابلة للاستثمار في مختلف قطاعات الاقتصاد الوطني، كما أن إصدار الأوراق المالية بالبورصة يشجع على تعبئة المدخرات⁽¹⁾.

و تشير التقارير إلى أن نسبة ادخار المواطنين في الدول المتقدمة تتراوح ما بين 10 % - 15 % من دخولهم و يتم توجيهها إلى التوظيفات المالية للأجل البعيد⁽²⁾.

1-4- توجيه الاستثمار: عندما يقل سعر الفائدة بالبنوك عن الفائدة التي تفلها الأوراق المالية يسحب الجمهور ودائعه من البنوك و تنتقل رؤوس الأموال من البنوك إلى سوق الأوراق المالية والعكس بالعكس عند زيادة معدل الفائدة.

1-5- خلق رؤوس أموال جديدة: يضع المستثمر أوراقه المالية لدى البنوك يمكنه الاقتراض بضمائها مبلغا لشراء أوراق جديدة وذلك نظير فائدة معينة تقل غالبا عن الفائدة التي تفلها الأوراق وعندما يشتري المستثمر أوراق جديدة وترتفع أسعارها يزيد رأسماله الحقيقي.

1-6- ضمان سيولة أموال المستثمرين: البورصة هي وحدها التي تيسر للمستثمرين سبيل التخلص من الأسهم بالبيع وبذلك يستطيع أن يسترد أمواله، أما إذا استثمر أمواله في إحدى الشركات وكانت في حالة ضيق مالي لا يستطيع المستثمر أن يطلب من الشركة استرداد أمواله لأنها تحولت إلى موجودات ثابتة تتمثل في الأراضي والآلات ومواد أولية.

1-7- دفع عجلة الاقتصاد: تقوم البورصة بدور هام في تحقيق التنمية الشاملة في الاقتصاد، باعتبارها القناة التي تمر منها رؤوس الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز لأجل تمويل المشاريع، وتحقيق حركية في الاقتصاد، فالبورصة تعتبر جهازا ماليا هاما لتوزيع الادخار على مختلف الوحدات الاقتصادية التي تحقق الاستثمارات باعتبارها سوق منظمة تقوم على المنافسة.

1-8- مؤشر لقياس حالة الاقتصاد: يمكن للبورصة من قياس قوة الاقتصاد الوطني على المدى الطويل أو القصير، و تعد الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية للتحكم في كمية النقود لمعالجة التضخم و الانكماش، و بالتالي تعد مؤشرات البورصة انعكاسا حقيقيا لحالة الاقتصاد الوطني.

1 أنطوان الناشف - خليل الهندي، مرجع سبق ذكره، ص 55 .

2- دور البورصة بالنسبة للمؤسسات:

إن للبورصة دور هام بالنسبة للمؤسسة المقيدة فيها، و التي قد استوفت الشروط و القوانين الساري العمل بها في البورصة، نذكر أهميتها كما يلي:

2-1- الاستثمار في الأوراق المالية: تعد البورصة مجالا واسعا لجميع الشركات التي لها فوائض أو تعاني من عجز مالي آن تلجا غالى البورصة لتلبية حاجاتها، سواء بإصدار الأسهم و السندات، أو القيام بشراء القيم المعروضة، و بالتالي تحقيق عائد مالي .

2-2- وسيلة لزيادة رأسمالها: نلاحظ عند حاجة المؤسسة لزيادة رأسمالها أن تلجا إلى تمويل إضافي عن طريق إصدار أوراق مالية إضافية في السوق الأولية، ليكتتب فيها الأفراد و المتعاملين و تداولها في السوق الثانوية، مما يسمح بزيادة رأس مال الشركة و توسيع قاعدة المساهمين.

2-3- تأمين جو المنافسة: يقوم نشاط المؤسسات في البورصة على المنافسة التامة طالما أن بيع وشراء الأوراق المالية يتم عند مستويات أسعار متفاوتة عليها في تسعيرة البورصة، و بالتالي يتميز الوضع في البورصة بان جميع الأسعار التي تتم بموجبها الصفقات تعلن بطريق ظاهرة ، و تسجل في سجلات و تطبع في نشرات مما يمنع من حدوث مضاربات.

2-4- تقييم وضع الشركة: تقوم البورصة بعملية التقييم الدائم لأوضاع الشركة، فالتغير في قيمة سهم تعد وسيلة هامة للتنبؤ بأوضاع الشركة المستقبلية و إمكانية تحقيق أرباح إضافية و تنمية مواردها المالية.

3- دور السوق المالي (البورصة) بالنسبة للعائلات و المستثمرين:

يمكن حصر الفوائد التي تعود على القطاع العائلي و المستثمرين بالبورصة في النقاط التالية⁽¹⁾:

3-1- من منظور المردودية: تمكن البورصة القطاع العائلي من توظيف مدخراته في القيم المنقولة المعروضة بالبورصة لأجل الحصول على عوائد.

3-2- من منظور الضريبي: كثيرا ما تكون هناك إعفاءات ضريبية على القيم المنقولة (السندات) ويعد ذلك من الحوافز التي تشجع القطاع العائلي و المستثمرين من توظيف أموالهم في الأوراق المالية في البورصة.

3-3- من منظور فائض القيمة: يتجه المستثمرين إلى البورصة لتحقيق فوائض مالية من خلال عمليات المضاربة التي تجرى بالبورصة يباعا وشراء للأوراق المالية و استغلال الفوارق السعرية لتحقيق الأرباح، و منه يمكن القول أن البورصة هي قنوات استثمار أمام الأفراد، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول، و تحقيق جملة من المنافع الاقتصادية لكل الأطراف المتعاملة بها.

1 رابح حدة، مرجع سبق ذكره، ص67.

ثالثا: بعض تجارب البورصات العالمية

لاشك أن تجارب البورصات في الدول المتقدمة قد قطعت شوطا بعيدا في هذا المجال، حيث تتميز بوجود نظم قوية وفعالة للمعلومات تتيح للمتعاملين اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة، وذلك بفضل دقة المعلومات المقدمة عن الشركات المقيدة في البورصة و أوضاع السوق عامة. إضافة إلى دور التكنولوجيا و الاتصالات في معالجة المعلومات لخدمة القرارات، و تقليل المخاطر، كل هذه المميزات تسمح بقيام بورصات مالية متطورة، و من أهم البورصات العالمية نذكر:

1- البورصة الأمريكية: تعد "بورصة نيويورك" من اكبر البورصات منذ سنوات، وترجع إلى عام 1700 وكان يطلق عليها أحيانا "Big Bang"، وتقدم بورصة نيويورك مجموعة متكاملة من الخدمات المالية للمستثمرين و المدخرين ، تسجل تداول أكثر من 2500 سهم عادي وممتاز، و يتم تسجيل تداول الأسهم الأجنبية فيها عن طريق شركات الوساطة التي تقوم نيابة عن الشركة المصدرة للقيم بالأرباح ودفع العمولات⁽¹⁾.

وإلى جانب بورصة نيويورك هناك بورصات أخرى مثل: شيكاغو، لوس انجلوس، بوسطن، فيلادلفيا، و تتميز البورصات الأمريكية بالخصائص التالية:

- ◀ الكفاءة المرتفعة؛
- ◀ تقارير مالية متقدمة عن أوضاع البورصة؛
- ◀ وجود هيئات مختصة لحماية المعاملات داخل البورصة (هيئة لحماية المستثمرين، هيئة لحماية المدخرين)؛
- ◀ يتم فرض رسوم على الأوراق المالية الأجنبية؛
- ◀ تتداول الأوراق المالية إما عن طريق السوق الثانوية، أو خارج البورصة و التي تمثل الجزء الأكبر من المعاملات؛
- ◀ من المؤشرات المتداولة "مؤشر داو جونز" الذي يمثل 30 % من بورصة نيويورك، و مؤشر "ستاندردبور" يمثل 80 % من القيم المتداولة بالبورصة⁽²⁾.

2- البورصات الأوروبية: تعتبر "بورصة لندن" أهم مركز مالي على المستوى الأوروبي، وتحتل المركز الثالث بعد طوكيو، و نيويورك، أنشأت عام 1773 بتحويل فروعها إلى بورصات مستقلة في: برمنجهام، مانشستر، ليفربول، جلاسجو، يبلغ عدد الأوراق المالية المسجلة إلى ما يزيد عن 60 سهم بنسبة 50 % من إجمالي الأوراق المالية المسجلة في بورصات أوروبا.

1 فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية - مصر، 1999، ص 111.

2 <http://www.arab-api.org/course9/c9-4-5.htm> 13/2/2022

تتميز بورصة لندن بالخبرة الواسعة في المعاملات النقدية و المالية الدولية حيث تتم المعاملات فيها الكترونيا أو ما يعرف باسم "Tride Point of Investment"⁽¹⁾، حيث يمكن للمتعاملين إدخال الأوامر بأسعار محددة على أجهزة الكمبيوتر الشخصي، و عند تلاقي الأوامر عند سعر محدد تتم الصفقة آليا، و تسوى المعاملات الكترونيا من خلال غرفة المقاصة.

من أهم المؤشرات في بورصة لندن "مؤشر فاينانشال تايمز" الذي يمثل 30 % من الأوراق المالية المتداولة في البورصة.

3- البورصات اليابانية: تم إنشاء أول بورصة في اليابان بـ "طوكيو" عام 1978 و كانت أكثر تحديثا و تطورا مما جعلها كمنافس لبورصة نيويورك، "وقد وضعت إحصائيات عام 1990 في المرتبة الأولى عالميا من حيث حجم التداول الذي وصل إلى 3 مليار دولار، أي 40 % من مجموع التداول العالمي"⁽²⁾.

يتداول في بورصة اليابان مؤشرات عديدة أهمها "مؤشر نيكاي" الذي يتكون من 225 ورقة متداولة تمثل 70 % من حجم التداول للأوراق المالية.

من الواضح سيطرة البورصات اليابانية، ثم الأمريكية، و بعدها البورصات الأوروبية على نسب كبيرة من إجمالي التداول في بورصات العالم.

4- بورصة القاهرة: تحتل المرتبة الأولى عربيا لما لديها من تجارب في هذا الميدان باعتبارها أقدم بورصة عربية، أنشأت في عام 1898 و تعد أهم، وأنشط البورصات عربيا حيث توسعت نشاطاتها حتى بلغ رأسمالها عام 2000 حوالي 35% من إجمالي الناتج القومي، 230% شركات مسجلة.

في الختام، يعد فهم مدخل السوق المالي وأنواعه المختلفة أمرا ضروريا لتحقيق النجاح والاستقرار الاقتصادي. حيث الأسواق المالية تشكل بنية تحتية حيوية لتمويل الشركات والحكومات وتوجيه الموارد بكفاءة نحو الاستثمارات الأكثر إنتاجية. وتنوع هذه الأسواق بين سوق رأس المال، الذي يشمل الأسهم والسندات، والسوق النقدي الذي يركز على الأدوات المالية قصيرة الأجل، بالإضافة إلى الأسواق المشتقة التي تقدم أدوات لتحوط وإدارة المخاطر، والتعرف على الأنواع المختلفة للأسواق المالية يساعد المستثمرين والمؤسسات على تحديد الفرص والمخاطر المرتبطة بكل نوع. فمثلا، سوق الأسهم يوفر فرصا للنمو عبر الاستثمار في حقوق الملكية، بينما يوفر سوق السندات دخلا ثابتا واستقرارا نسبيا. السوق النقدي يقدم سيولة عالية وأمانا في الاستثمارات قصيرة الأجل، في حين أن المشتقات المالية تقدم أدوات معقدة لإدارة المخاطر والتحوط ضد تقلبات السوق.

و ينبغي على الحكومات والهيئات الرقابية الاستمرار في تطوير أطر تنظيمية تواكب التطورات السريعة في الأسواق المالية والتكنولوجيا لضمان بيئة استثمارية آمنة وعادلة، في النهاية، تشكل الأسواق المالية بمختلف أنواعها عمودا فقريا للاقتصاد العالمي، وتساهم في تعزيز النمو الاقتصادي والتنمية المستدامة. من خلال فهم عميق لهذه الأسواق وآليات عملها، يمكن للمستثمرين والمؤسسات الاستفادة من الفرص المتاحة وتحقيق أهدافهم المالية بكفاءة وفعالية.

1 وليد احمد صائي، سوق الأوراق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية، دراسة حالة سوق عمان المالي - رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وتمويل، جامعة الجزائر، 1996 / 1997، ص 122.

المحور الثاني: تنظيم أسواق رأس المال

المطلب الأول: تنظيم سوق رأس المال، مكوناته وإجراءات التعامل فيه

سوف نستعرض شروط تنظيم السوق المالي، والهيئات المنظمة لها المشرفة على وضع القوانين واللوائح التي تحكم عمل الأسواق المالية وتراقب الأنشطة المالية المختلفة. هذا التنظيم يهدف إلى الحد من المخاطر، منع التلاعب والاحتيال، وتوفير بيئة تنافسية عادلة. بالإضافة إلى ذلك يسعى إلى ضمان التدفق الحر للمعلومات، مما يسمح للمستثمرين باتخاذ قرارات مستنيرة تستند إلى بيانات دقيقة وموثوقة. كما نتطرق للمبادئ الأساسية التي يقوم عليها، وأثره الإيجابي على الاقتصاد والمجتمع ككل. سنتناول أيضاً مكونات وإجراءات التعامل فيه.

أولاً: شروط قيام سوق رأس المال

لأجل قيام سوق مالية فعالة تسمح للمؤسسات الاقتصادية من تمويل توسعاتها الاستثمارية، وكذا تمويل عجز ميزانية الدولة من خلال الأعوان ذو الفائص المالي، ينبغي توفر جملة من الشروط الأساسية لضمان أداء البورصة لنشاطها، و منها نذكر⁽¹⁾:

- وجود مكان محدد و معلوم عند كافة المتعاملين و الراغبين في التعامل.
- وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار، و تعدد الأدوات المالية المطروحة للاستثمار.
- نشاط متنوع لمؤسسات مالية و مصرفية من كافة التخصصات لتؤدي دورها في عدة مجالات وأهمها تعبئة المدخرات، و توليد الاستثمارات.
- سهولة الاتصال بين المتعاملين، و تطوير أجهزة التسجيل، و نظم المعلومات داخل البورصة⁽²⁾.
- تحديد إطار قانوني و قواعد خاصة لتنظيم و رقابة المعاملات التي تتم داخل البورصة، و لحماية المتعاملين من المخاطر.
- ضرورة النمطية في المعاملات المالية وهي الوسيلة التي يمكن بها توليد سوق ثانوية فعالة.
- الانفتاح الكبير على البورصات العالمية، ومواكبة تكنولوجيا الدول المتقدمة و التكيف مع التحولات.

و عموماً حتى تتحقق بورصة فعالة، و نشطة يجب العمل على تحقيق الكفاءة الإعلامية الكافية من حيث توفير المعلومات الاقتصادية و المالية و الإحصائية للمتدخلين بالبورصة، والتخفيف من الأعباء الضريبية وكذا وجود حد أدنى من الاستقرار السياسي لدعم نشاط البورصة.

ثانياً: الهيئات المنظمة للسوق المالي

بهدف حماية المدخرين، وتفادياً لكل التجاوزات التي يمكن أن تحدث في البورصة، فإنها تخضع إلى تنظيمات رقابية من طرف لجان مختصة بالنظام الداخلي للبورصة، تتأكد من صحة المعاملات، و سلامة الممارسات، وأهم تلك الهيئات الرقابية نذكر⁽³⁾:

1 أسامة محمد الغولي - زينب عوض اله، مرجع سابق، ص 264 - 265 .

2 شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 42.

3 شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 50.

1- اللجنة العليا لبورصة الأوراق المالية: و تمثل الإدارة العليا في البورصة، تتكون من مجموعة من الأعضاء، يقومون بالمهام التالية:

- الإشراف على سير العمل في البورصة و العمليات الجارية فيها.
- تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للبورصة.
- الإشراف على الأسعار، بتحديد أسعار الأوراق المالية التي تلتقي عندها جميع عروض البيع والشراء و الإعلان عنها.
- تسجيل الشركات و الهيئات التي تعقد صفقات بالبورصة .

2- اللجان الفرعية لبورصة الأوراق المالية: تتشكل هذه الهيئة من لجان فرعية تعمل على تنظيم و مراقبة جميع المعاملات بالبورصة، واهم هذه اللجان نذكر:

- لجنة التأديب: وتختص في فصل المخالفات بين أطراف العمل داخل البورصة.
- لجنة التحكيم: تعمل على حل المنازعات بين أعضاء البورصة و الوسطاء.
- لجنة التسعيرة: و تهتم بتحديد أسعار الأوراق المالية الرسمية ونشرها في البورصة.
- لجنة قيد الأوراق المالية: تختص هذه اللجنة بقبول أو رفض أوراق الشركات في جدول التسعيرة.
- لجنة المقاصة: تقوم بإجراء المقاصة بين عمليات أعضاء البورصة من بائعين ومشتريين.
- لجنة المراقبة: وتهتم بمراقبة أوضاع السوق، وحركات الأسعار، وطبيعة العمليات.
- لجنة السماسرة: تختص هذه اللجنة باختيار السماسرة وفقا للشروط الواردة في قوانين البورصة.

3- عضوية البورصة: تتكون الجمعية العمومية في البورصة من ثلاث مجموعات من الأعضاء:

- الأعضاء المنظمون: وهم المصارف، الشركات، صناديق الادخار التي تعمل في مجال الأوراق المالية.
- الأعضاء المراسلون: وهم السماسرة المقيدون في البورصات الأجنبية.
- الأعضاء العاملون: وهم السماسرة ، ومساعدوهم (الوكلاء ، الوسطاء ، صناع السوق..).

المطلب الثاني: المتدخلون في بورصة الأوراق المالية

ينشط في البورصة عدد كبير من المؤسسات و الشركات المقيدة ضمن تسعيرة البورصة، ويمكن توضيح المتدخلون على مستوى البورصة كما يلي:

- **عارضوا رؤوس الأموال (المقرضون أو المستثمرون التأسيسيون):** وهم أولئك الذين لديهم فائض في السيولة، ولا يرغبون في تركها جامدة من غير توظيف، فيدخلون البورصة بغرض استثمار أموالهم، وأهم هؤلاء المستثمرين نذكر⁽¹⁾:
 - شركات التأمين - صناديق الادخار و التوفير - صناديق المعاشات - البنوك التجارية - تجمعات التوظيف المشترك التي تكون مانحة لرؤوس الأموال .
- **طالبوا رؤوس الأموال (المقترضون):** يمثلون الفئة التي تكون بحاجة إلى أموال، حيث تؤمن هذا الاحتياج عن طريق إصدار الأوراق المالية في سوق رأس المال، ويشترط في مصدر هذه الأوراق أن يكون مؤسسة، أو بيت سمسة، أو شركات استثمار، الشركات التجارية والصناعية والجمهور، كما يمكن أن تصدر بعض الأوراق المالية كالسندات من هيئات خاصة أو حكومية كالبنك المركزي، الخزينة.
- **الوسطاء الماليون:** يقوم الوسطاء بدور مهم في البورصة من حيث الالتقاء بين عارضي رؤوس الأموال و الطالبين عليها، ويتدخل في البورصة عدد من الوسطاء منهم نذكر⁽²⁾:
 - **سمسار الأوراق المالية:** هو وسيط مالي، يتلقى أوامر العملاء بالبيع و الشراء في الأوراق المالية، ويقوم بتنفيذها نيابة عنهم، وبمعاونة مساعديه، مقابل سمسة (عمولة) محددة باللائحة تدفع من الطرفين و يمارس مهنته منفردا أو كشريك متضامن في شركة سمسة، ونذكر مساعداو السمسار:
 - **المندوب الرئيسي:** يعمل لحساب السمسار في مساعدته في تنفيذ الأوامر داخل المقصورة مقابل اجر ودون أن يكون طرفا في العمليات التي يعقدها السمسار.
 - **الوسيط:** هو أداة اتصال بين العميل و السمسار، يتلقى الأوامر من العميل و يبلغها للسمسار المقيد عنده مقابل عمولة بسيطة من الصفقة.
 - **صانع السوق:** يمكن للوسيط أن يقوم بدور صانع السوق بالبيع والشراء للأوراق المالية وذلك بترخيص لجنة البورصة، ويحق له أن يعمل لصالحه أو لصالح عملائه.
 - يقوم صانع السوق بدور مهم في البورصة ذلك انه يكون مشتري عندما يكون السمسار بائعا، وهو بائع عندما يكون السمسار مشتريا.
 - **المتخصصون:** المتخصص هو سمسار مالي، يتدخل في البورصة للتعامل في أوراق مالية محدودة يتم تداولها في مركز واحد.
 - **شركات المقاصة و التسوية:** تقوم هذه الشركات بدور مكمل لعمل السمسار أو شركة السمسة من حيث استكمال العمليات التي قامت بها شركات السمسة، و تسوية المراكز المالية بين المتعاملين.

1 محمد سحنون، الاقتصاد النقدي و المصرفي، دار بحاء الدين للنشر و التوزيع، قسنطينة - الجزائر، 2003، ص 136.

2 حسين بني هاني، الأسواق المالية، طبيعتها- تنظيمها - أدواتها المشتقة، دار الكندي، عمان - الأردن، 2002، ص ص 32- 33 .

المطلب الثالث: أوامر التنفيذ في السوق المالي وطرق التسعير

في هذا المطلب سوف نتطرق أهم أوامر التنفيذ في السوق المالي وطرق التسعير وفق الآتي:

أولاً: أنواع الأوامر في السوق المالي (البورصة)

تجدر الإشارة هنا قبل تناول أنواع الأوامر إلى توضيح مفهومين أساسيين لطريقة التسجيل لتحديد أسعار الأوراق المالية، حيث يلاحظ وجود طريقتين أساسيتين هما:

الطريقة الأولى: وهي طريقة التسجيل الثابت لتحديد أسعار الأوراق المالية والتي تتمثل في جمع كافة أوامر الشراء وأوامر البيع دفعة واحدة وتحديد سعر التوازن لكل ورقة انطلاقاً من قوى العرض والطلب المتمثلة في تلاقي تلك الأوامر في لحظة معين.

الطريقة الثانية: وهي طريقة التسجيل المستمر والتي تتمثل في تحديد سعر التوازن لكافة الأوراق والمنتجات المالية في كل لحظة من لحظات فترة التعامل في البورصة، حيث أن تدفق أوامر البيع والشراء من شأنه أن يحرك قوى العرض والطلب باستمرار، مما يتيح تحديد الأسعار في كل لحظة.

وبالتالي تتم الصفقات والعمليات المالية في البورصة الواحدة تلو الأخرى، وطبق لذلك تتحدد الأسعار على مدى فترة التداول، وتسفر هذه الطريقة على نشر عدة أسعار بالنسبة لكل ورقة عند نهاية فترة التعامل في البورصة وهي: سعر الافتتاح، سعر الإغلاق، أعلى سعر وأدنى سعر تم تسجيله.

يعتبر الأمر بمثابة التفويض الذي يمنحه العميل للوسيط المالي في البورصة لأجل تنفيذ العمليات المتعلقة بشراء، أو بيع الأوراق المالية بشروط محددة، ومبينة بوضوح، وعموماً هناك معلومات تقليدية في كل أمر وهي⁽¹⁾:

- ❖ اسم الورقة المالية المرغوب الاستثمار فيها؛
- ❖ عدد الأوراق المراد التعامل بها؛
- ❖ نوع الصفقة (بيع أو شراء)؛
- ❖ نوع السوق (اجل أو عاجل)؛
- ❖ مدة صلاحية الأمر (يوم، أسبوع، شهر، ...، مفتوح)؛
- ❖ السعر (محدد أو غير محدد).

و بناءاً عليه يمكن تصنيف أوامر البورصة إلى الأنواع التالية⁽²⁾:

1. Gosette Peyrard, la Bourse, 6eme edition, libraire vuibert, paris, 1998, p15.

2 جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، الطبعة الأولى - الجزء الثالث، مطبعة هومة، الجزائر، 2002، ص 77.

1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: وهي تلك الأوامر التي يكون فيها السعر المحدد من طرف المستثمر هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدم تنفيذها، وهي على أنواع نذكر منها ما يلي:

2- أوامر التنفيذ بسعر السوق: يعتبر أمر التنفيذ بسعر السوق من أكثر الأوامر شيوعا واستخداما، والذي بمقتضاه يطلب المستثمر من الوسيط تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر ممكن أن يجرى عليه التعامل، وهذا معناه أن المستثمر في هذا النوع من الأوامر لا يحدد سعر تنفيذ معين، وإنما سعر تنفيذ الصفقة المرغوب فيها يتوقف على سعر السوق الذي يتحدد بمجرد إيجاد الطرف الآخر، البائع أو المشتري للورقة المالية المعنية، ومن هنا فإن الوسيط يقوم ببذل أقصى جهده ليحصل على أفضل صفقة ممكنة في ذلك الوقت⁽¹⁾.

من أهم مميزات هذا النوع من الأوامر هو سرعة وضمان التنفيذ، أما سلبياته فيتمثل في عدم معرفة المستثمر لسعر التنفيذ مسبقا، أي لا يعرفه إلا بعد إتمام الصفقة أو الصفقات محل الأمر أو الأوامر.

3- الأوامر المحددة: يقوم المستثمر في هذا النوع من الأوامر بتحديد سعرا معينين لتنفيذ الصفقة ومن ثم ليس أمام الوسيط إلا الانتظار حتى يصل سعر الورقة المالية في السوق إلى السعر المحدد. ومن أهم مميزات هذا النوع من الأوامر هي معرفة المستثمر مسبقا للحد الأقصى للمبلغ الذي سيدفعه في حالة أوامر الشراء، والحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها في حالة أوامر البيع.

3-1- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: وهي الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، وتنقسم هذه الأوامر هي الأخرى إلى مجموعة من الأقسام هي:

3-1-1- أوامر محددة بيوم: وهي الأوامر التي تكون سارية المفعول فقط طيلة اليوم الذي صدرت فيه أو لما تبقى من ساعات اليوم.

3-1-2- أوامر محددة بأسبوع أو شهر: بالنسبة للأمر الذي مدته أسبوع فإنه ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه، ونفس الشيء بالنسبة للأمر الذي مدته شهرا.

3-1-3- الأمر المفتوح: يقصد بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي يضل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه من قبل الوسيط وفقا للشروط التي تلقاها من طرف المستثمر أو حتى يقرر هذا الأخير إلغاؤه.

3-1-4- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ: وهي الأوامر التي يحدد فيها سعرا معينين للتنفيذ كما يشترط أيضا أن تتم الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوم، أسبوع، أو شهر، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة لسعر التنفيذ والأوامر المحددة لوقت التنفيذ.

1 منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص ص 125-126.

4- الأوامر الخاصة: وتنقسم هذه الأوامر إلى الأنواع التالية:

4-1- أوامر الإيقاف: يحدد المستثمر لهذا النوع من الأوامر الأسعار التي يجب على الوسيط تنفيذ الصفقات عندها، إذ يمكن لهذا الأخير تنفيذ عمليات الشراء بذلك السعر أو بسعر أقل منه، وعليه فإنه يصبح أمر الإيقاف الخاص بالشراء أمراً قابلاً للتنفيذ بالسعر الأفضل بمجرد تداول الورقة المالية في البورصة بسعر يساوي أو أعلى من السعر الذي حدده المستثمر، كما يصبح أمر الإيقاف الخاص بالبيع أمراً قابلاً للتنفيذ بالسعر الأفضل بمجرد تداول الورقة بسعر يساوي أو أقل من السعر الذي حدده المصدر للأمر.

4-2- أوامر الإيقاف المحدودة: يعتبر هذا النوع من الأوامر امتداداً لأوامر الإيقاف السابق شرحها، إذ تعالج وضعية عدم التأكد التي تمتاز بها أوامر الإيقاف فيما يخص سعر التنفيذ، حيث يترك مجال للوسيط للتصرف في ذلك، ففي حالة أوامر الإيقاف المحدودة يقوم المستثمر الأمر بتحديد السعر الأدنى للأوامر المتعلقة ببيع الأوراق المالية التي بحوزته ويطلب من الوسيط تنفيذ الصفقة بذلك السعر أو بسعر أحسن منه، كما يقوم بتحديد السعر الأقصى لأوامر الشراء للأوراق المالية التي يرغب في الاستثمار فيها على أن يتولى الوسيط تنفيذ الصفقة بذلك السعر أو بسعر أفضل منه (أي أقل منه).

4-3- أوامر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال: يقصد بذلك أن يترك للوسيط الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه مناسباً، وقد تكون حرية السمسار أو الوسيط في هذا النوع من الأوامر مطلقة، فهو الذي يختار نوع الورقة محل التعامل وكذا السعر الذي تتم به هذه الصفقة، وما إذا كانت هذه العملية هي عملية بيع أو شراء وكذلك توقيت تنفيذها، أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية الوسيط على توقيت التنفيذ والسعر الذي تتم من خلاله هذه الصفقة، من مزايا هذا النوع من الأوامر أنه يوفر المرونة اللازمة لاقتناص الفرص في الوقت المناسب دون الرجوع إلى الأمر بالتنفيذ⁽¹⁾.

4-4- الأوامر المحددة لحجم الصفقة: وتتعلق هذه الأوامر بتحديد عدد الأوراق المالية المراد شراؤها أو بيعها، حيث يقوم المستثمر هنا بتحديد العدد الفعلي المرغوب فيه، من نوع معين من الأوراق المالية، ثم تحرير أمر للوسيط بتنفيذ الصفقة.

وهناك عدة أشكال ممكن أن تأخذها هذه الأوامر منها:

4-4-1- الكل أو لا شيء: يحتم هذا الشكل من الأوامر على الوسيط بيع أو شراء العدد المحدد في الأمر كلية وإذا تعذر عليه ذلك يلغي الأمر نهائياً، أي عدم تنفيذه جزئياً، وبالتالي ينبغي، في هذه الحالة، على الوسيط البحث عن الطرف الآخر (البائع أو المشتري) الذي يبحث عن نفس العدد أو أكثر من نفس نوع الورقة المالية موضوع الصفقة.

4-4-2- عدد من الأوراق في كل حصة: يستخدم هذا الشكل من الأوامر عندما يرغب المستثمر في تنفيذ الأمر على دفعات متناسبة، من جهة، مع العدد الكلي الذي يريد شراؤه أو بيعه من الأوراق المالية، ومتناسبة مع العدد الإجمالي المتداول في الحالات العادية في البورصة من جهة أخرى، وبذلك يحدد عدد الأوراق الواجب تبادلها في كل حصة، قد يرفق هذا الشكل بالشكل السابق لإرغام الوسيط على تبادل

1 منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 133-134.

العدد المحدد في الدفعة كلية دون تجزئة أو غيرها من الشروط، من إيجابيات هذا النوع أنه يمنع حدوث إختلالات في التوازن، خاصة إذا ما تعلق الأمر بأوراق غير نشيطة.

4-4-3- عدد من الأوراق خلال عدد من الحصص: على عكس النوع السابق فإن هذا الشكل لا يحدد العدد الواجب تداوله في كل حصة، وإنما يحدد الأمر عدد الأوراق الكلي الذي يجب على الوسيط شراؤه أو بيعه خلال عدد معين من الحصص، بمعنى آخر، يقوم المستثمر هنا بتعيين التاريخ الذي يجب على الوسيط أن يتم قبله تنفيذ الصفقة كلية دون تحديد عدد الأوراق لكل حصة، حيث يترك ذلك لتقدير الوسيط للظروف السائدة في البورصة.

تعتبر هذه الصيغة أكثر مرونة من سابقتها، ويمكن أن ترفق بخصوصيات أخرى، كأن يضاف لها شرط يقضي بأن لا يقل عدد الأوراق في الدفعة عن حد معين، كما تجدر الإشارة هنا إلى أن الخصوصيات المتعلقة بعدد الأوراق الذي يرغب المستثمر في تداولها لها علاقة أيضا بمدة التنفيذ، إذ يمكن أن ينظر إلى أسلوب أو شكل "عدد من الأوراق خلال عدد من الحصص" على أنه البرنامج الزمني لتنفيذ أمر ما على عدة دفعات وفقا لما يتمشى وإمكانات و تفضيلات المستثمر.

ثانيا: تكاليف الأوامر

على الرغم من أن تكاليف الأوامر أو معظمها يتحدد بالتفاوض بين الوسيط أو شركة البورصة أو البنك من جهة والمستثمر من جهة أخرى، إلا أن هناك عددا من التكاليف يبقى ثابتا ومحددا مسبقا، كما تختلف هذه التكاليف من بلد إلى آخر ومن وسيط إلى آخر، وبصورة عامة فإن تنفيذ الأوامر ينطوي على نوعين من التكاليف، تكاليف مباشرة وتكاليف غير مباشرة.

1- التكاليف المباشرة: بالنسبة للتكاليف المباشرة فتشتمل على تكاليف المعاملات إلى جانب تكاليف مباشرة أخرى.

1-1- تكاليف المعاملات: هي عبارة عن تكاليف مباشرة تحسب انطلاقا من المبلغ الكلي للصفقة في شكل نسبة مئوية، كما أنه في بعض البلدان مثل الولايات المتحدة الأمريكية فإن عدد الأوراق المتبادلة وكذا سعر الورقة يدمجان في حساب تكاليف المعاملات، ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلا تعادل تكاليف المعاملات حوالي 4% من قيمة الورقة، ومن أهم عناصر هذه التكلفة عمولة السمسرة، الربح الذي يحققه صانع السوق للورقة المعنية (المتخصص أو التاجر) والذي يتمثل في الفرق بين السعر الذي اشترى به الورقة والسعر الذي يبيعه بها Bid-Ask Spread والذي يطلق عليه الهامش أو المدى، كما تتضمن تكلفة المعاملات أيضا الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع، والضريبة، والرسوم المستحقة للجنة الأوراق المالية والبورصة عن كل صفقة يتم إبرامها⁽¹⁾.

أما في البورصات الفرنسية فإن هذه التكاليف أقل مما هي عليه في مثيلاتها الأمريكية، كما أنها تختلف من شركة بورصة إلى أخرى، وعلى العموم فإن عمولة السمسرة تقدر بحوالي 0.65% كما قد تصل إلى 1%، أما رسوم البورصة فتتمثل في حوالي 0.3% من قيمة الصفقة

1 منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 161.

إذا كانت هذه الأخيرة تصل إلى مليون فرنك فرنسي، وحوالي 0.15 % إذا تجاوزت المليون فرنك فرنسي، بالإضافة على الرسم على القيمة المضافة⁽¹⁾.

1-2- التكاليف المباشرة الأخرى: لا تمثل تكاليف المعاملات سواء جزء من التكاليف المباشرة لتنفيذ الأوامر. فإلى جانب تلك التكاليف هناك المصاريف التي يدفعها المستثمر عن الأوامر الكسرية، أي التي تحتوي على عدد من الأوراق ليس من مضاعفات الـ 100 إذا كان التعامل في البورصة يتم على مجموعات من الأوراق تتكون من 100 ورقة أو مضاعفاتهما وهو الأمر الغالب في معظم البورصات، وهناك كذلك الفوائد على الأموال التي تقترض بغرض الاستثمار، وأيضا الفوائد التي يدفعها المستثمر على عمليات الشراء غير النقدي.

أضف إلى ذلك الضرائب الشخصية على التوزيعات والفوائد وكذا الضرائب على الأرباح الرأسمالية، ذلك أن التفاوت بين معدلات الضريبة على التوزيعات وعلى الأرباح الرأسمالية قد يكون عاملا رئيسيا يدفع المستثمر لتوجيه أمواله إلى أسهم منشأة ما دون أخرى.

فعندما يكون معدل الضريبة على الأرباح الرأسمالية أقل من مثيله على التوزيعات - وهو ما تأخذ به التشريعات في معظم الدول - يجد كبار المستثمرين بغيتهم في أسهم المنشآت التي لا تجري توزيعات لأرباحها الصافية، أو تجري توزيعات لجزء ضئيل فقط من تلك الأرباح، وذلك على أساس أن الأرباح غير الموزعة سوف تنعكس على القيمة السوقية للسهم في صورة أرباح رأسمالية تدفع عنها ضريبة بمعدلات أقل، بل قد لا تدفع عنها ضرائب إذا ما قرر حاملها عدم التصرف فيها بالبيع.

2- التكاليف غير المباشرة: إلى جانب التكاليف المباشرة هناك أيضا التكاليف غير المباشرة والتي تتمثل في عائد الفرصة البديلة أو الضائعة، أي العائد الذي كان يمكن أن يتحقق لو تم توجيه الأموال المتاحة إلى مجالات استثمار أخرى، إضافة إلى تكلفة الوقت والجهد المبذول في تقييم الأوراق المالية المحتمل الاستثمار فيها، بل وتكلفة القلق الذي ينطوي عليه الاستثمار في هذا المجال، هذا وينبغي أن ينتبه المستثمر إلى أنه إذا كان هامش مجمل الربح المتوقع من صفقة ما صغير نسبيا، فإن هناك احتمال بأن تفوق التكاليف المباشرة وغير المباشرة قيمة هذا الهامش، وبالتالي عليه أن يحجم عن إبرام هذه الصفقة⁽²⁾.

ثالثا: عمليات التسعير و التقييم في البورصة

لا تختلف عملية تحديد الأسعار في البورصة عن مثيلتها في الأسواق العادية، حيث يلتقي الباعة والمشترون للأصول المالية ويتنافسون في الحصول عليها، وبذلك تتفاعل قوى العرض والطلب وتحدد الأسعار لمختلف الأدوات المالية، والتسعير في البورصة تتمثل في الطرق المتبعة في تحديد العرض والطلب لكل ورقة متداولة، وبالتالي تحديد سعرها داخل البورصة، ونشره، و الذي يتم على أساسه تنفيذ أوامر العملاء المسلمة للوسطاء عند سعر محدد، وتتم هذه العملية بعدة تقنيات وعلى عدة مراحل.

1 جبار محفوظ، مرجع سبق ذكره، ص 94-95.

2 منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 164.

1- تقنيات التعامل والتسعير:

سعر البورصة هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية معينة أثناء إحدى الجلسات في البورصة، والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، وهناك العديد من تقنيات التعامل أو كما تعرف بتقنيات التسعير والتي تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية المختلفة، وتهدف تلك التقنيات في مجملها إلى تسهيل وتعظيم المبادلات كما ونوعا، والتي يمكن أن نذكر منها ما يلي:

1-1- طريقة Fixing: كما سبق وأن ذكرنا فإن تحديد السعر في البورصة هو نتيجة تقابل العرض مع الطلب لورقة مالية معينة، هذا السعر الذي يسمح بتحقيق أكبر قدر ممكن من الصفقات أو المعاملات، وتنفذ أوامر البيع وأوامر الشراء بنفس السعر الذي هو سعر التوازن، وتسمى هذه الطريقة بطريقة Fixing والتي يتم بموجبها تسجيل أوامر البيع من أقل سعر إلى أكبر سعر، أما أوامر الشراء فيتم تسجيلها من أكبر سعر إلى أقل سعر، وطبعا تكون كل الأوامر هنا عبارة عن أوامر السوق، بمعنى عدم تحديد سعر محدد للشراء أو البيع، كما يمكن تجسيد هذه الطريقة من خلال منحنيات العرض والطلب، وبالتالي يتم تحديد السعر عند نقطة تقاطع منحنى العرض مع منحنى الطلب.

1-2- طريقة المناذاة: تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في صالة البورصة أو كما تسمى بمقصورة البورصة وتتعقد الصفقات بمناذاة بعضهم البعض، فينادي الباعة بأعلى صوتهم عن ماهية الأوراق المالية التي يجوزهم مستعملين في ذلك بعض الألفاظ المتفق عليها، بنفس الطريقة تقريبا ينادي المشترون بأعلى صوتهم للتعبير عن استعدادهم لشراء نوع معين من الأوراق المالية مستعنيين في ذلك بألفاظ متعارف عليها أيضا.

وبذلك يخلق هناك عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي تباع به، وفقا لهذه الطريقة من التعامل والتسعير يتم تجميع كافة الأوراق المقيدة الواحدة تلو الأخرى، فبمجرد الوصول إلى سعر التوازن للورقة الأولى يمر المسعر "Coteur"، وهو عبارة عن موظف لدى سلطات البورصة، إلى الورقة الثانية وهكذا حتى آخر ورقة يتم التعامل فيها بهذه الطريقة.

ونظرا لكثرة المتعاملين المتدخلين في البورصة فإن المعاملات أصبحت تتم بين الوكلاء أو ممثلي الوسطاء الماليين باستعمال إشارات باليد والذراع للتعبير عن طبيعة الصفقة، أي هل هي عملية بيع أو شراء، وعن عدد الأوراق محل الصفقة وغيرها من المعلومات. و عادة ما يتم التفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشيطة، أي الأكثر تداولاً في البورصة، ومن أهم مزاياها الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

1-3- التعامل بالأدراج: يتم التعامل وفقا لهذه الطريقة بصورة كتابية وليست شفوية، كما هو الحال في الطريقة السابقة، حيث يخصص لكل ورقة مالية معينة درج، وتسجل كافة الأوامر الخاصة بهذه الورقة المالية على بطاقة يتم وضعها في ذلك الدرج الذي يكون تحت تصرف وسيط مالي يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل في تلك الورقة، ومن هنا يصبح كل وسيط أو شركة بورصة متخصصا في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها، أما من ناحية كيفية إجراء العملية، فتتم عن طريق قيام الموظف

التابع للوسيط المختص بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المالية المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر المتبقية من الحصة السابقة، والتي مازالت صالحة، ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك.

1-4- التعامل بالصندوق: تتمثل هذه الطريقة في جمع وتركيز كافة أوامر الشراء والبيع الخاصة بورقة مالية معينة في صندوق واحد يكون تحت تصرف هيئة من هيئات سلطات البورصة وليس تحت تصرف وسيط مالي مختص كما هو الحال في الطريقة السابقة، وبعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن، ويلجأ إليها في الحالات الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء، البيع أو التبادل، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي، هذه القرارات التي لا يمكن اتخاذها إلا من قبل سلطات البورصة كشركة البورصات الفرنسية SBF في حالة الصفقات التي تعقد هناك.

1-5- التعامل بالمقابلة: يتم من خلال هذه الطريقة تسجيل كافة عروض البيع وكافة طلبات الشراء الخاصة بورقة مالية معينة في سجل خاص بالإضافة إلى لقاء المتعاملين وإتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات، وتؤدي مجموعة هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يعرض بيعه ومقدار ما يطلب شراؤه من الورقة المالية موضوع التعامل وكذا حدود الأسعار التي يتحدد من خلالها سعر التوازن، كما تسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات المراجعة أو الموازنة، ومن هنا، يمكن القول أن هذه الطريقة تحتل مركز وسط بين الطريقة الشفوية (المتثلة في التعامل بالمناداة) والطريقتين الكتابيتين السابق شرحهما.

● وتتم عملية التسعير للأوراق المالية على مرحلتين:

- **مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة:** و يتم تجميع الأوامر المحصل عليها قبل الافتتاح الرسمي للجلسة، و تتضمن الأوامر بالسعر الأفضل، و السعر المحدد، وهي أوامر تساعد في تحديد سعر الافتتاح النظري.

- **مرحلة ما بعد افتتاح الجلسة:** تتم الصفقات ابتداء على أساس السعر النظري السابق الذي حقق سعر التوازن عنده تلاقي العرض والطلب و يتم تنفيذ الأوامر وفق قاعدة معينة.

وتجدر الإشارة إلى أنه حدث تطور كبير في طرق التعامل والتسعير، وذلك بفضل التقدم والتطور التكنولوجي، حيث جهزت معظم البورصات في الدول المتقدمة بوسائل الإعلام الآلي، وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة أطراف الحاسوب أو عن طريق الإنترنت دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى وكيله، كما أصبحت معالجة الأوامر وتحديد سعر التوازن وتغييره وفقا لتغير ظروف السوق يتم عن طريق الإعلام الآلي، مما وفر نوعا من الاستمرارية في التعامل بمجرد وصول أوامر العرض أو الطلب إلى البورصة.

بالإضافة إلى أن تدخل الوسطاء، الذين أصبح لهم الحق بأن يكونوا طرفا في الصفقات، من شأنه أن يوفر السيولة لكافة الأدوات المالية المتداولة ويؤدي إلى تنشيط البورصة، حيث أنه كلما قل العرض أو الطلب على نوع معين من الأوراق المالية، تجد هؤلاء الوسطاء يعملون على توفير الأوراق التي قل عرضها، و شراء الأوراق التي زاد عرضها وقل الطلب عليها.

في الختام، يُعتبر تنظيم السوق المالي عاملاً أساسياً لضمان الاستقرار والشفافية والعدالة في النظام المالي. التنظيم الفعال للسوق المالي يلعب دوراً محورياً في حماية المستثمرين، منع الاحتيال، وتحقيق بيئة تنافسية عادلة. من خلال وضع القوانين واللوائح الصارمة، يتمكن المنظمون من مراقبة الأنشطة المالية والتحكم فيها، مما يقلل من المخاطر النظامية ويعزز ثقة المستثمرين في السوق.

التنظيم السليم للسوق المالي يساهم في تعزيز الكفاءة وتوفير المعلومات الدقيقة للمستثمرين، مما يساعدهم على اتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة. كما يضمن التنظيم حماية حقوق المستثمرين من خلال فرض متطلبات الإفصاح والشفافية على الشركات والمؤسسات المالية، وبالتالي يتم تعزيز الحوكمة الجيدة وتقليل الفرص للممارسات غير القانونية.

إضافة إلى ذلك، يساهم التنظيم في منع الأزمات المالية من خلال آليات الإنذار المبكر والتدخل عند الحاجة. يتمكن المنظمون من التعرف على المخاطر المحتملة واتخاذ الإجراءات الوقائية اللازمة للحد من تأثيرها على الاقتصاد.

في النهاية، يعتبر تنظيم السوق المالي ضرورة حتمية لتحقيق النمو الاقتصادي المستدام والاستقرار المالي. يجب على الحكومات والهيئات التنظيمية الاستمرار في تطوير وتحسين الأطر التنظيمية لتواكب التطورات السريعة في الأسواق المالية والتكنولوجيا. التعاون الدولي في مجال التنظيم المالي أصبح أيضاً أكثر أهمية من أي وقت مضى لضمان استقرار الأسواق المالية العالمية وتعزيز الازدهار الاقتصادي على المدى الطويل.

المحور الثالث: السوق النقدية

المطلب الأول: مفهوم السوق النقدية والمتدخلون فيها

أولاً: مفهوم السوق النقدية وخصائصها

1- مفهوم السوق النقدي:

لقد عرفت السوق النقدية Money Market على أنها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال كل المتعاملين الاقتصاديين من سماسرة وبنوك تجارية، وكذلك من خلال الجهات الحكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية قصيرة الأجل التي تصدرها الحكومة، كما عرفت بأنها سوق القروض قصيرة الأجل فيما بين المؤسسات المالية، أو كما تعرف بسوق السيولات أو سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل⁽¹⁾.

ومن هنا يمكن القول أن السوق النقدية بمعناها التقني الضيق هي تلك السوق التي يلتقي فيها العرض والطلب على القروض قصيرة الأجل، وهي غير محددة بمكان معين كما هو الشأن بالنسبة لكثير من البورصات، بل تتم المعاملات فيها عن طريق استخدام وسائل الاتصال الحديثة والمتنقلة مثلاً في الهاتف، التليكس، الفاكس وكذا نهايات أجهزة الإعلام الآلي وغيرها من وسائل الاتصال.

2- خصائص السوق النقدية:

تتميز السوق النقدية بعدة خصائص نذكر منها⁽²⁾:

- يكون المتعاملين في هذه السوق من ذوي الخبرة ويعملون لحساب مؤسسات كبيرة.
- السوق النقدي يعتبر من الأسواق التي تتمتع باستثمارات قليلة المخاطر نسبياً، لأن مخاطر عدم السداد تكون شبه معدومة.
- يمتاز بالمرونة العالية قياساً بغيره لقصر آجال التسديد.
- تتميز الأدوات الاستثمارية في هذا السوق بالسيولة العالية، لأن آجال الاستحقاق قصيرة تصل إلى يوم واحد في بعض الدول⁽³⁾.

ثانياً: المتدخلون في السوق النقدية

المشاركون في السوق النقدية، بالمعنى العام لسوق الأموال قصيرة الأجل، هم أولئك الأشخاص الذين يعرضون أو يطلبون العملة سواء كانوا من الأفراد أم من المؤسسات، وتشمل التسمية أيضاً الجهاز المالي وخزينة الدولة، والمتعاملين معها.

1 حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها-تنظيمها-أدواتها المشتقة)، الطبعة الأولى، دار الكندي، 2002، ص 15.

2 أوليدة صافي، أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل نشر وتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 31.

3 ناظم محمد نوري الشمري، ظاهر فاضل البياتي، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999، ص 178.

1- الأفراد والمؤسسات

يشترك الأفراد مع المؤسسات في خاصيتين أساسيتين، فهم نظرا لعدم قدرتهم على خلق العملة، لا يستطيعون عرض العملة إلا إذا كان لديهم موجودات صندوقية فائضة مؤقتا، ومن جهة أخرى، إذا اقترضوا نقودا فمن أجل الحصول على السلع والخدمات من السوق بصورة أساسية.

وكلمة فرد تدل بصورة أساسية على الشخص الطبيعي الذي يقوم بنشاط بشري، فمن جهة هناك استهلاك أو استعمال للسلع والخدمات لغايات شخصية، وهناك أيضا التوفير الفردي، فنشاط الأفراد، حتى ولو تناول العمليات الاقتصادية الأبسط في الحياة اليومية، يشكل العنصر المحرك لدورات النقود.

أما المؤسسات فسواء ظهرت بشكل أشخاص معنوية أو بشكل مشاريع فردية، تلعب دورا اقتصاديا أساسيا في دمج عوامل عوامل الإنتاج بقصد إنتاج السلع أو تقديم الخدمات.

2- الجهاز النقدي والمالي:

في نطاق الأموال ذات الأجل القصير، يضم الجهاز النقدي والمالي البنوك من جهة والوسطاء الماليين الغير مزودين بسلطة خلق العملة من جهة ثانية.

1-2- البنوك التجارية:

من أبرز التي جعلتها من أهم المتدخلين في السوق النقدية هي قبول الودائع وإدارتها، تمويل التجارة الخارجية، تعبئة الموارد المتاحة في المجتمع من خلال قبول الودائع، منح القروض، وشراء الأوراق المالية الحكومية، ونظرا للتطور الذي حدث على مستوى البنوك التجارية من جهة والأهمية البالغة للتجارة الخارجية، ظهرت بنوك متخصصة في تمويل التجارة الخارجية وتسيير عمليات الإستيراد والتصدير، وهي عمليات قصيرة الأجل بطبيعتها، ولقد نشأت هذه البنوك في الدول الصناعية الكبرى، التي يحتل فيها قطاع التصدير مكانة كبيرة، حيث عرفت فرنسا أولا ثم انتقلت إلى إنجلترا، أمريكا، اليابان وبقا الدول الصناعية الكبرى، أما في دول العالم الثالث فإن هذا النوع من البنوك لم يظهر بعد وإنما تمارس البنوك التجارية نفس نشاط بنوك التجارة الخارجية.

2-2- البنك المركزي:

إن مهمة البنك المركزي هي وضع الأوراق المصرفية تحت تصرف الأفراد والمؤسسات أو الإدارة، وعلى إثر تطور تاريخي وجهت البنوك المركزية نشاطها الأساسي نحو علاقاتها بغيرها من البنوك، وبالأجهزة المالية المختلفة، ثم نحو الخزينة العامة، وهذا يعني أن البنك المركزي يضع تحت تصرف هذه المؤسسات المختلفة تنظيما يمكنها من إقامة علاقات مالية فيما بينها، وذلك عن طريق خلق سيولة من شأنها أن تؤمن التوازن العام في الموجودات الصندوقية، هذا الدور المزدوج والمتمثل في إصدار الأوراق النقدية ووضعها في التداول، إدارة وخلق السيولة من شأنه أن يؤمن للبنك المركزي سيطرة على تسيير السوق النقدية ذات الأجل القصير.

ومن هنا يمكن القول أن البنك المركزي هو تلك المؤسسة التي تقف على قمة النظام المصرفي لأي بلد، سواء من ناحية الإصدار النقدي أو من ناحية العمليات المصرفية وتحقيق الرقابة عليها، فهو سلطة الرقابة على باقي البنوك الأخرى، كما أنه يعتبر الأداة الرئيسية التي تتدخل بها الدولة لتنفيذ سياساتها الاقتصادية.

2-3- الوسطاء غير المزودين بسلطة إصدار النقود:

إتماما لوصف النظام النقدي والمالي، تجب الإشارة إلى المؤسسات التي ليست لها صلاحية خلق العملة، كصناديق التوفير والادخار، والمؤسسات المالية التي يمتد دورها فيشمل أسواق الأموال ذات الأجل القصير، وكالوسطاء وبيوت الحسم الذين يتدخلون في السوق النقدية تدخلا ضيقا ومحصورا.

فبالنسبة لصناديق التوفير والادخار فإنها تتولى تقليديا مهمة إدارة التوظيفات ذات المبالغ البسيطة، وفي مجال الاستخدام تعتبر صلاحياتها محدودة، حيث يعود إلى صندوق الودائع والتأمينات أمر إدارة الأموال التي تتجمع على يد هذه الصناديق.

أما فيما يخص المؤسسات المالية فإن مواردها تتكون أساسا من رؤوس الأموال الخاصة بها، بعض من القروض المستندية، أو من المساعدات المتأتية عن البنوك بواسطة الحسم، أو بعد الالتجاء إلى السوق المالية، وبالمقابل تستطيع هذه المؤسسات المالية استعمال مواردها في عمليات الإقراض والتسليف، وهي تلعب دورا مهما في تمويل المبيعات التقسيطية، هذا بالإضافة إلى أنها تقوم بوظائف أخرى خارج نطاق الأجل القصير، كالقيام بعمليات تتعلق بالقيم المنقولة، أو كالقروض لقاء رهن عقاري.

أما الفئة الثانية من المتدخلين في السوق النقدية، والمتمثلة في الوسطاء وبيوت الحسم وإعادة الحسم، فهي تعتبر من العناصر المهمة في السوق النقدية، وذلك راجع لكون أن هذه الأخيرة - السوق المالية - تعمل بواسطة شبكة من الوسطاء.

2-4- الخزينة العامة والمتعاملون معها:

تعتبر الخزينة العامة ذلك المرفق الذي يؤمن إدارة أموال الدولة، وهي تلعب دورا مهما ومتشعبا في مسار أسواق الأموال القصيرة الأجل، حيث تمارس هذه الخزينة العامة تأثيرا ذا وزن بسبب أهمية العمليات وكذا بسبب الشروط الإمتيازية التي تعمل من خلالها.

المطلب الثاني: منتجات السوق النقدية

تتعامل السوق النقدية للأوراق المالية في تلك الإصدارات قصيرة الأجل، والتي تمثل صكوك مديونية مدون عليها ما يفيد بأن لحاملها الحق في استرداد مبلغ معين سبق وأن أقرضه لطرف آخر، وعادة ما تكون هذه الأوراق المالية قابلة للتداول، ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها عن تسعة شهور أو سنة على الأكثر، هذا وتتسم الأوراق المالية قصيرة الأجل بإمكانية التخلص منها في أي وقت وبحد أدنى من الخسائر، ونظرا لانخفاض مخاطر التوقف عن السداد، فإنه يتوقع أن يكون العائد المتولد عنها منخفض، وقد لا يتجاوز معدل التضخم.

و في بعض هذه الأوراق قد يحصل مشتري الورقة على الفوائد مقدما، و ذلك بشراء الورقة بقيمة تقل عن القيمة الاسمية التي سيحصل عليها في تاريخ الاستحقاق، ويمثل الفرق مقدار الفوائد.

وبالطبع يمكن لحامل الورقة التصرف فيها قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك بعرضها للبيع في سوق النقد Market Money وهنا يتوقع أن تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الاسمية، كما يتوقع أن تزداد، تلك القيمة السوقية كلما اقترب تاريخ الاستحقاق، الذي عنده يحصل حاملها على مبلغ يتمثل في القيمة الاسمية المدونة عليها.

ومن أبرز هذه الأوراق نجد شهادات الإيداع، الكمبيالات المصرفية، الأوراق التجارية، اتفاقيات شراء فائض الاحتياطي الإلزامي، قرض الدولار الأوروبي، واتفاقيات إعادة الشراء، يضاف إلى ذلك أذونات الخزنة وشهادات المديونية التي تصدرها الحكومة⁽¹⁾.

أولاً: شهادات الإيداع القابلة للتداول

يقصد بشهادات الإيداع القابلة للتداول Negotiable Certificates of Deposit تلك الشهادات غير الشخصية التي تصدرها البنوك التجارية، والتي يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل، كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المدون على الشهادة، وعادة ما تكون القيمة الاسمية ومعدل الفائدة لتلك الشهادات أكبر من مثيليهما للشهادات الشخصية الغير قابلة للتداول في السوق، مع الأخذ بعين الاعتبار أن معدل الفائدة لكلا النوعين يتناسب طرذا مع تاريخ الاستحقاق.

ونظراً لأن هذه الشهادات تعد بمثابة ودائع لأجل، فإنه لا يجوز استرداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق، ويبقى السبيل الوحيد للتصرف فيها قبل ذلك التاريخ هو عرضها للبيع في السوق الثانوية Secondary Market الذي يتضمن بيوت السمسرة، البنوك التجارية وما شابهها من المؤسسات المالية التي تتعامل في الأوراق المالية قصيرة الأجل⁽²⁾.

ثانياً: الكمبيالات (القبولات) المصرفية

تمثل الكمبيالات المصرفية Banker's Acceptances تعهد كتابي بإعادة مبلغ اقترضه شخص ما من أحد البنوك، ويمكن للبنك الاحتفاظ بالتعهد، الذي في الواقع يمثل عقد إقراض يتولد عنه فوائد، حتى تاريخ الاستحقاق، كما يمكنه بيعه لشخص آخر، والذي هو بدوره يمكنه بيعه لطرف ثالث، ورابع وهكذا، أما في تاريخ الاستحقاق فيحق لحامل التعهد استرداد قيمته من محره، وفي حالة فشله في استرداد قيمة التعهد فحينئذ يمكنه الرجوع على البنك الذي وافق على التعهد من البداية⁽³⁾.

ثالثاً: الأوراق التجارية

تتمثل الأوراق التجارية Commercial Papers في كمبيالات يتراوح تاريخ استحقاقها من خمسة أيام إلى تسعة شهور، وتقتصر ميزة التداول على الكمبيالات التي تصدرها منشآت الأعمال كبيرة الحجم، ذات المكانة الراسخة والمعروفة في المجتمع، وعادة ما تحصل تلك المنشآت على ائتمان مفتوح لدى بعض البنوك التجارية، تقوم بمقتضاه تلك البنوك بدفع قيمة تلك الأوراق لحاملها في تاريخ الاستحقاق، وهو ما يعد تقوية لمركز تلك الأوراق التجارية.

وفي ظل الطبيعة المتميزة لتلك الأوراق يمكن استخلاص أربع سمات أساسية لها⁽⁴⁾:

1 منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 52-54.

2 مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، الطبعة الأولى، السعودية، 2010، ص 7-8.

3 عيسى حمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، جملة جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 27، 2004، ص 5.

4 مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص 7-8.

- 1- أنها لا تكون مضمونة بأي أصل من أصول المنشأة، فالضامن الأساسي للمتعاملين فيها هو سمعة المنشأة ومكانتها، والتي على أساسها قبلت البنوك التجارية الالتزام بسداد قيمة تلك الأوراق في تاريخ الاستحقاق.
- 2- أن التزام البنوك بسداد قيمتها يجعل مخاطر الاستثمار في تلك الأوراق محدود، ومن ثم يصبح من المتوقع أن يكون معدل الفائدة الذي تحمله منخفضا ويعادل تقريبا معدل الفائدة على الكمبيالات المصرفية.
- 3- تساهم الطبيعة المتميزة لتلك الأوراق في خلق سوق ثان نشط لها يتمثل في بعض بيوت السمسرة والبنوك التجارية
- 4- ونظرا لأن مركز تلك الأوراق مستمد من مركز المنشأة المصدرة لها، فإنه ورغبة في حماية المستثمرين تنشر بعض المؤسسات المتخصصة مثل مؤسسة ستاندار آند بور Standard and Poor S&P في الولايات المتحدة دليلا خاصا بأسماء تلك المنشآت التي تصدر مثل هذه الأوراق.

رابعا: قرض فائض الاحتياطي الإلزامي

يمكن للبنوك التي يوجد لديها فائض في الاحتياطي الإلزامي Surplus Reserve Requirement أن تقرضه لبنوك أخرى تعاني من عجز فيه، ولا تعتبر تلك القروض أوراقا مالية بالمعنى الواسع، ذلك لأنها تتمثل في تعهد غير مكتوب يلتزم بموجبه البنك المقرض بسداد قيمة القرض مصحوبا بفائدة تتحدد وفقا لقانون العرض والطلب، هذا بالرغم من أن هذا التعهد يجب أن يكون مضمون من قبل البنك المركزي أو مؤسسة النقد التي تدير ذلك الاحتياطي.

وعلى الرغم كذلك من أن اقتراض تلك الأموال عادة ما يكون في حدود ليلة واحدة بهدف سد العجز في الاحتياطي الإلزامي، إلا أن الواقع قد أثبت إمكانية تمديد هذه الفترة، وذلك عندما يضطر البنك لاقتراض هذه الأموال واستخدامها في الاستثمار، وحينئذ يصبح لزاما عليه أن يطلب مد فترة القرض يوما بيوم، هذا ويلعب البنك المركزي دور الوسيط بين البنوك المقرضة والبنوك المقرضة، كما يمكن أن يكون الاتصال مباشرا بينها أو بواسطة سمسار متخصص في هذا النوع من القروض.

خامسا: قروض الدولار الأوربي

يستخدم اصطلاح الدولار الأوربي للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها بنوك خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص البنوك الأوربية، ويتكون سوق الدولار الأوربي من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوربية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار، بمعنى أنه تقبل ودائع وتمنح القروض بالدولار فقط.

وتتسم القروض التي تقدمها تلك البنوك بضخامة القيمة وقصر مدة الاستحقاق، وتتكون الدولارات الأمريكية لدى تلك البنوك نتيجة قيام بعض البنوك والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية بسحب جزء من تلك الودائع لإعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى البنوك الأوربية التي تتعامل بالدولار، وذلك للاستفادة من ارتفاع معدلات الفائدة مثلا⁽¹⁾.

1 زاهرة يونس حمد سودة، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية، جامعة النجاح الوطنية نابلس، فلسطين، 2006، ص14.

هذا ولم يعد الأمر مقتصرًا اليوم على الدولار فقط، بل أصبح هنا سوق للعملة الأوروبية الموحدة موازيا لسوق الدولار الأوروبي يمكن أن تلجأ إليه البنوك وغيرها من المؤسسات المالية بهدف الاقتراض.

سادسا: اتفاقيات إعادة الشراء

تمثل اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements أحد أساليب الاقتراض التي يلجأ إليها التجار المتخصصون في شراء وبيع الأوراق المالية لتمويل مخزون إضافي من أوراق مالية سهلة التسويق، وذلك لليلة واحدة أو لبضعة أيام قليلة. ويمتضى هذا الأسلوب يلجأ التاجر إلى أحد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات ليبرم له اتفاقا مع أحد المستثمرين الذين يبحثون عن فرصة لإقراض أموالا فائضة لديهم، ووفقا للاتفاق يبيع التاجر للمستثمر - بصفة مؤقتة - أوراقا مالية بما يعادل المبلغ الذي يحتاجه، كما يقوم في نفس الوقت بإبرام صفقة إعادة شراء تلك الأوراق من ذات المستثمر بسعر أعلى قليلا من السعر الذي باع له به هذه الأوراق، على أن تنفذ صفقة إعادة الشراء في الموعد الذي تنتهي فيه حاجة التاجر للمبلغ الذي سبق وأن حصل عليه من المستثمر، وهكذا تنتهي الاتفاقية بعودة الأوراق المالية إلى التاجر، وعودة الأموال إلى المستثمر، ويعتبر فرق القيمة بين عقد البيع وعقد الشراء بمثابة فائدة على الأموال المقرضة⁽¹⁾.

وهذا لا يخرج اتفاق إعادة الشراء عن كونه فرض قصير الأجل بضمانة الأوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق، مع ملاحظة أن عقد البيع لا يترتب عليه انتقال حيازة الأوراق المعنية إلى المستثمر بل تظل في حوزة التاجر، على أن تعتبر مرهونة لصالح المستثمر.

سابعا: أذونات الخزينة

تمثل أذونات الخزينة أوراقا مالية حكومية قصيرة الأجل لا يزيد تاريخ استحقاقها عن السنة، ولضمان استمرارية وجود تلك الأذونات تحرص الحكومات على إصدارها دوريا، وتتميز أذونات الخزينة بسهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية، فهي عادة ما تباع بسعر أقل من قيمتها الاسمية، وفي تاريخ الاستحقاق تلزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على المستند، ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يتحصل عليه المستثمر.

ثامنا: شهادات المديونية وكمبيالات الخزنة

حتى تتمكن وزارة الخزنة من جذب أكبر عدد ممكن من الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية، فإنها عادة ما تصدر أوراقا مالية يطلق عليها كمبيالات الخزنة تحمل تواريخ استحقاق متباعدة تتراوح بين سنة وسبع سنوات، وذلك حتى يجد كل راغب في الاستثمار بغيته، وتظهر تلك الكمبيالات في الصحف الأمريكية ويحصل حاملها على فوائد نصف سنوية، وكأي إصدار حكومي آخر، عدا سندات الادخار، يتوافر لتلك السندات سوق ثاني نشط من خلال بيوت سمسة متخصصة، يسهل فيه تحويلها إلى نقدية في أي وقت.

أما عن آلية سير عمل السوق النقدية، فإنها تتحكم الأوضاع السائدة في سوق الأموال قصيرة الأجل، عندما تقدم هذه السوق للاقتصاد، وسائل التمويل اللازمة، وإلى حد كبير، بالإمكانات التي من شأنها إيجاد التوازن النقدي، وبصورة أدق التي من شأنها تحقيق

1 زاهرة يونس حمد سودة، مرجع سبق ذكره، ص 14.

الهدف المزدوج للسلطات العامة وهو الازدهار الاقتصادي والاستقرار النسبي للعملة، ولهذا تخضع أشكال التقاء العرض والطلب على العملة، وقواعده، لمراقبة شديدة من قبل السلطات النقدية، وبحسب الخط الموجه الذي تعتمده السلطات العامة، أو بحسب الظروف الاقتصادية والمالية، تركز السياسة المعتمدة في هذا المجال على الاحتياجات وعلى أسعار الفائدة.

في الختام، يلعب السوق النقدي دورًا حيويًا في النظام المالي العالمي، حيث يوفر منصة للمعاملات قصيرة الأجل ويساعد في إدارة السيولة وتحقيق الاستقرار المالي. السوق النقدي يشمل أدوات مالية مثل أذون الخزانة، والأوراق التجارية، والودائع المصرفية، التي تتميز بمدة استحقاق قصيرة ومستوى منخفض من المخاطر، مما يجعلها أدوات مثالية للمستثمرين الذين يبحثون عن أمان واستقرار في استثماراتهم.

وأهمية السوق النقدي تتجلى في قدرته على توفير السيولة الفورية للمؤسسات المالية، مما يساعدها على تلبية احتياجاتها النقدية اليومية وضمان سير الأعمال بسلاسة. بالإضافة إلى ذلك، يوفر السوق النقدي فرصًا للمستثمرين لتحقيق عوائد ثابتة ومنخفضة المخاطر على أموالهم الفائضة.

مع ذلك، يتطلب النجاح في السوق النقدي فهماً عميقاً للعوامل الاقتصادية والمؤشرات المالية التي تؤثر على أسعار الفائدة والسيولة. التنظيم الجيد والرقابة الفعالة هما أساس لضمان سلامة هذا السوق ومنع أي اختلالات قد تؤدي إلى أزمات مالية.

وفي النهاية، يُعتبر السوق النقدي جزءًا أساسيًا من البنية التحتية المالية العالمية، حيث يساهم في تعزيز الاستقرار الاقتصادي وتوفير السيولة اللازمة للنمو والتنمية. الفهم الجيد لآليات هذا السوق واستخدامه بشكل استراتيجي يمكن أن يساعد المؤسسات والأفراد على تحقيق أهدافهم المالية بكفاءة وأمان.

المحور الرابع: الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي وطرق تقييمها

المطلب الأول: الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي

أولاً: الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي

لما كانت البورصة سوقاً، والسوق يحتاج إلى منتجات للتعامل بها فإن منتجات السوق المالي هي الأوراق المالية، وتعرف الأوراق المالية على أنها تلك الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات الحكومية وغير الحكومية (سندات طويلة الأجل، أذونات الخزينة، أسهم الشركات العمومية...).

فالورقة المالية تعتبر صكاً وذات حق في أصل معين وفي التدفقات النقدية المتوقعة الناتجة عن هذا الأصل أي أنها مستند ملكية أو دين بين حقوق ومطالب المستثمر.

والأوراق المالية إلى جانب تحقيقها عائداً مناسباً للمستثمرين فإنها تمنح لهم سهولة تحويلها إلى نقود عند الحاجة، إذ من الممكن بيعها في البورصة والحصول على عائد من النقود وتنقسم الأوراق المالية إلى نوعين:

1- الأسهم:

1-1- تعريف السهم: هو عبارة عن شهادة تحوّل لمالكها الحق في ملكية جزء من رأس مال الشركة التي أصدرت هذا السهم، والأسهم قابلة للتداول والانتقال في البورصة إما بالطرق التجارية أو من يد إلى يد أو بالقيود في سجل الشركة وعندما يتنازل شخص عن أسهمه تصبح الشركة مدينة للمساهم الجديد ويحل مالك السهم القديم في كل ماله من حقوق على الشركة وتشمل هذه الحقوق ما يلي⁽¹⁾:

- حق الحصول على ما يخص السهم من أرباح وفقاً للحصة المخصصة لكل سهم والمقررة توزيعها على حملة الأسهم.
- حقوق على أصول وموجودات الشركة تعادل نصيب كل سهم من صافي أصول الشركة أو ناتج بيع هذه الأصول بعد استبعاد حقوق الغير منها عند تصفية الشركة وهو ما يعادل تقريباً نصيب السهم من رأس المال.

- حق الحصول على بيانات ومعلومات دورية عن موقف الشركة المالي، وعن نتائج أعمالها.

- حق حضور الجمعيات العمومية سواء العادية أو غير العادية ومناقشة ما يعرض فيها وطرح الملاحظات والاقتراحات وحق التصويت على مشروعات القرار المعروضة.

إذن فالسهم مستند ملكية ومن ثم فليس له تاريخ استحقاق فمسؤولية حامله محدودة بقيمة السهم ولا يحق له المطالبة بالأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها.

1 الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، ط4، 2005، ص 82-83.

1-2- أنواع الأسهم: وتنقسم الأسهم إلى ثلاث فئات:**أ- أسهم من حيث الشكل:****أ-1- السهم الاسمي:** هو الذي يحمل اسم حامله ويحتوي على البيانات التالية⁽¹⁾:

- اسم ولقب وصناعة وموطن وجنسية المساهم - نوع ورقة الأسهم التي يمتلكها - نوع الشركة وعنوانها ورأس مالها ومركزها التجاري - عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها.

أ-2- السهم لحامله: هو الذي لا يذكر فيه اسم المساهم ويعتبر حامله مالكا له بسبب حيازته المادية التي تعتبر قرينة على وجود السبب الصحيح وحسن النية في سند الملكية ويحصل التنازل عن السهم لحامله بتسليمه من يد إلى يد أخرى وبذلك يحصل تداوله بأقصى سرعة ويكفي مجرد تقديم السهم لإعطاء حامله حق حضور مداولات الشركة في جمعياتها العمومية والاشتراك في قسمة أموالها وأرباحها ولا تلتزم الشركة بالاعتراف إلاً بمالك واحد وهو الحائز له ولو حصل عليه هذا الأخير بطرق غير قانونية⁽²⁾.

أ-3- السهم لأمر: للشركة أن تصدر أسهمها لأمر وتشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أنّ الشركة لا تستطيع تعقب تداول الأسهم ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد القيمة التي لم تدفع من أصل قيمة السهم.

ب- أسهم من حيث الحصة التي تدفع:

ب-1- السهم النقدي: هو الذي يكتب به المساهم بشرط أن يدفع قيمته نقدا ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية إلاً بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية وصدور المرسوم المرخص بتأسيسها⁽³⁾.

ب-2- السهم العيني: هو الذي يمثل حصة عينية كعقار أو مصنع أو متجر أو موجودات لشركة قائمة يصادق عليه من طرف الجمعية التأسيسية فلا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلاً لأصحابها إلاً عند تسليم الخدمات التي تقابلها وتعتبر قيمتها مدفوعة بكاملها⁽⁴⁾.

ج- أسهم من حيث الحقوق التي يتمتع بها أصحابها:

ج-1- السهم العادي: هو سهم يمثل ملكية جزء من رأس مال الشركة ويتمتع حامله ببعض الحقوق منها: - الحق في نقل ملكية السهم إلى شخص آخر بالبيع أو التنازل.

1 ناظم محمد الشمري، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للنشر والطباعة، عمان، 1999، ص 211.

2 عمار عمورة، الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري، دار المعرفة، الجزائر، 2000، ص 272.

3 أحمد بن محمد الحليل، الأسهم والسندات وأحكامها الفقهية، دار ابن الجوزي، السعودية، ط2، 1426 هـ، ص 89.

4 أحمد بن محمد الحليل، مرجع سبق ذكره، ص 89.

- الحق في الحصول على نصيب من الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها؛

- حق التصويت في الجمعية العمومية.

ج-2- السهم الممتاز: هو ورقة مالية تشبه السهم العادي، ويحتص السهم الممتاز دون غيره ببعض المزايا ويطلق عليه اسم سهم الأولوية أو الأفضلية، ويتخذ الامتياز الممنوح لهذا السهم إحدى الصور التالية:- منح حامله حق الأولوية في الأرباح - لحامل السهم الممتاز الأولوية على حملة الأسهم العادية عند تصفية الشركة فتستوفي قيمة الأسهم الممتازة بالأولوية⁽¹⁾.

ج-3- سهم التمتع: هو ذلك الصك الذي يتسلمه المساهم عندما يستولي على كل القيمة الاسمية لسهمه ويشترط لإعطائه هذه الأسهم أن يكون مصرحا بذلك القانون التنظيمي للشركة.

2- السندات:

1-2- تعريف السند: هو عبارة عن جزء من قرض تصدره الشركة المفترضة أو دولة أو هيئة مقترضة ويتم طرحه للاكتتاب فيه من جانب المقترض على المقرضين الذين يرغبون في إقراض هذه الشركة أو هذا المقترض، والسند هو بمثابة تعهد بسداد مبلغ معين في تاريخ معين بمعدل فائدة محددة⁽²⁾.

مثال: سند شركة سونا طراك: 100.000.00 نسبة الفائدة 13% في سنة 2003.

فعندما تشتري هذا السند ستحصل على ورقة تعطيك الحق في الحصول على 13000.00 كفائدة ففي التاريخ المتفق عليه سوف تحصل على مبلغ 100.000.00 إضافة إلى الفائدة إذن تعبر السندات عن علاقة مديونية ودائنية بين طرفين، فمصدر السندات طرف مدين، والمكتتب في السندات طرف دائن وأهم جوانب السندات ما يلي:

1- يتعهد المقترض بدفع سعر فائدة معلوم مقدما ومحدد بتاريخ استحقاق معين بصرف النظر عن تحقيق الشركة أرباحا أم لا.

2- كما يتعهد بسداد قيمة السند في تاريخ الاستحقاق.

2-2- أنواع السندات: يمكن تمييز عدة أنواع من السندات وهي كالتالي⁽³⁾:

أ- السند المستحق الدفع أو الوفاء بعلاوة إصدار: لكي نشجع المدخرين على الاكتتاب تعتمد الشركة إلى إصدار سندات تمنح للمكتتبين فيها بعض المزايا ترغيبا لحاملي رؤوس الأموال وحثا لهم على الادخار فتصدر سندات بمبلغ معين يسمى سعر الإصدار على أن تقرر رد هذا المبلغ في ميعاد الوفاء مضافا إليه مبلغ آخر يسمى علاوة.

1 مروان عطون، مرجع سبق ذكره، ص 85.

2 أحمد محمد لطفى أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، ط1، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2006، ص 95.

3 محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص 49.

ب- **سند النصيب**: النصيب هو مبلغ يمنح إلى حملة السندات التي تعينهم القرعة ولا يجوز إصداره إلا بإذن الحكومة.

ج- **السند ذو الاستحقاق الثابت الصادر بسعر الإصدار**: وهو السند العادي ويستعمل في القروض قصيرة الأجل ويعطي فائدة مرتفعة.

د- **السند المضمون**: لكي تتحصل بعض الشركات على حاجاتها من الأموال تعتمد أحيانا إلى اجتذاب رؤوس الأموال بتقديم ضمانات عينية للوفاء بالقرض كأن ترهن عقاراتها أو بعضها رهنا تأمينيا.

هـ- **السندات الحكومية**: يقصد بالسندات الحكومية تلك التي تصدرها الحكومة بهدف الحصول على موارد إضافية لتغطية العجز في الميزانية وينظر المستثمر إلى الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة على أنها أكثر جاذبية نظرا لتضاؤل مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيله.

3- المنتجات المالية المتطورة "المشتقات المالية أو أدوات الهندسة المالية"

هي أوراق مالية على شكل عقود، تشتق قيمتها من قيمة الأصل موضوع التداول، وتتنوع تلك الأصول ما بين مؤشرات البورصة، المعادن الثمينة، العملات الصعبة، أسعار الفائدة ...

و تتداول في البورصة أشكال من الأوراق المالية:

* عقود الخيار.

* العقود الآجلة.

* العقود المستقبلية.

* عقود المبادلة.

سوف نتطرق لهذه الأدوات (المشتقات المالية) بالتفصيل في المحور الخامس.

ثانيا: العوامل المؤثرة على سعر الورقة المالية

كما هو معروف فإن أي مستثمر عقلائي عادة ما يقيم الأصول المالية على أساس ما تدره عليه من أرباح سواء في الأمد القريب أو المتوسط أو البعيد، ومن هنا فإن هناك عدة عوامل مختلفة تؤثر على أسعار الأوراق المالية، وتختلف هذه العوامل المؤثرة على الأسعار باختلاف طبيعة تلك الأوراق المالية.

فإذا كانت هذه الأوراق المالية عبارة عن أسهم مثلا فإن أسعارها تتأثر أساسا بوضعية المنشأة ماضيا، حاضرا ومستقبلا وخاصة الأرباح باعتبارها مصدر حصول المساهمين على عوائد أسهمهم، أي عائد الأموال المستثمرة من قبلهم، فبالنسبة للعوامل المرتبطة بالمنشأة فيمكن للمستثمر النظر إلى أو الاهتمام بالنتائج المسجلة في السنوات السابقة ممثلة في التدفقات النقدية الداخلة، معدلات الخصم المطبقة عليها، توقعات المستثمرين المستقبلية، معدل نمو المنشأة، مبالغ الأرباح الموزعة، الأرباح المحققة، نسبة التمويل الذاتي، تطور رقم الأعمال، المردودية وخاصة مضاعف السهم، والمتمثل في النسبة بين سعر السهم وعائده والمعروف بالرمز $P. E. R.$ والذي

يعتبر بمثابة مقياس لثقة المستثمرين في شركاتهم، كما يعتبر مقياسا جيدا لسعر السهم المعني ، إذ كلما كانت هذه النسبة منخفضة كلما ارتفع سعر السهم.

أما إذا تعلق الأمر بالسندات فإن العامل الأكثر تأثيرا على أسعارها هو سعر الفائدة، وذلك على اعتبار أن المستثمر ينتظر من وراء اقتناء السندات الحصول في أغلب الحالات على عائد ثابت يتمثل في الفائدة، ومن هنا فإن المستثمر عادة ما يقيس مدى نجاحه في ذلك الاستثمار بما تقدمه السوق من فوائد على الأموال الموظفة في شتى المجالات والأدوات المالية، حيث يحقق حملة السندات أرباحا رأسمالية وفوائد كلما انخفض سعر الفائدة في السوق عن سعر الفائدة الذي تحمله سنداتهم، وذلك لأن السندات الجديدة ستصدر بفائدة أقل من الفائدة التي يحصلون عليها من استثماراتهم في السندات القديمة، الشيء الذي يؤدي إلى ارتفاع أسعار سنداتهم في البورصة نتيجة زيادة الطلب عليها، والعكس صحيح في حالة ارتفاع أسعار الفائدة في السوق، إذ يحقق حملة السندات القديمة خسائر نتيجة هذا الارتفاع، وذلك بسبب نقص الطلب على سنداتهم وبالتالي انخفاض قيمتها السوقية.

هذا بالإضافة إلى أن هناك بعض العوامل الخارجية التي من شأنها أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية سواء كانت في صورة أسهم أو سندات، تتمثل هذه العوامل أساسا في الظروف الاقتصادية السائدة بما في ذلك القوانين الضريبية، السياسات المالية المنتهجة، حالة التضخم، البطالة، معدل النمو الوطني، الميل الحدي للدخار لدى العائلات والأفراد، الحروب والتوترات السياسية المحتملة في المنطقة، ظروف النشاط الذي تعمل فيه المنشأة، خاصة فيما يتعلق بالتطور التكنولوجي ومدى إقبال الزبائن على اقتناء منتجاتها.

أضف إلى ذلك العوامل النفسية للمستثمرين والتي تلعب دورا كبيرا في التأثير على تغير أسعار الأوراق المالية، حيث يمكن أن يلاحظ إقبال المستثمرين على التخلص مما لديهم من أوراق مالية بمجرد سماعهم لمعلومات غير سارة، في نظرهم، مما يؤدي إلى زيادة العرض وبالتالي انخفاض الأسعار، أو زيادة الإقبال على اقتناء بعض الأوراق المالية نتيجة معلومات سارة.

كذلك للمضاربة دور كبير في التأثير على أسعار الأوراق المالية، إذ يقوم المضارب بالشراء عندما تنخفض الأسعار لضعف الطلب وزيادة العرض، فهو بذلك يسعى بصورة غير مباشرة إلى الزيادة في الطلب وبالتالي رفع السعر، كما أن المضارب يقوم بالبيع عندما ترتفع الأسعار نتيجة قلة العرض، وهو بذلك يزيد من عرض هذه الأدوات المالية الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض سعرها تدريجيا.

المطلب الثاني: تقييم الأسهم والسندات

أولا: الأسهم العادية

كما سبق وأن ذكرنا فإن للسهم عدة قيم: قيمة اسمية، قيمة دفترية، قيمة تصفوية، وقيمة سوقية، وقد تناولنا مفهوم وكيفية قياس كل قيمة، ما عدا القيمة السوقية، والسؤال الذي شغل بال الباحثين والمهتمين هو ما مدى قرب أو بعد هذه القيم عن القيمة الحقيقية للسهم، وخاصة قيمته السوقية ؟ فالمستثمر في الأسهم العادية يهتم بتقييم أوراقه بغرض معرفة مردودية استثماراته في تلك الأسهم، لكي يتمكن

المستثمر من اتخاذ القرار السليم في شأن شراء أو بيع ورقة مالية ما، ينبغي أن تتوافر لديه المعلومات التي يحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية لها، وهو ما يتطلب بدوره الوقوف على العوامل المحددة لتلك القيمة⁽¹⁾.

1- محددات القيمة السوقية للسهم:

تحدد المعلومات المطلوبة لاتخاذ قرارات الاستثمار من طرف المستثمر في الأسهم العادية، على ضوء العوامل المحددة لقيمتها السوقية، وفي هذا الصدد يكاد يتفق الأكاديميين والممارسين على أن السعر الذي يباع به السهم في السوق يتحدد على ضوء القيمة السوقية للمنشأة، والتي تتحدد بدورها على ضوء متغيرين أساسيين هما: التدفقات النقدية المتوقعة أن تتولد عن عملياتها، أي صافي الربح بعد الضريبة مضافا إليه قيمة أقساط الإهلاك، والمعدل الذي تخصم به هذه التدفقات للوصول إلى قيمتها الحالية التي تعادل القيمة السوقية للمنشأة.

أ - **التدفقات النقدية المتوقعة:** بالنسبة لهذا المتغير، المتمثل في التدفقات النقدية المتوقعة، نجده يتأثر تأثيرا مباشرا بمبيعات المنشأة وقدرتها على الرقابة على عناصر التكاليف، هذا وإذا كانت الرقابة على عناصر التكاليف تتوقف إلى حد كبير على عوامل من داخل المنشأة ذاتها، فإن حجم المبيعات يتأثر بالعوامل الداخلية إضافة إلى العوامل الخارجية، ويأتي في مقدمة العوامل الخارجية الظروف العامة للصناعة والتي من بينها حدة المنافسة بين المنشآت المكونة لها، ومدى استقرار أو تغير الطلب على منتجاتها، كذلك هناك الظروف الاقتصادية العامة من كساد أو رواج أو تضخم، وهي بالطبع ظروف عامة تتأثر بها كافة المنشآت ولكن يكون ذلك بدرجات متفاوتة، وأخيرا لا يمكن تجاهل الظروف الدولية، والتي قد يكون لها تأثير قوي على اقتصاد الدولة المعنية، وهو تأثير يمتد في النهاية إلى التدفقات النقدية للمنشآت العاملة بها.

ب - **معدل الخصم:** يعتبر معدل الخصم هو المتغير الثاني المحدد للقيمة السوقية للمنشأة، والذي يتمثل في الحد الأدنى لمعدل العائد الذي يطلبه المستثمر، الذي يوجه أمواله للاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها المنشأة المعنية، ويتحدد هذا المعدل على ضوء ثلاث متغيرات أساسية هي: معدل الفائدة الحقيقي، ومعدل التضخم، ومعدل العائد المطلوب لتعويض مخاطر الاستثمار.

يقصد بمعدل الفائدة الحقيقي ذلك العائد المطلوب والذي يعرض المستثمر عن مجرد حرمانه من استغلال أمواله لتحقيق إشباعات أو منافع حاضرة، نتيجة لتوجيه تلك الأموال إلى الاستثمار، حيث يعتبر هذا العائد في حقيقته تعويضا للمستثمر عن عنصر الزمن، طالما أنه يرتبط بتأجيل تحقيق إشباع من أموال يمتلكها. وتقدر قيمة ذلك التعويض بمعدل العائد الذي كان يمكن أن يحققه المستثمر لو أنه وجه أمواله إلى مجالات لا تتعرض لمخاطر إطلاقا، أي مجالات خالية من المخاطر Risk Free ويعتبر العائد على أذونات الخزينة التي تصدرها الحكومة والتي عادة ما لا تتجاوز فترة استحقاقها السنة من أحسن الأمثلة عن العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، أي مثالا للمعدل الحقيقي للفائدة.

أما العامل الثاني المؤثر على المعدل المطلوب على الاستثمار فهو معدل التضخم، أو ما يطلق عليه "بتأثير فيشر Fischer Effect" والذي عادة ما يتضمنه معدل الفائدة في السوق، ومن هنا فإن معدل الفائدة في السوق ليس هو معدل الفائدة الحقيقي، ولكنه عبارة عن

1 منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 211.

معدل اسمي يتضمن في جزء منه ما يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر التضخم، وكما هو معروف أن مخاطر التضخم قد تتولد عن الظروف الاقتصادية في الدولة، أو قد تنجم عن تأثير الظروف الاقتصادية السائدة في دول أخرى تربطها بالدولة المعنية علاقات تجارية.

أما المتغير الثالث المحدد للعائد الذي يطلبه المستثمرين فيتمثل في معدل العائد الذي يكفي للتعويض عن مخاطر توجيه أموال المستثمر لشراء أسهم المنشأة، والذي يتوقف على حجم مخاطر الأعمال Business Risk كما يتوقف على حجم المخاطر المالية، وهذين النوعين من المخاطر يرجعان أساسا إلى ظروف المنشأة وظروف الصناعة التي تنتمي إليها⁽¹⁾.

2- المعلومات المؤثرة على القيمة السوقية للسهم:

إذا كانت القيمة السوقية للسهم تتحدد على ضوء متغيرين أساسيين يتمثلان في التدفقات النقدية المتوقعة من عمليات المنشأة، والمعدل الذي تخصم به هذه التدفقات، فإن هذين المتغيرين بدورها يتحددان على ضوء الظروف السائدة في داخل المنشأة، وفي داخل الصناعة التي تنتمي إليها، هذا فضلا عن الظروف الاقتصادية العامة السائدة في الدولة المعنية والتي تتأثر بدورها بالظروف الدولية، تترجم هذه الظروف الخارجية والظروف الداخلية للمنشأة في شكل معلومات يستفيد منها المستثمرون من أجل بناء قراراتهم.

3- الظروف العالمية:

يقصد بالظروف العالمية في هذا الصدد المعلومات المتاحة عن الحروب أو التوترات المحتملة في منطقة ما، أو تغيرات سياسية أو اجتماعية أو اقتصادية في دولة معينة، مثل هذه الأحداث عادة ما تترك آثارا على اقتصاد دول أخرى، ويكون لها بصمات على حركة رؤوس الأموال بها، وإذا كانت هذه المعلومات في صورتها العادية قد لا تسمح للمستثمر العادي من أن يستخلص منها العبر والنتائج، فإن هناك محللين وخبراء المال الذين عادة ما ينشرون وجهات نظرهم، من خلال الصحف والمجلات المتخصصة، بشأن تأثير تلك الأحداث على اقتصاد الدولة وقطاعات الأعمال بها، بل وتأثيرها على الأوراق المالية التي تصدرها منشأة ما.

4- الظروف الاقتصادية المحلية:

إذا كانت الحالة الاقتصادية في الدولة تتأثر بما يجري في العالم من أحداث، فإنها تتأثر كذلك بمتغيرات من داخل الدولة ذاتها، ومن بين الأحداث الداخلية درجة النمو الاقتصادي في الدولة، مستوى التضخم، اتجاه سعر الفائدة، الدورات الاقتصادية، ونسبة البطالة ... وغير ذلك من الأحداث، كل هذه الأحداث من شأنها أن تؤثر على التدفقات النقدية المتوقعة للمنشأة، وكذلك على المعدل الذي على أساسه يتم خصم هذه التدفقات، ومن هنا فإنه يصبح من المتوقع أن تكون هناك علاقة واضحة بين الحالة الاقتصادية في الدولة وبين أسعار الأوراق المالية المتداولة في أسواقها.

5- ظروف الصناعة:

على الرغم من أن الظروف الاقتصادية العامة في الدولة تؤثر على كافة الصناعات، إلا أن مدى وعمق ذلك التأثير يختلف من صناعة إلى أخرى، بتعبير آخر يمكن القول أن الصناعات المختلفة المكونة للنشاط الاقتصادي لدولة ما تتفاوت فيما بينها من حيث تأثرها

1 منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 211.

بالأحداث الاقتصادية بصفة عامة، فمثلا صناعة السيارات تختلف عن صناعة إنتاج الكهرباء وعن صناعة بناء المساكن من حيث تأثيرهم بما يجري من أحداث اقتصادية.

هذا التباين في تأثير الظروف الاقتصادية يرجع في الأساس إلى عوامل في داخل الصناعة نفسها، ومن الأمثلة على تلك العوامل مدى اعتماد الصناعة على العنصر البشري مقارنة بمدى اعتمادها على التجهيزات الرأسمالية ودرجة التقدم التكنولوجي، الفرص المستقبلية للمنتجات، المنافسة مع صناعات أخرى تنتج سلعا بديلة، والمنافسة مع شركات الصناعة نفسها ... وغير ذلك من العوامل، ومن هنا يمكن القول أن للمعلومات المتاحة عن تلك الأمور تأثير على قرارات الاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت المكونة لتلك الصناعة.

6- الظروف الداخلية للمنشأة:

تتباين المنشآت فيما بينها حتى وإن كانت تنتمي إلى نفس الصناعة أو نفس القطاع، ومن بين نقاط التباين المستوى التكنولوجي للعمليات، التنظيم، المركز التنافسي، هيكل التمويل، وهيكل رأس المال ... وما شابه ذلك، وعادة ما تتفوق المنشأة في مجال أو مجالات معينة دون غيرها، إذ من الصعب إيجاد منشأة تتفوق على كافة المنشآت في كافة المجالات.

طبعاً كل هذه المعلومات السابق ذكرها، سواء تعلق بالظروف الدولية أو المحلية أو ظروف القطاع الصناعي الذي تعمل فيه المنشأة، وحتى الظروف الخاصة بالمنشأة نفسها، لو أتاحت للمستثمر لأمكنه المفاضلة بشكل معقول بين الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت المختلفة، وطبعاً في الدول التي بها أسواق رأس مال قوية، لا يجد المستثمر صعوبة في الحصول على هذه المعلومات من مصادر مختلفة وبالجنان أو بتكلفة ضئيلة جداً، ويأتي في مقدمة هذه المصادر الصحف المتخصصة في شئون المال والأعمال، المطبوعات الصادرة عن مكاتب الدراسات والاستشارات الاقتصادية، تقارير المنشآت، منشورات بيوت السمسة، والمطبوعات الحكومية ... إلخ.

ثانياً: طرق تقييم الأسهم العادية

لتقدير القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم، يصبح لزاماً على المستثمر تقدير الربحية المستقبلية للسهم، وعليه فإن سعر السهم في البورصة يتحدد وفقاً لتقديرات المتعاملين لتلك النتائج المحققة والتي يمكن أن يعبر عنها بواسطة التدفقات النقدية، الأرباح المحققة من قبل المنشأة و/أو الأرباح الموزعة على المستثمرين، وغيرها من العوامل التي سبق شرحها، والتي يمكن استخدامها في الحصول على القيمة الحالية للسهم بغرض تقييمه، وفي هذا الصدد توجد عدة طرق تستخدم في عملية تقييم الأسهم أو تقدير قيمتها الحقيقية تختلف باختلاف الجهة المهتمة بالتقييم وكذلك الغرض من هذا التقييم، سنقتصر فقط على الطرق التالية⁽¹⁾:

1- تقييم الأسهم بواسطة الأرباح الموزعة:

يقوم نموذج التوزيعات، الذي تم إعداده من قبل مديلياني وميلر "Modigliani & Miller" على أن القيمة الحقيقية للسهم ينبغي أن تساوي القيمة الحالية للمكاسب التي يتوقع المستثمر أن يحصل عليها نتيجة ملكيته لذلك السهم، والتي تتمثل في التوزيعات المتوقعة، ويمكن حساب ذلك عن طريق استخدام المعادلات الرياضية التالية:

1 منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 211.

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_t}{(1+K)^t} \quad (1 - 1)$$

حيث أن:

P_0 : قيمة السهم في الفترة 0 (أي بداية الفترة) .

K : معدل العائد الذي يتوقعه الملاك على استثماراتهم .

D_t : تمثل التوزيعات المنتظرة في السنوات t .

و من هنا يمكن القول أن تكلفة الأسهم العادية تعبر عن معدل الخصم أو معدل العائد المطلوب الذي يجعل القيمة الحالية لكل التوزيعات المنتظرة، من امتلاك هذا السهم، مساوية لسعره السوقي في فترة زمنية معينة.

و نظرا لكون نشاط المنشأة مستمر عبر الزمن، والتوزيعات كذلك تكون مستمرة طوال فترة حياة المنشأة، فإنه يمكن إعادة صياغة المعادلة السابقة لتصبح كالتالي:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+K)^\infty} \quad (2 - 1)$$

وبعد ذلك تصبح:

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_i}{(1+k)^i} \quad (3 - 1)$$

تشير هذه المعادلة إلى الصيغة العامة لنموذج التوزيعات، ولكن يمكن اشتقاق ثلاث معادلات لتعكس الحالات التي يمكن أن تكون عليها أوضاع المنشأة والتوزيعات، المعادلة الأولى تعكس حالة اللانمو، أي عدم وجود نمو في التوزيعات على الإطلاق، المعادلة الثانية تعكس حالة النمو الثابت للتوزيعات، أما المعادلة الثالثة فتعكس حالة النمو غير الثابت.

أما المعادلة العامة لنموذج تقييم الأسهم لفترة محددة تكون وفق ما يلي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+K_s)^t} + \frac{P_n}{(1+K_s)^n}$$

حيث:

D_t	: التوزيعات للسهم العادي في الفترة t
P_n	: سعر السهم العادي في الفترة n
K_s	: معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر

مثال: المعطيات

$$D_t : \$3.80$$

$$P_n : \$32$$

$$n : 1$$

$$K_s : 12\%$$

ما هي القيمة الحالية للسهم ؟

$$P_0 = \frac{\$3.80}{1+0.12} + \frac{\$32}{1+0.12} = \frac{\$35.80}{1.12} = \$31.96$$

2- حالة عدم وجود نمو للتوزيعات:

لتحديد سعر السهم اعتمادا على الأرباح الموزعة نأخذ الحالة المتطرفة، والتي تقوم فيها الشركة بتوزيع كل الأرباح المحققة، بمعنى أنه يفترض أن يكون معدل التوزيع 100%، وكذلك بافتراض أن المساهم والحالة هذه يحتفظ بالسهم لفترة واحدة (سنة على الأكثر)، اعتمادا على هاتين الفرضيتين فإن نموذج تحديد سعر السهم يكون كالتالي:

$$P_0 = \frac{D_1}{1+K} + \frac{P_1}{1+K} \Rightarrow P_0 = \frac{D_1+P_1}{1+K} \quad (4-1)$$

حيث أن:

$$P_1 = \text{سعر السهم في نهاية الفترة } T_1.$$

وعند إلغاء الفرضية الثانية، حيث تصبح مدة الاحتفاظ بالسهم هي t فإن النموذج يصبح كالتالي:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{D_t}{(1+k)^t} \quad (5-1)$$

حيث تحسب القيمة الحالية للأرباح الموزعة وكذلك القيمة الحالية لسعر السهم في آخر الفترة (مدة الاحتفاظ بالسهم) والمجموع يكون هو سعر السهم الحالي، هذا في حالة الاحتفاظ بالسهم لمدة محددة تساوي (t) أما في حالة كون المدة لا نهائية فيصبح سعر السهم عبارة عن القيمة الحالية لمجموع الأرباح الموزعة:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t} \quad (6-1)$$

وذلك لأن سعر السهم يصبح متكونا من الأرباح الموزعة وإمكانية وجود أرباح تصفوية، ونظرا لأن هذه الحالة تفترض ثبات أرباح السهم العادي عبر الزمن، أي أن تكون الأرباح الموزعة متساوية في جميع السنوات. وبعد إجراء بعض التغيرات الحسابية والرياضية تصبح المعادلة كالتالي:

$$P_0 = \frac{D_1}{k} \quad (7-1)$$

أو على الشكل التالي:

$$P_0 = \frac{D_1}{P_0} \quad (8-1)$$

ولكن يؤخذ على هذه المعادلة أن:

1- أرباح الشركة لن تكون ثابتة

2- من غير المنطقي أن لا تقوم الشركة باحتجاز جزء من أرباحها

هذا بالإضافة إلى أن المنشآت الناجحة عادة ما تنمو فيها التوزيعات باستمرار عبر الزمن، وذلك بسبب اتساع أعمالها وازدهارها.

يمكن تمثيل معادلة عدم وجود نمو في التوزيعات وفق المعادلة العامة التالية:

$$P_0 = \frac{D}{K_s}$$

$$\begin{array}{ll} D & : \text{التوزيعات للسهم العادي} \\ K_s & : \text{معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر} \end{array}$$

مثال: إذا كانت توزيعات السهم العادي تقدر بـ \$4، أما معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر هي 12 %، إذا ما هي القيمة الحالية للسهم؟

القيمة الحالية للسهم:

$$P_0 = \frac{\$4}{0.12} = \$33.33$$

3- حالة النمو الثابت للتوزيعات:

كما سبق شرحه من خلال المقارنة بين الأسهم الممتازة والأسهم العادية، فإن الأرباح الموزعة على الأسهم العادية ليست كالأرباح الموزعة على الأسهم الممتازة أو الفوائد العائدة للديون أو السندات، وذلك لأن الأرباح الموزعة على الأسهم العادية لا يتوقع أن تبقى ثابتة، حيث غالبا ما يكون لها معدل نمو (فهي معرضة للارتفاع أو الانخفاض)، وهذا ما يجعل تحديد قيمة الأسهم العادية أكثر فالأرباح الموزعة ترتفع وتنخفض، أو قد تبقى ثابتة أو تتغير تعقيدا بشكل عشوائي فهي عبارة عن تابع للتغيرات الاقتصادية التي يمكن أن تؤثر في نشاط الشركة وبالتالي في قراراتها المالية.

الحالة الأولى: تفترض وجود نمو ثابت في التوزيعات التي تقوم بها المنشأة، وقد تم وضع نموذج لمعالجة هذه الحالة سمي بنموذج جوردن Gordon نسبة للباحث الذي وضعه، ويفترض هذا النموذج أن التوزيعات التي يتحصل عليها المستثمر أو المساهم تنمو نموا سنويا ثابتا بمعدل قدره g وعليه تصبح المعادلة الرياضية لحساب القيمة الحقيقية للسهم كالتالي:

$$D_t = D_0(1 + g)^t \quad (9 - 1)$$

حيث أن:

g : معدل نمو الأرباح الموزعة.

وبالتعويض عن قيمة D_t في المعادلة رقم 1 نجد:

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)^1}{(1+K)^1} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^t}{(1+K)^t} \quad (10 - 1)$$

وبافتراض أن $K > g$ وأن g ثابتة فيمكن تبسيط المعادلة كما يلي:

$$P_0 = \frac{D_1}{K-g} \quad (11 - 1)$$

ومنه نجد أن: (01)

$$P_0 = \frac{d_0(1+g)}{K-g} \quad (12 - 1)$$

وجاءت هذه النتيجة انطلاقا من المعادلة الموالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_0(1+g)^t}{(1+K)^t}$$

حيث:

g : معدل النمو الثابت في التوزيعات

أما القيمة الحالية للسهم الخاصة بالنمو الثابت للتوزيعات فتحسب وفق العلاقة المتحصل عليها سابقا - المعادلة (12-1):

$$P_0 = \frac{D_1}{K_s - g}$$

وهذا النموذج هو صيغة مبسطة للنموذج السابق الخاص بالنمو الثابت للتوزيعات.

$$D_1 : D_1 = D_0(1+g) \quad \text{حيث:}$$

K_s : معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر

g : معدل النمو الثابت في التوزيعات

مثال: المعطيات

$$D_0 : 2.5\$$$

$$g : 6\%$$

$$K_s : 12\%$$

ما هي القيمة الحالية للسهم؟

$$D_1 = D_0(1 + g)$$

$$D_1 = (\$2.5)(1 + 0.06) = \$2.65$$

$$P_0 = \frac{\$2.65}{0.12 - 0.06} = \$44.16$$

من خلال إعادة تنظيم معادلة أو نموذج تحديد سعر السهم عن طريق قيمة الأرباح الموزعة، وبافتراض أن هذه الأرباح الموزعة تظل ثابتة إلى الأبد فإنه يمكن استنتاج تكلفة الأسهم العادية The Cost of Equity Capital كما يلي:

$$K = \frac{D}{P_0} \quad (13 - 1)$$

أما في حالة افتراض نمو الأرباح بمعدل مقداره (g) فإنه يمكن استنتاج K حيث نجد أن:

$$K = \frac{D_1}{P_0} + g \quad (14 - 1)$$

مثال 1: فلو نفرض، مثلاً، أنه لدينا شركة مساهمة "X" سعر بيع أسهمها في السوق يقدر بمبلغ 700 د.ج، ولنفرض كذلك أن معدل نمو الأرباح الموزعة المتوقع هو 5%، وأن الأرباح الموزعة هي 100 د.ج، إذن تكلفة الأسهم العادية بالنسبة إلى العائد المتوقع على هذه الأسهم هي:

$$K = \frac{100(1+0.05)}{700} + 0.05 = \frac{105}{700} + 0.05 = 0.2 = 20\%.$$

مثال 02: أصدرت شركة أسهما في السوق بمبلغ 1000 دج، وكان معدل نمو الأرباح الموزعة ثابت ويقدر بـ 10%، والأرباح الموزعة هي 100 دج.

تكلفة الأسهم العادية بالنسبة للعائد المتوقع على هذه الأسهم؟

$$K = \frac{D_1}{P_0} + g = \frac{d_0(1 + g)}{P_0} + g$$

$$K = \frac{100(1+0.1)}{1000} + 0.1 = \frac{110}{1000} + 0.1 = 0.21 = 21\%.$$

4- حالة النمو المتغير للتوزيعات:

من خلال النموذجين السابقين، يتضح أن التحليل كان مبنيًا على أساس فرضيتين أساسيتين وهما قيمة سنوية ثابتة للأرباح الموزعة لمدة غير محددة (للأبد)، والفرضية الثانية هي أن هذه الأرباح الموزعة تنمو بمعدل سنوي ثابت وكذلك للأبد، طبعًا هذا التحليل ما هو إلا تبسيط للواقع العملي لمنهج الأرباح الموزعة، ولكن يمكن تغييره وإدخال بعض التعديلات عليه حتى يصبح يعكس بصورة أكثر دقة الواقع المعقد لعملية توزيع الأرباح.

أما بالنسبة إلى تقدير g فتوجد طريقتان أساسيتان: أولهما أن يؤخذ متوسط معدلات نمو الأرباح الموزعة خلال السنوات الماضية وتفترض أن هذا المعدل سيبقى دون تغيير في المستقبل، كما أنه يمكن تعديله كلما استدعت الضرورة، حتى يأخذ في الحسبان معلومات إضافية والتي من شأنها أن تؤدي إلى الاقتناع بأن معدل النمو خلال السنوات السابقة سوف لن يعكس معدل النمو في المستقبل.

مثال 1: فمثلاً لو نفرض أن شركة مساهمة (Y) كانت أرباحها الموزعة بالنسبة لكل سهم خلال عدد معين من السنوات كالتالي:

السنوات	الأرباح الموزعة / للسهم الواحد
$t - 4$	80 دج
$t - 3$	90 دج
$t - 2$	95 دج
$t - 1$	105 دج
$t 0$	120 دج

إذن نصيب كل سهم من الأرباح الموزعة قد تزايد عبر السنوات الأربعة الماضية من 80 دج في السنة $t-4$ إلى 120 دج في السنة t_0 ، هذا يمثل متوسط معدل نمو سنوي g كما يلي:

$$80(1+g)^4 = 120$$

$$1+g = \left(\frac{120}{80}\right)^{1/4} = 1.1067$$

$$g = 1.1067 - 1 = 0.1067 = 10.67\%.$$

أما الطريقة الثانية، فقد تم وضعها من طرف الإقتصادي الأمريكي "مايرون جوردن" Myron Gordon لمعالجة وتحليل أساس نمو الأرباح الموزعة، وكذلك لمحاولة اشتقاق معدل للنمو مستقبلاً، بدلاً من مجرد عملية نشر لمعدل النمو في الماضي extrapolate و ينطلق "جوردن" Gordon من فكرة أن نمو الأرباح الموزعة يكون نتيجة للنمو في مستوى استثمار الشركة في مجالات ومشاريع مربحة، وعلى هذا الأساس فإن معدل الاستثمار هذا يصبح هو العامل الأول الذي يحدد جزئياً معدل نمو الأرباح الموزعة، أما العامل الثاني لتحديد معدل

نمو الأرباح فهو حتما معدل العائد الناتج عن هذه المشاريع، وعلى هذا الأساس وبعد القيام بمجموعة من الفرضيات، فإنه يمكن تقديم نموذج مبسط من أجل اشتقاق أو استنتاج قيمة معدل نمو الأرباح الموزعة، والفرضيات الأساسية التي يمكن تقديمها هي:

1 - أن رأس مال الشركة كله أسهم عادية.

2 - الأرباح المستبقاة هي المصدر الوحيد لتمويل الاستثمارات.

3 - نسبة ثابتة من الأرباح الصافية تحتجز كل سنة من أجل إعادة الاستثمار.

4 - المشاريع الممولة عن طريق الأرباح المحتجزة تنتج عائدا سنويا ثابت.

اعتمادا على هذه الفرضيات وإذا كان (b) هو عبارة عن النسبة الثابتة للأرباح المحتجزة كل سنة، وأن (r) هو متوسط معدل العائد للمشاريع التي تعمل فيها الشركة، فإن معدل نمو الأرباح الموزعة يمكن تقديره على أساس أنه rb بمعنى أن $rb = g$.

مثال 2: فلو افترض مثلا أن نسبة ثابتة مقدارها (b) من عوائد كل سنة (E_t) تقوم الشركة بإعادة استثمارها من أجل الحصول على معدل عائد ثابت مقداره (r) فإننا نلاحظ أن:

$$E_1 = E \quad (15 - 1)$$

$$E_2 = E_1 + rb \quad E_1 = E_1 (1 + rb) \quad (16 - 1)$$

$$E_3 = E_2 + rb \quad E_2 = E_1 (1 + rb) + rb \quad E_1 (1 + rb)$$

$$E_3 = E_1 (1 + rb) (1 + rb)$$

$$E_3 = E_1 (1 + rb)^2$$

$$E_n = E_1 (1 + rb)^{n-1} \quad (17 - 1)$$

حيث أن: E هي عبارة عن العوائد السنوية Annual Earnings

ومن خلال هذا التحليل نجد أن الأرباح الموزعة سنويا تكون:

$$D_1 = (1 - b) E_1 \quad (18 - 1)$$

$$D_2 = (1 - b) E_2 = (1 - b) E_1 (1 + rb)$$

$$D_3 = (1 - b) E_3 = (1 - b) E_1 (1 + rb)^2$$

$$D_n = (1 - b) E_n = (1 - b) E_1 (1 + rb)^{n-1} \quad (19 - 1)$$

وهكذا تنمو الأرباح الموزعة كل سنة بقيمة تساوي $(1 + rb)$ زيادة عن أرباح السنة التي سبقتها، ومن الناحية العملية وأخذا بعين الاعتبار الفرضيات المقدمة فإنه يمكن تقدير كل من b و r كالتالي:

$$b = \frac{\text{Earnings} - \text{Dividends}}{\text{Earnings}} \quad (20 - 1)$$

$$r = \frac{Earnings}{BV} \quad (21 - 1)$$

حيث أن:

Earnings: العوائد المنتظرة

Dividends: الأرباح الموزعة

BV: القيمة الدفترية لرأس المال المستخدم.

ومن هنا يصبح نموذج نمو التوزيعات كالتالي:

$$P_0 = \frac{d_1}{Ke - rb} \quad (22 - 1)$$

ولكن ما يمكن ملاحظته هو أن هذا النموذج يمكن تطبيقه فقط بالنسبة للمنشآت التي يكون هيكل رأسمالها متكون كله من أسهم عادية، وذلك لأن إدخال الديون ضمن هيكل رأس المال في عملية التحليل من شأنه أن يحدث مشكلات فيما يخص الإبقاء على ثبات كل من g و b و r .

5- تقييم الأسهم بواسطة التدفقات النقدية:

عادة ما يتم تقييم أي أصل من الأصول المالية على أساس القيمة الحالية للتدفقات النقدية التي تنتج عن ذلك الأصل، فقيمة الأسهم مثلا تمثل القيمة الحالية للتوزيعات المنتظر الحصول عليها مستقبلا، وهذا ويمثل التدفق النقدي الصافي كافة التدفقات الداخلة مطروحا منها التدفقات الخارجة التي سببها الاستثمار المعني، وعليه فإن الفرق الأساسي بين معيار صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية ومعيار الأرباح الموزعة بالنسبة للمستثمر هو أن الأول يأخذ بعين الاعتبار القيمة السوقية للأصل بعد إهلاكه بينما لا يأخذها المعيار الثاني في الحسبان ، وذلك على اعتبار أن الأرباح الموزعة على حملة الأسهم هي عبارة عن تدفق دائم وأبدي طالما أن المنشأة مستمرة في نشاطها.

وكما هو معروف فإن القيمة الحالية ترتكز في حسابها على مفهوم الخصم الذي تخضع له التدفقات النقدية حتى تصبح لها دلالة اقتصادية، وهذا راجع إلى مفهوم القيمة الزمنية للنقود والتي تعني أن أي مبلغ من النقود متوفر لدى المستثمر اليوم أفيد له من نفس المبلغ بعد مدة زمنية، وذلك بسبب عامل التضخم الذي أصبح الميزة السائدة للاقتصاديات الحديثة.

وعليه وحتى يتسنى لأي مستثمر تقييم الأسهم التي بحوزته فإنه يجب أن يقوم بتقدير التوزيعات التي ينتظر أن يحصل عليها في السنوات القادمة ثم يقوم بخصمها بسعر خصم معين من أجل تحديد قيمتها الحالية ، التي يمكن مقارنتها ببدائل استثمارية أخرى من أجل اتخاذ قراراته الاستثمارية.

من خلال ما سبق يمكن تلخيص معادلة النمو غير الثابت أو المتغير للتوزيعات للعوائد من خلال المعادلة التالية:

$$P_0 = \frac{D_0(1 + g_1)}{(1 + K)^1} + \frac{D_1(1 + g_2)}{(1 + K)^2} + \dots + \frac{D_n(1 + g_{n+1})}{k - g_{n+1}} \times \frac{1}{(1 + k)^n}$$

حيث تمثل المتغيرات التالية:

P_0 : القيمة الحالية للسهم، D : التوزيعات كل سنة، D_n : توزيعات السهم العادي خلال الفترة n ، g : معدل نمو التوزيعات، k : معدل العائد المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر، n : نهاية فترة النمو، g_{n+1} : معدل التوزيعات العادي (الثابت) بعد فترة النمو غير العادي للتوزيعات.

مثال 1:

إذا بلغت التوزيعات النقدية في السنة الماضية 5 دينار لكل سهم، وكانت توقعات المستثمر المعني نمو معدل تلك التوزيعات بمعدل 5% في السنة التالية (الأولى)، و 10% في السنة الثانية، و 5% في السنة الثالثة، و 3% في السنوات التالية بعد السنة الثالثة.

1- حساب القيمة الحقيقية للسهم (P_0) بافتراض أن معدل العائد المطلوب على الاستثمار كان 14%.

$$P_0 = \frac{D_0(1+g_1)}{(1+K)^1} + \frac{D_1(1+g_2)}{(1+K)^2} + \frac{D_2(1+g_3)}{(1+K)^3} + \frac{D_3(1+g_{3+1})}{(K-g_{3+1})} \times \frac{1}{(1+K)^3}$$

$$P_0 = \frac{5(1+0.05)}{(1+0.14)^1} + \frac{5.25(1+0.1)}{(1+0.14)^2} + \frac{5.775(1+0.05)}{(1+0.14)^3} + \frac{6.06375(1+0.03)}{(0.14-0.03)} \times \frac{1}{(1+0.14)^3}$$

$$P_0 = 4.605 + 4.445 + 4.039 + 56.763 \times 0.675 = 51.416 \text{ دج}$$

مثال 2: (شامل)

1- إذا كنت مستثمرا في السوق المالي لأسهم شركة أدوية وكانت توزيعات السهم (D) العادي لهذه الشركة تقدر بـ 5 \$، ومعدل العائد (K) المطلوب على السهم العادي من طرف المستثمر هو 15%، ما هي القيمة الحالية للسهم في هذه الحالة مع العلم أنه لا يوجد نمو في توزيعات أرباح هذه الأسهم؟

2- في حالة وجود نمو ثابت لتوزيعات السهم (g) مقدرة بـ 10%، فما هي القيمة الحالية في هذه الحالة بالاحتفاظ بنفس معطيات السؤال الأول

بالنسبة للتوزيعات ومعدل العائد؟

3- في حالة وجود نمو للتوزيعات خلال فترة مقدرة بسنة واحدة، حيث وصل السعر للسهم العادي خلال نهاية هذه الفترة إلى 40 \$، فما هي القيمة الحالية للسهم الواحد بالاحتفاظ بمعطيات السؤال الأول؟

4- إذا بلغت التوزيعات النقدية في السنة الماضية 6 دينار لكل سهم، وكانت توقعات المستثمر المعني نمو معدل تلك التوزيعات بمعدل 5% في السنة

التالية (الأولى)، و 6% في السنة الثانية، و 5% في السنة الثالثة، و 3% في السنوات التالية بعد السنة الثالثة.

حل المثال 2:

1- القيمة الحالية للسهم في حالة عدم وجود نمو في توزيعات أرباح هذه الأسهم:

$$P_0 = \frac{D}{K} = \frac{5}{0.15} = 33,33\$$$

2- القيمة الحالية للسهم في حالة وجود نمو ثابت لتوزيعات السهم (g) مقدرة بـ 10%:

$$P_0 = \frac{D_1}{K-g}$$

$$D_1 = D_0(1 + g) = 5(1 + 0,1) = 5,5 \$$$

$$P_0 = \frac{5,5}{0,15-0,1} = \frac{5,5}{0,05} = 110 \$$$

3- القيمة الحالية للسهم في حالة وجود نمو للتوزيعات خلال فترة مقدرة بسنة واحدة، وسعر السهم العادي \$40:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Dt}{(1+Ks)^t} + \frac{Pn}{(1+Ks)^n}$$

$$= \sum_{t=1}^1 \frac{5}{(1+0,15)^1} + \frac{40}{(1+0,15)^1} = 4,34 + 34,78 = 39,12 \$$$

4- حساب الحالية للسهم (P_0) بافتراض أن معدل العائد المطلوب على الاستثمار كان 14% ونمو متغير للتوزيعات.

$$P_0 = \frac{D_0(1+g_1)}{(1+K)^1} + \frac{D_1(1+g_2)}{(1+K)^2} + \frac{D_2(1+g_3)}{(1+K)^3} + \frac{D_3(1+g_{3+1})}{(K-g_{3+1})} \times \frac{1}{(1+K)^3}$$

$$P_0 = \frac{6(1+0.05)}{(1+0.14)^1} + \frac{6.3(1+0.06)}{(1+0.14)^2} + \frac{6.678(1+0.05)}{(1+0.14)^3} + \frac{7.0119(1+0.03)}{(0.14-0.03)} \times \frac{1}{(1+0.14)^3}$$

$$P_0 = 5.526 + 5.777 + 5.320 + 65.656 \times 0.675 = \boxed{60.941 \text{ دج}}$$

6- تقييم الأسهم بواسطة الأرباح المحققة:

من خصائص الأسهم العادية هي أن يكون لها نصيب من الأرباح المحققة من قبل المنشأة في حالة واحدة فقط والمتمثلة في تحقق هذه الأرباح وقرار المنشأة بتوزيع هذه الأرباح أو جزء منها، هذا يعني أن توزيع الأرباح غير إجباري بل هو اختياري متروك لقرار المنشأة، حيث يمكنها توزيع كل الأرباح المحققة أو جزء منها أو عدم توزيعها على الإطلاق.

وبالتالي فإنه عادة ما ينظر إلى عدم توزيع الأرباح المحققة أو جزء منها على أنه إعادة استثمارها لصالح المساهمين، ومن هنا يمكن استعمال مؤشر الأرباح المحققة من قبل الشركة لتقييم أسهمها، باعتبار أن تلك الأرباح هي مصدر الأرباح الموزعة على حملة الأسهم، كما أنها تعبر عن مدى نجاح الشركة في السوق وقدرتها على المنافسة⁽¹⁾.

ويمكن التعبير عن الأرباح الموزعة Dt بواسطة الأرباح المحققة Et مع الأخذ بعين الاعتبار أن المنشأة أعادت استثمار جزء من أرباحها بالعلاقة التالية:

$$Dt = Et - It \quad (23 - 6)$$

حيث يعبر It عن مقدار الأرباح التي أعيد استثمارها.

وتعتبر حالة احتجاز جزء من الأرباح المحققة داخل المنشأة من أجل إعادة استثمارها الحالة الشائعة الوقوع في الحياة العملية، فإذا كانت هذه السياسة متبعة على مدى حياة المنشأة فإنه يمكن القول أن قيمة الأرباح الموزعة تصبح مرتبطة بهذا العامل، أي الفرق بين الأرباح المحققة من قبل المنشأة ومقدار ما قامت باحتجازه بغرض إعادة استثماره كل سنة، وبالتالي تصبح قيمتها هي عبارة عن القيمة الحالية لتلك الفروق خلال السنوات القادمة . ويمكن التعبير عن هذه الفكرة رياضيا بالعلاقة التالية⁽²⁾:

$$V_0 = \frac{\bar{E}_1 - \bar{I}_1}{1+r} + \frac{\bar{E}_2 - \bar{I}_2}{(1+r)^2} + \frac{\bar{E}_3 - \bar{I}_3}{(1+r)^3} + \dots \dots \dots$$

حيث تمثل:

V_0 : قيمة الشركة المعنية

E : الأرباح المقدرة أو المتوقعة.

I : مقدار الأرباح المحتجزة بغرض إعادة الاستثمار.

r : معدل الخصم.

ومن هنا يمكن القول أن قيمة المنشأة والمتمثلة في قيمة مجموع أسهمها تتوقف على مقدار الأرباح المنتظر تحقيقها من جهة وعلى مقدار ما تعيد استثماره من جهة أخرى، نفس مبدأ التحليل يمكن تطبيقه على حالة تقييم السهم، حيث تتوقف قيمته على ما ينتظره حملة الأسهم من أرباح قد تتحقق من طرف منشأتهم.

وكخلاصة لما تقدم فيما يخص تقييم الأسهم فإنه يمكن الإشارة إلى نقطتين أساسيتين، تتمثل الأولى في معدل الخصم الذي يستعمل للحصول على القيمة الحالية للتدفقات النقدية من أرباح محققة أو أرباح موزعة أو غيرها من التدفقات، فكما لاحظنا من خلال التحليل السابق وفي كل الحالات تقريبا تم خصم التدفقات من أجل الوصول إلى القيمة الحالية باستعمال معدل خصم معين .

ويعرف معدل الخصم في الأدبيات الاقتصادية على أنه عبارة عن معدل العائد المنتظر من الاستثمارات البديلة والتي تنطوي على نفس المستوى من المخاطر، كما يضيف بعض الاقتصاديين مثل Sharpe في هذا الصدد أن المعدل المناسب لخصم تدفقات مستقبلية من

1 جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، دار هومة للطباعة والنشر، ط2، 2002، ص ص 40-41.

2 جبار محفوظ، مرجع سابق، ص 41.

الأرباح أو الأرباح الموزعة بغرض تحديد القيمة الحالية للسهم هو معدل العائد المنتظر من أصل ذو مخاطر مشابهة لتلك التي تخص الورقة المعنية بالتقييم.

ولكن تكمن صعوبة تحديد معدل الخصم في كونه يتعلق بتحديد مستوى المخاطر الذي يختلف من أصل لآخر، أي من سهم لآخر ومن فترة لآخرى ومن شخص لآخر، ولكن وبصفة عامة ونظرا لأن المستقبل يتصف بظروف عدم التأكد وبالتالي فإن الخطر الذي يتعرض له استثمار معين لا يمكن عزله عن الأخطار التي بقية الاستثمارات.

أما النقطة الثانية فتمثل في كون أن عملية تقييم الأسهم ومهما اختلفت الطرق المتبعة في ذلك فإنها تؤدي إلى نفس النتيجة باعتبار أن الأرباح الموزعة هي جزء من الأرباح المحققة وأن صافي التدفقات النقدية ما هي إلا صورة من صور النتائج المحققة من قبل المنشأة.

ثالثا: تقييم الأسهم الممتازة

يحصل حامل السهم الممتاز على توزيعات نقدية ثابتة بصفة دورية، لذلك يحسب عائد السهم الممتاز وفق المعادلة التالية:

$$K_P = \frac{D_P}{P_0}$$

$$\begin{array}{ll} D_P & : \text{التوزيعات السنوية للسهم الممتاز} \\ P_0 & : \text{القيمة السوقية للسهم الممتاز} \end{array}$$

مثال: لتكن التوزيعات السنوية للسهم الممتاز تقدر بـ \$7,50، والقيمة السوقية للسهم الممتاز \$88، ما هو العائد على السهم الممتاز؟

- العائد على السهم الممتاز؟

$$K_P = \frac{\$7.50}{\$88} = 0.085 = 8.5\%$$

في الختام، تشكل الأسهم والسندات ركيزة أساسية في هيكل الأسواق المالية، حيث تلعب دورًا محوريًا في تمويل الشركات والحكومات وتعزيز النمو الاقتصادي. الأسهم تمثل حقوق الملكية في الشركات وتمنح المستثمرين حق المشاركة في الأرباح والتصويت في القرارات الهامة، بينما تعتبر السندات أدوات دين تتيح للمصدرين الحصول على تمويل مقابل دفع فوائد دورية واسترداد القيمة الأصلية عند الاستحقاق.

تقييم الأسهم والسندات يُعد جزءًا أساسيًا من عملية الاستثمار، حيث يساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات مدروسة بناءً على تحليل دقيق لقيمة الأصول. تتضمن طرق تقييم الأسهم استخدام نماذج مثل نموذج التدفقات النقدية المخصومة (DCF)، ونسب السوق، والتحليل الأساسي والفني. من ناحية أخرى، تتضمن طرق تقييم السندات تحليل سعر الفائدة الحالي، والعائد حتى الاستحقاق، ومخاطر الائتمان، والعوامل الاقتصادية الكلية.

والفهم الجيد لطرق تقييم الأسهم والسندات يمكن أن يؤدي إلى قرارات استثمارية أكثر فعالية وتحقيق عوائد أعلى مع تقليل المخاطر. ومع ذلك، يجب على المستثمرين دائمًا مراعاة تقلبات السوق والمخاطر المرتبطة بالاستثمار، والاعتماد على نهج متوازن ومدروس في تنويع محفظة الاستثمار.

في النهاية، يُعتبر الاستثمار في الأسهم والسندات وسيلة قوية لتحقيق النمو المالي، شريطة أن يتم بناءً على تقييم دقيق واستراتيجية واضحة. تعزيز المعرفة المالية والاستفادة من الأدوات التحليلية المتاحة يمكن أن يساهم بشكل كبير في تحقيق الأهداف الاستثمارية والمحافظة على الاستقرار المالي على المدى الطويل.

المحور الخامس: كفاءة الأسواق المالية

المطلب الأول: تعريف ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

أولاً: تعريف كفاءة أسواق الأوراق المالية

يعد المفهوم العام للكفاءة مرتبط ومتداخل مع المفهوم العام للفعالية، فالفاعلية في هذا السياق تعني إمكانية تحقيق الهدف والوصول إلى نتائج التي يتم تحديدها مسبقاً وإن الهدف عبارة عن نقطة نهاية أو نتيجة يراد الوصول إليها في وقت محدد. فالكفاءة في مفهومها العام تعني القيام بعمل بأفضل طريقة ممكنة من حيث التكلفة والوقت و الربحية.

ومن هنا نشير إلى اختلاف مفهوم الكفاءة عن مفهوم الفعالية حيث أن الفعالية تركز على نقطة النهاية الواجب الوصول إليها بينما الكفاءة لا تهتم بالكيفية التي يمكن بها البلوغ هذه النقطة.

إن السوق المالي هو السوق الذي تعكس فيه أسعار الأوراق المالية المصدرة والمتداولة لكافة المعلومات المتاحة على المؤسسة، إذ يقتضي ذلك فاصل زمني بين الحصول على المعلومة والنتائج المرتبطة بأسعار الأوراق المالية، إن السوق المالي الكفء هو الذي يحقق لنا:

- التخصيص الأمثل للموارد؛
- التقييم الدقيق للمبادلات؛
- تخفيض تكاليف الخدمة إلى أقل ما يمكن.

ومن تعاريف السوق الكفء ما يلي:

التعريف الأول: تتسم سوق الأوراق المالية الكفء بالتنافسية أي تتحدد فيها أسعار الأصول وعوائدها وفقاً لقوى العرض والطلب وتتسم سلوك المتعاملين بالرشادة مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين وتتحدد بالتالي القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات⁽¹⁾.

التعريف الثاني: أن تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة.

تعريف آخر: أن سوق الأوراق المالية تكون كفء بالنسبة لنظام معين من المعلومات إذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة⁽²⁾.

1 Bodie Z. Kane et Marcus A "essentials of investments", times Minor higher education group, INC Chicago USA, 1995, P 54.

2 محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، "تحليل وتقييم الأوراق المالية"، دار الجامعة الإسكندرية، الطبعة الثالثة، 2002، ص 154 .

وتعرف: وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه يكون من شأنهم تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم وتتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا تبعا لطبيعة الأنباء، إذا كانت إيجابية أم لا.

وفي سوق يمتاز بكفاءة يعكس سعر السهم الشركة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل قوائم مالية أو معلومات تتعلق بأنشطتها وسائل الإعلام، أو تتعلق بالسجل التاريخي لسعر السهم أو غيرها من تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة لأداء المنشأة والذي يتضمن مستويات العوائد الفعلية، رزمة الأرباح، ورقم الأعمال وغيرها ويعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاءة توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق إلا أن ذلك لا يعني بالضرورة تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماما⁽¹⁾.

ويتميز السوق المالي الكفاء بمجموعة من الخصائص نذكر منها:

- كافة المعلومات الضرورية متاحة لجميع المستثمرين بتكاليف منخفضة أو بدون تكلفة.
- وجود انتشار واسع لهذه المعلومات إذ لا يمكن أن تنحصر في يد مستثمر واحد أو مجموعة معينة دون الآخرين.
- وجود عدد كبير من المستثمرين الذين يقومون بتحليل هذه المعلومات ومن ثم اتخاذ قرارات البيع أو الشراء بناء على نتائج التحليل.
- عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومة والوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للورقة المالية مع ضرورة وصول ذلك لكافة المستثمرين.

ثانيا: متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

عندما نتحدث عن كفاءة السوق المالي يجب أن نميز بين الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة.

1- الكفاءة الكاملة: تقتضي بأن لا يكون هنالك فاصل زمني بين صدور المعلومة وانعكاسها على سعر الورقة المالية مع عدم وجود تكاليف للحصول على هذه المعلومة، هذا النوع من الكفاءة يكاد يكون شبه مستحيل في الواقع ومع ذلك يرى بعض المختصين أن الكفاءة الكاملة لكي تتحقق لابد من توفر الشروط التالية⁽²⁾:

- كثرة المعلومات ووفرتها وسهولة الحصول عليها دون تكاليف تذكر، الأمر الذي يجعل توقعات المستثمرين تكون متشابهة لأنها مبنية على نفس المعلومة.
- حرية الدخول والخروج من وإلى السوق المالي دون قيود.

1 حسان خضر، "تحليل الأسواق المالية"، سلسلة دورية تعنى بالتنمية في الأقطار العربية، العدد 24، مارس 2004، ص ص 08-09.

2 محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 162.

- عدم وجود تكاليف للمعاملات وعدم وجود قيود على الكميات المشتراة أو المباعة، ويدخل في ذلك الإطار عدم وجود ضرائب مفروضة على تلك المعاملات.

- عدم وجود تأثير لقرارات الاستثمار من طرف مجموعة من المستثمرين على حركة الأسعار.

- وجوب اتصاف المستثمرين بالرشادة والعقلانية.

أما عن الأسباب التي تجعل الكفاءة الكاملة شبه مستحيلة تتمثل في:

- إن حصول المستثمرين على المعلومة وتحليلها لا يكون بدون تكلفة وحتى وإن كان الحصول عليها مجانيا فإن عملية تحليلها تكون في الغالب عن طريق مكاتب الاستشارة وهي مكاتب تعمل مقابل عمولة.

- إن بعض المستثمرين لهم ميزات تمكنهم من الحصول المسبق على المعلومة وقد يرجع ذلك لقربهم من المديرين أو كبار العاملين في الشركات المدرجة في البورصة.

- إن كل الأسواق المالية توجد بها تكاليف وعمولات على التعامل والتنظيم كما أن الضرائب موجودة في الكثير من التشريعات ولا يتم الإعفاء عن كل المعاملات من الضرائب في كل الدول.

2- الكفاءة الاقتصادية: والتي بمقتضاها يتوقع أن يمضي بعض الوقت على وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأوراق المالية وتحقيق الكفاءة الاقتصادية من خلال كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

2-1- كفاءة التسعير: يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بالسرعة -دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن تكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.

وإذا كان تحقيق أرباحا غير عادية أمرا صعبا في هذا السوق إلا أنه أيضا غير مستحيل لأسباب التالية :

- قد يكون المستثمر عديم الخبرة نظر لدخوله إلى السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا السبب لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته.

- قد تستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية غير أن هذا ما يحدث في لعدد قليل من المستثمرين ولمرات معدودة.

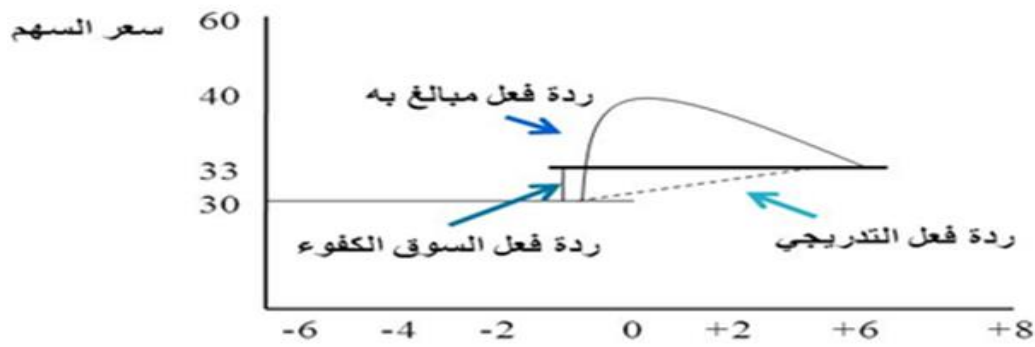
هذا السبب غير صحيح دوما في ظل السوق الكفوء لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بسببها أرباحا طائلة على حساب الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

2-2- كفاءة التشغيل: يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتيح للتجار والمتخصصين إلى صناع السوق فرصة إلى تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد على حد كبير على كفاءة التشغيل فلنرى كيف تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدتها الأدنى مما ستجعلهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي يباع فيه الورقة وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف⁽¹⁾.

تمثيل الكفاءة الاقتصادية بمنحنى بياني:

نفترض ارتباط كفاءة السوق بطبيعة استجابة المستثمرين للمعلومات في حالة المعلومة الجيدة والمعلومة غير الجيدة وفق ما يلي:

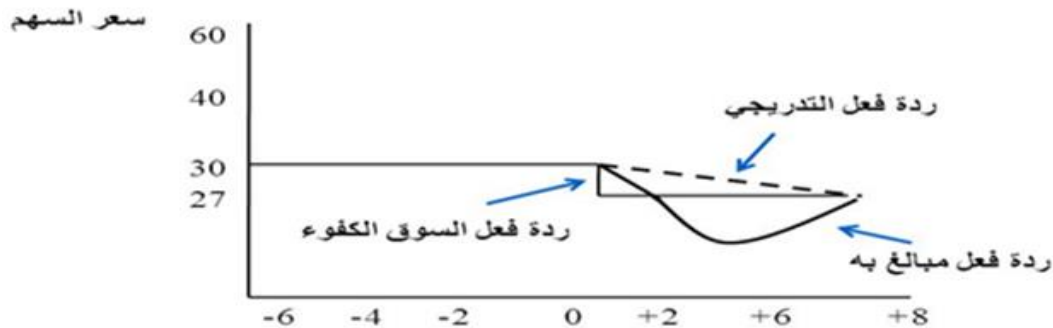
1- حالة المعلومات الجيدة:



الأيام قبل وصول المعلومات الجيدة

أما في حالة المعلومة سيئة أو غير الجيدة تكون استجابة السوق وفق المنحنى الموالي:

2- حالة المعلومة غير الجيدة:



الأيام قبل وصول المعلومات غير الجيدة

1 وليد أحمد صافي، "الأسواق المالية العربية، الواقع والآفاق"، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002/ 2003، ص 58.

وتوفر الخاصيتان السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتوافر مجموعة من الشروط أهمها ما يلي⁽¹⁾:

- أن تسود سوق الأوراق المالية المنافسة الكاملة وهذا الشرط مرهون بتوفير عدد كبير من الباعة والمشتريين تتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الإحتكار.

وبتحقيق هذا الشرط لسوق الأوراق المالية ما يعرف بخاصيتين العمق و الإتساع حيث بوجود مجموعات مختلفة وكبيرة من المتعاملين، يتوفر للسوق شرط المنافسة، كما تتوفر له أيضا ما يعرف بخاصية الإستجابة التي تجعل التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه خاضعة لعوامل العرض والطلب.

- أن يوفر هذا السوق خاصية سيولة أوراق المالية المتداولة فيه، وهذا الشرط هو في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق، وتوافر خاصية السيولة في سوق الأوراق المالية تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسرعة المناسبة كما أن توفر هذه الخاصية توفر لسوق الأوراق المالية ميزة هامة هي ما يعرف بإستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي تقل من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.

- أن يتوفر لسوق الأوراق المالية وسائل وقنوات إتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل وتتخذ هذه المؤشرات صور متعددة وتقدم للمستثمر فيما يعرف بنشرة حركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.

- توفر عنصر الشفافية: بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين فيه على قدم المساواة ويشكل بحد من عملية ما يعرف بإحتكار المعلومات وفي السياق نفسه تتضمن شروط الإدراج في السوق توفير متطلبات خاصة في الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام.

- توفر التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والإستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

كما يشترط أن تكون السوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه محكومين من قبل هيئة أو لجنة تعرف بهيئة أو لجنة إدارة السوق ولكي تتوفر في هذه اللجنة صفة الفاعلية يشترط أن تكون محايدة أولا، ومكونة من أفراد ذوي خبرة ثانيا ويعاونهم في أداء مهامهم مجموعات إستشارية متخصصة على أن تستمد هذه الهيئة أو اللجنة سلطتها من مجموعة من النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الإستقرار والأمان للمستثمرين وما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية.

1 محمد مطر، إدارة المشروعات، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 1999، ص 133-134.

ثالثا: المعلومات وأسواق الأوراق المالية

تتوقف كفاءة السوق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبني على أساس العناصر الآتية⁽¹⁾:

- إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن إستخدامها في المفاضلة بين فرص الإستثمار المختلفة.

- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

هناك طرفين تتعامل بالمعلومات وفقا لمنطق الرشادة الاقتصادية عن طريق عرض أو طلب تلك المعلومات⁽²⁾.

الطرف الأول: معدي ومنتجي المعلومات: ولديهم أربعة حالات ممكنة لعرضها:

- مراعاة الاستخدام الخاص بالمعلومات وإنتاج شيء ذو قيمة وبيعه في السوق؛

- بيع المعلومات مباشرة للمستخدمين؛

- النشر المجاني للمعلومات لتشجيع شراء سلع أخرى؛

- التضليل والخداع في المعلومات.

الطرف الثاني: مستخدمين المعلومات ولديهم أربعة حالات ممكنة لإستخدامها وهي:

- الحصول عن المعلومات بالطريقة المباشرة عن طريق السؤال والبحث؛

- شراء المعلومات من السوق مباشرة؛

- الحصول على المعلومات مجانيا؛

- تقييم المعلومات المتاحة.

مما سبق ذكره يتضح أهمية المعلومات ومدى توفرها في سوق الأوراق المالية وعدم تكافؤ المستثمرين أي المتعاملين في الحصول عليها من شأنه أن يؤثر على سير أداء السوق المالي الفعال وفي حالة عدم تكافؤ فرص الحصول المتعاملين على المعلومات في سوق الأوراق المالية تسمى هذه الحالة **بعدم تماثل المعلومات**، أي امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون، مثلا يجوز كبار موظفي المؤسسة على معلومات معينة يستطيعون حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي لحسابهم الخاص وذلك قبل نشرها في التقارير المالية⁽³⁾.

1 محمد صالح الحناوي، تحليل وتقديم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 132.

2 شوقي السيد فودة، نحو نموذج مقترح لتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وسلوك أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية، مجلة آفاق جديدة، السنة العاشرة، العدد 4، 1998، ص 165.

3 محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، ص 133.

المطلب الثاني: المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية والعلاقة بين هذه المستويات

أولاً: المستويات المتعلقة بكفاءة أسواق الأوراق المالية

من الأمور التي يجب إدراكها أن كفاءة الأسواق الأوراق المالية هي مفهوم نسبي وليس مطلق يتحدد بمدى طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى. وبعبارة أخرى أن من بين خصائص السوق الكفاءة أن تعكس الأسعار وبسرعة المعلومات التي من شأنها أن تؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة فيه، لذا يجب التعرض إلى المستويات المختلفة للكفاءة الأسواق الأوراق المالية والتي يمكنها توضيحها من خلال هذا الشكل أدناه.

والجدير بالذكر أن هذا التقسيم للمستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية ناتج عن الدراسة التطبيقية التي قام بها الباحث فاما FAMA عام 1965 حلل بموجبها حركة أسعار الأسهم المستخدمة في حساب متوسط، داو جونز Dow Jones حيث راقب، FAMA الحركة اليومية للأسعار (30 سهم) خلال 5 سنوات وقد خلص من دراسته إلى قياس الدرجة العشوائية التي تحصل في تقلبات أسعار الأسهم، وقد بين تماماً أن المعلومات الجديدة التي تصل إلى المستثمر في الأسهم وبشكل مفاجئ قادرة أن تغير من نظرة المستثمر المستقبلية وبما أن المعلومة التي تصل إلى المستثمر مستقلة عن غيرها من ناحية الزمن لذلك فإن أسعار الأسهم أي القيمة السوقية سوف تنقلب عشوائياً صعوداً ونزولاً وفقاً لنوع المعلومة التي ترد إلى السوق⁽¹⁾.

لذلك سوف تناول في هذا الجانب المستويات المتعلقة بكفاءة سوق الأوراق المالية و هي⁽²⁾:

- مستوى الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق يفترض بأن المعلومات التاريخية سوف تعكس الأسعار السوقية لسهم؛
- مستوى الصيغة الشبه قوية الكفاءة السوق، يفترض أن كل المعلومات العامة سوف تعكس الأسعار السوقية للأسهم؛
- مستوى الصيغة القوية لكفاءة السوق يفترض أن المعلومات سوف تعكس الأسعار السوقية للأسهم.

1- الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق:

تقضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي معلومات تاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي حدثت فيه في الماضي وهو ما يعني أن عملية التنبؤ ستكون على دراسة المتغيرات التي طرأت على السعر في الأيام الماضية أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى وهذا ما يعرف بصيغة الفرضية الضعيفة بنظرية الحركة العشوائية.

1 حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001، ص 124.

2 عبد الغفار حنفي، البورصات، أسهم سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1995، ص 155.

2- الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق:

و يطلق عليها أيضا صيغة فرضية السوق المتوسطة، و تقتضي بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور من معلومات التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو المنشأة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور. وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات، حيث في البداية تكون الإستجابة ضعيفة لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية شأن تلك المعلومات غير أنه عند مرور وقت قصير سوف يتوفر التحليل النهائي للمعلومات لتعكس أثره على أسعار الأسهم.

3- الصيغة القوية لكفاءة السوق:

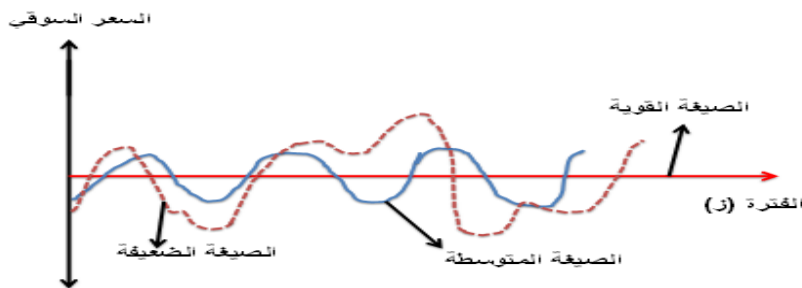
بمعنى أن سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة أي المعلومات المنشورة العامة إضافة إلى المعلومات التي يتحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، وهذا يعني إستحالة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب الآخرين وقد ثبتت صحة هذا الفرض.

ثانيا : العلاقة بين أشكال كفاءة أسواق الأوراق المالية

تغطي الكفاءة الضعيفة للسوق المالي بقبول عام من قبل محلي الأوراق المالية و جمهور المتعاملين في السوق، ويشند الخلاف حول حقيقة افتراضات الشكل شبه القوي والقوي للكفاءة، ويعود السبب في ذلك إلى طبيعة التداخل الخاص بالمعلومات المتعلقة بكل شكل منها.

ويتبين من ذلك أن سعر السهم سيكون انعكاس للمجاميع الثلاثة من المعلومات وهي: "معلومات الكفاءة الضعيفة، الكفاءة شبه القوية، والكفاءة القوية"، وعليه إذا كان السوق كفء بالشكل القوي فلا بد أن يمر بمرحلة الكفاءة الضعيفة والكفاءة شبه القوية. أما في حالة كون السوق بالكفاءة الضعيفة يكون هناك اختلاف كبير بين سعر الورقة في السوق وقيمتها العادية⁽¹⁾.

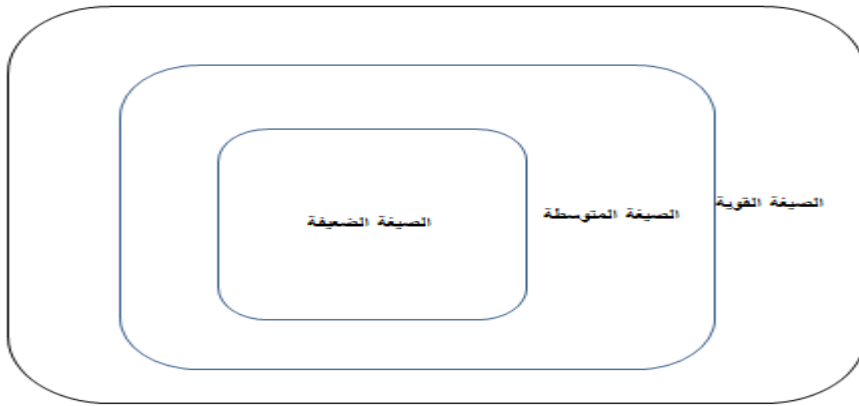
ويمكن تمثيل هذه المستويات وفق المحنى الموالي:



1 وليد أحمد صافي، مرجع سابق الذكر، ص 88 .

حيث نلاحظ أن الصيغة القوية على شكل خط مستقيم وبالتالي لا توجد تغيرات للأسعار بل تبقى ثابتة، أما الصيغة المتوسطة هناك تغير للأسعار لكنه يبقى غير كبير، أما الصيغة الضعيفة فيكون تغير الأسعار عشوائي غير مستقر يرتبط بالمعلومات الواردة، ومن الملاحظة من المستويات المختلفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية أن صيغة الفرضية الضعيفة لكفاءة الأسواق أقرب إلى الواقع نظرا لأن حركة الأسعار في السوق هي حركة عشوائية طالما أن هذه المعلومات تصل إلى السوق في شكل نمط عشوائي وغير منتظم.

كما يمكن تمثيل مستويات كفاءة السوق المالي وفق الشكل الموالي:



من خلال الشكل السابق نلاحظ أن الصيغة القوية تحوي الصيغة المتوسطة والصيغة الضعيفة، لأن الصيغة القوية انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة أي المعلومات المنشورة العامة إضافة إلى المعلومات التي يتحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم.

المطلب الثالث: أهمية السوق المالي الكفاء وشروط تحقيقها لسوق المال

في هذا المطلب سنبرز أهمية السوق المالي الكفاء، إضافة إلى شروط تحقيقها بالنسبة للسوق المالي.

أولا : أهمية السوق المالي الكفاء

إن وجود سوق مالي كفاء له دلالات اقتصادية واستمرارية أهمها :

- السوق الكفاء دالة على أن الأسعار المعروفة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة، وترشد المتعاملين في السوق لتحديد إستراتيجية الاستثمار والتخصص الكفاء للموارد.
- ينتفع جميع المتعاملين في السوق من المعلومات وبالتالي ليس هناك هدر للمعلومات باعتبارها تعكس السعر العادل.
- يكون في ظل كفاءة السوق تحقيق السعر العادل والمقبول للبائع والمش تري دون غبن أو تضليل.
- السوق الكفاء دالة على حالة التوازن لأن جميع المتعاملين يحصلون على معلومات متماثلة وتكون بالتالي توقعاتهم متماثلة في المستقبل.
- تدفق أوامر البيع والشراء بشكل مستمر ومتوازن وباتجاه الاستثمارات المنتجة.

- يحقق السوق الكفاءة تماثل للمعلومات مما يضمن الاستجابة العادلة للمعلومات.
- في ظل السوق الكفاء يتدفق رؤوس الأموال بكل حرية وانسيابية عالية مما يحقق التخصيص الكفاء للموارد⁽¹⁾.

ثانيا: شروط تحقق الكفاءة في السوق

من أهم شروط تحقيق كفاءة السوق المالي نجد ما يلي:

- وجود منافسة كاملة من خلال توفر عدد كبير من المشترين والبائعين الذين تتوفر لهم جدية الدخول في العمليات السوقية بعيدا عن الاحتكار.
- توفر خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة وذلك من خلال توفر عنصر الاستمرارية في الأسعار بعيدا عن حدوث التحركات المفاجئة وغير المبررة.
- وجود قنوات اتصال فعالة تعطي معلومات دقيقة عن الأسعار وحجم عمليات التبادل ومؤشرات العرض والطلب من خلال نشره حركة الأسعار اليومية.
- توفر عنصر الشفافية بمعنى أن تتوفر كافة المعلومات لكافة المتعاملين على درجة متساوية بما يمنع احتكار المعلومات.
- توفر التقنيات الحديثة لحركة التداول وعرض أوامر تنفيذ الصفقات بالإضافة إلى توفر مجموعة متخصصة من السماسرة والخبراء القادرين على توفير النصح والاستشارة للمتعاملين ومساعدتهم على تنفيذ الصفقات بيعا و شراء.
- أن تتوفر في حصة إدارة السوق صفة الحيادية والخبرة ومجموعة من النظم والقواعد التي دف إلى توفير الاستقرار والأمان للمستثمرين⁽²⁾.
- إذا فكفاءة أسواق الأوراق المالية تتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في السوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين مما يترتب عنها تغيير نظرتهم في المنشأة المصدرة للسهم، و المعلومة تأتي إلى السوق في أي وقت ومستقلة عن بعضها البعض، فإنه يصبح من المتوقع أن تكون حركة الأسعار عشوائية، حيث تتجه صعود مع الأنباء السارة وهبوط مع الأنباء غير السارة والتي تصل بسرعة وبدون سابق إنذار.

في الختام، تمثل كفاءة السوق المالي محورا رئيسيا في تحقيق الاستقرار والنمو الاقتصادي. تعمل الأسواق المالية الكفؤة على تسعير الأصول بشكل عادل وسريع، مما يعكس جميع المعلومات المتاحة بشكل دقيق. هذا يساهم في توجيه رؤوس الأموال نحو الاستخدامات الأكثر إنتاجية، ويعزز من القدرة التنافسية للاقتصادات.

كفاءة السوق المالي تساهم أيضا في تقليل تكاليف المعاملات وتحسين السيولة، مما يجعل من السهل على المستثمرين الدخول والخروج من الاستثمارات بمرونة. بالإضافة إلى ذلك، فإن الشفافية والمعلومات المتاحة بشكل متساو بين جميع المشاركين في السوق يعزز من الثقة ويقلل من احتمالات الاحتيال والتلاعب.

1 عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص189.

2 محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص14 .

ومع ذلك، تحقيق كفاءة السوق المالي يتطلب وجود بيئة تنظيمية قوية وسياسات اقتصادية داعمة. يجب أن تضمن هذه السياسات وجود بنية تحتية متطورة، وقوانين إفصاح صارمة، وآليات رقابية فعالة. بالإضافة إلى ذلك، يجب أن يكون هناك توازن بين الابتكار المالي والرقابة لتجنب المخاطر التي قد تؤدي إلى عدم الاستقرار المالي.

في نهاية المطاف، تعتبر كفاءة السوق المالي عنصرًا أساسيًا لتحقيق التنمية المستدامة والازدهار الاقتصادي. من خلال تعزيز الكفاءة والشفافية، يمكن للأسواق المالية أن تلعب دورًا محوريًا في تحسين جودة الحياة ودعم النمو الاقتصادي الشامل.

الخور السادس: الأسواق المشتقة

المطلب الأول: ماهية المشتقات المالية

أولاً: تعريف المشتقات المالية والمتعاملون فيها

1- تعريف المشتقات المالية:

المشتقات المالية هي عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة الأصول الحقيقية، أو المالية ممثلة في الأسهم والسندات، السلع والعملات الأجنبية أو مشتقات مالية ذاتها، ومن أبرز أشكالها عقود الخيارات، العقود الآجلة، عقود المستقبلات، عقود المقايضة أو المبادلة وغيرها من العقود المالية ذات الخصائص المماثلة.

وبالتالي فإن عقود المشتقات تتضمن ما يلي:

- تحديد مسبق لسعر التنفيذ؛ تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر؛ تحديد الأصل محل التعاقد؛ تحديد مدة العقد.
- تغيير قيمة المشتقات المالية حسب التقلبات الحاصلة في الأصل محل التعاقد التي قد تكون أسعار الأسهم، مؤشر الأسعار، أسعار الفائدة، العملات الأجنبية، سلع وغيرها من الأصول محل التعاقد؛
- لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة الأصول محل التعاقد؛
- هي عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي.

2- المتعاملون بالمشتقات المالية:

يمكن تلخيص مجموعة الأطراف التي تتعامل بالمشتقات المالية حسب الهدف من هذا التعامل وذلك ضمن ثلاث مجموعات:

1-2- المتحوطون: أي تلك الأطراف التي تسعى إلى تخفيض المخاطر التي يتعرضون لها جراء تقلب الأسعار، والمشتقات تتيح لهم

العمل في ظروف التأكد التام عن طريق تثبيت الأسعار، ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.

2-2- المضاربون: وهم المراهنون على تحركات الأسعار في المستقبل ويستخدمون المشتقات المالية لمحاولة تحقيق مكاسب.

2-3- المراجيحون: تلجأ هذه الأطراف للمشتقات عندما يكون هناك فرق في السعر لأصل ما بين سوقين أو أكثر، وذلك بالشراء

من السوق لمنخفض السعر والبيع في السوق المرتفع السعر في نفس الوقت وبالتالي يحققون أرباح مقبولة وعديمة المخاطرة. وطبعاً يتم الشراء والبيع بعقود مستقبلية أي دون دفع القيمة مباشرة.

ثانياً: خصائص المشتقات المالية

للمشتقات المالية جملة من الخصائص نذكر منها ما يلي:

- المشتقات المالية عقود تصبح شروطها ملزمة للمتعاقدين تبعاً للاتفاق؛
- تشتق قيمتها من قيمة مرجعية للأصل محل التعاقد؛
- قيمتها ذات تقلب عالي أكثر من قيمة الأصل محل التعاقد؛
- قيمتها مرتبطة بالزمن بالدرجة الأولى وبموامل أخرى؛
- يمكن استخدامها لأغراض التحوط، والمضاربة؛

- **المرونة:** حيث تعتبر قابلة للتصميم وفق متطلبات الزبون من حيث الحجم أو تاريخ الاستحقاق.
- تسمح بتحقيق عوائد كبيرة قد تفوق 100٪، لكن بمخاطر قد تصل إلى الإفلاس.
- تمثل تعهدات خارج الميزانية مما يجعلها تمتاز بالغموض.
- **التعقيد:** فغالبا ما يوجد تعقيد وغموض في استخدام أداة بعينها، وتقييمها وتسجيلها محاسيبا، وعدم فهم شروط وآثار بعض المشتقات من طرف الأفراد والمؤسسات الاقتصادية ما يعرضها لنتائج وخيمة.
- **السيولة:** تتسم بعض المشتقات بدرجة سيولة عالية، حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، إلا أنه في الوقت نفسه قد يصعب أحيانا تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في الأسواق الخاصة بما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها والمراكز المرتبطة بها.
- عدم وضوح القواعد والمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على إبرام عقود المشتقات، نظرا للنمو السريع في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة، مع عدم المواكبة المحاسبية السريعة لهذه الأدوات.

ثالثا: أنواع المشتقات المالية

هناك عدة أنواع من المعاملات التي تتم في أسواق الصرف الأجنبي وتسمى المشتقات المالية وهي:

- المعاملات الفورية (الآنية) Spot Transaction.
- الصفقات الآجلة For word Deals.
- المعاملات التي تجمع بين المعاملات الفورية و الآجلة وهي عمليات المبادلة Swap Opérations.
- الخيارات Option.
- العمليات المستقبلية Financial Futurs.

بالإضافة إلى أساليب أخرى لأدوات السوق المالي التي تم ذكرها سابقا هناك أدوات سوف نتعرف عليها على العمليات التي أشرنا لها في ما يلي:

المطلب الثاني: أسواق الاختيارات (عقود الخيارات المالية):

تم تداول عقود الخيار لأول مرة في بورصة منظمة عام 1973، ولقد انتشر استخدام هذه الخيارات فيما بعد على نطاق واسع عبر العالم، وتعود نشأة هذه العقود أساسا إلى سوق السلع حيث كان المنتجون يهدفون إلى حماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج وتدهور الأسعار لذلك يشترون هذا الحق ليتمكنوا من بيع الإنتاج للتجار بسعر وفي تاريخ محددين مقابل تعويض للتجار⁽¹⁾.

أما فيما يتعلق بالخيارات المالية فإن الأصول موضع التعامل تتمثل في: الأسهم السندات، العملات الأجنبية أو حتى مؤشرات الأسهم.

1 عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003-2004، ص 559.

كما تعتبر هذه العقود بديل عن المتاجرة مباشرة في الأسهم العادية⁽²⁾، حيث بدلا من شراء أسهم يقوم المستثمرون بشراء هذه العقود التي تمثل حق استلام أو تسليم أصل ما في ظروف معينة.

أولاً: مفاهيم عامة حول عقود الخيار

نتناول في هذا العنصر المفاهيم الأساسية لعقود الخيار وأنواعها والمصطلحات الأساسية المتعلقة بها.

1- مفهوم عقود الخيار:

عقد الاختيار هو اتفاق للتعامل في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر محدد، ولكن فقط إذا رغب مشتري العقد في حدوث هذا التعامل⁽³⁾، وتتوفر هذه الرغبة في حالة ما إذا كانت التغيرات السعرية للأصل محل العقد عند التاريخ المحدد في صالح المشتري، ويحصل المشتري على العقد لقاء علاوة (مكافأة) يدفعها للبائع (محرر العقد) عند إبرام العقد.

وتعتبر عقود الخيار عن القدرة أو الحق في الاختيار بين بديلين هما: إما ممارسة هذا الحق أو الامتناع عن تنفيذه.

ويعرف عقد الخيار أيضا على أنه اتفاق بين طرفين البائع والمشتري يخول لحامله شراء أو بيع أصل معين بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد⁽⁴⁾، يسمى السعر بسعر التنفيذ أو الممارسة، ويسمى التاريخ المستقبلي بتاريخ نهاية صلاحية العقد.

ثانياً: أنواع عقود الخيار

يمكن تقسيم الخيارات إلى عدة أنواع أخذاً بعدة معايير:

1- الأنواع الرئيسية: حيث تقسم إلى: خيارات الشراء وخيارات البيع.

- **خيار الشراء:** هو عقد بين طرفين (البائع والمشتري) يعطى فيه الحق للمشتري في الاختيار بين شراء أو عدم شراء أصل ما بسعر معين خلال فترة أو تاريخ مستقبلي، ويمنح المشتري هذا الحق لقاء مبلغ مالي يدفعه للبائع وهو المكافأة (سعر الخيار). ويقوم المشتري بتنفيذ حقه إذا كان السعر السوقي للأصل أكبر من سعر الممارسة.
- **خيار البيع:** هو أيضا عقد بين طرفين يمنح الحق لصاحب العقد في الاختيار بين بيع أو عدم بيع أصل معين بسعر ما وتاريخ مستقبلي مقابل علاوة دفع تدفع للبائع، ويتم التنفيذ إذا انخفض السعر السوقي عن سعر التنفيذ.

2- حسب تاريخ التنفيذ: تقسم إلى:

- **خيارات أمريكية:** هي عقود يسمح فيها لصاحب العقد بأن يمارس حقه في شراء أو البيع في أي وقت في الفترة بين شرائه للعقد وتاريخ انتهاء صلاحية العقد.

2 طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 53.

3 طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 53.

4 موسى مطر شقيري-نوري موسى-ياسر المومني، المالية الدولية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 111.

- **خيارات أوروبية:** يكون فيها الحق لحامل العقد أن ينفذ عقده فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد (أي في يوم واحد).
- **الخيار الآسيوي Asian Options:** و هو عبارة عن عقد إختيار لا يتضمن تاريخ تنفيذ الذي يمكن لحائز الخيار من خلاله تنفيذ الحق من عدمه (عكس الخيار الأوروبي والأمريكي)، أما سعر تنفيذ الخيار الآسيوي يساوي متوسط الأسعار الجارية للأصول منذ ابرام الخيار إلى تاريخ التنفيذ $kt=fSt1+St2.....Stn/n$ (عكس الخيار الأوروبي والأمريكي) أين تكون الأسعار ثابتة ومحددة لذلك يطلق عليه خيار متوسط السعر، فعند ممارسة حق الخيار الآسيوي لا ينظر إلى السعر أثناء مدة العقد أو عند انقضاء العقد، وإنما ينظر إلى متوسط السعر طول مدة العقد.
- **خيار برمودا Bermuda Options:** هي نوع من أنواع الخيارات التي تجمع بين خصائص الخيارات الأمريكية و الأوروبية، فهذا النوع من الخيارات يمكن تنفيذه قبل تاريخ استحقاق الخيار و هو بذلك يشبه الخيار الأمريكي، أما من ناحية تشابه مع الخيارات الأوروبية فإنه لا يمكن تنفيذ هذا الخيار إلا في تواريخ محددة مسبقاً، أي أن عقود خيارات برمودا يمكن تنفيذها في عدة تواريخ محددة مسبقاً و تمتد من تاريخ ابرام العقد و حتى تاريخ استحقاقه⁽¹⁾.

ثالثاً: المصطلحات الأساسية في عقود الاختيار

- **سعر الممارسة (سعر التنفيذ):** هو السعر المحدد مسبقاً في عقد اختيار الشراء والذي يسمح لمشتري العقد بشراء الأصل محل العقد بهذا السعر، أو هو السعر المحدد مسبقاً في عقد اختيار البيع والذي يسمح لمشتري العقد ببيع الأصل محل العقد بهذا السعر⁽¹⁾.
- **تاريخ انتهاء صلاحية العقد:** هو التاريخ المستقبلي المحدد للتنفيذ، وهو آخر موعد لممارسة حق البيع أو الشراء الآجل، أي أن حامل العقد إذا لم ينفذ في هذا التاريخ فإن العقد يصبح غير قابل للتنفيذ أو التداول فيما بعد. كما يعبر عن التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بتنفيذ أو ممارسة حقه⁽²⁾، إذا كانت الظروف ملائمة لذلك.
- **المكافأة أو العالوة:** هي السعر المدفوع بواسطة مشتري العقد للحصول على حق الاختيار وتسمى أيضاً سعر الخيار، وعليه فإن المكافأة تعني التضحية (التكلفة) التي يجب على مشتري الاختيار تقديمها، إذا هي غير قابلة للاسترداد مهما كانت التغيرات المستقبلية.
- **عقد الشراء/البيع المعياري:** يعطى الحق لمشتري العقد في شراء (بيع) 100 سهم من أسهم شركة معينة بسعر ممارسة محدد.
- **خيار الشراء المغطى:** هو العقد الذي يمتلك محره أو بائعه السهم أو الأصل محل العقد. (دون أن يلجأ لشرائه من السوق في حالة تنفيذ العقد).

1 <http://www.yourdictionary.com/bermuda-option> 22/11/2022

1 طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 50.

2 محمود سحنون، الاقتصاد النقدي المصري، بهاء الدين للنشر والتوزيع، قسنطينة، 2003، ص 142.

رابعاً: كيفية عمل عقود الخيار وكيفية حسابها

سوف نركز في هذا العنصر على العقود الخاصة بالأسهم، وقبل التعرض إلى الأمثلة نورد الجدول التالي الذي يمثل ملخصاً لخيارات الشراء والبيع:

1- خصائص خيارات الشراء والبيع لطرفي العقد:

يمكن تلخيص خصائص خيارات الشراء والبيع لطرفي العقد من خلال الجدول الموالي:

نوع الخيار العقد	خيار الشراء	خيار البيع
المشتري	1- حق شراء أسهم في تاريخ التنفيذ. 2- ملزم بدفع مكافأة مقابل الخيار 3- تتحقق الأرباح من ارتفاع أسعار الأسهم 4- الربح غير محدد النطاق 5- الخسارة محددة.	1- حق بيع أسهم في تاريخ التنفيذ. 2- ملزم بدفع مكافأة مقابل الخيار. 3- تتحقق الأرباح من انخفاض أسعار الأسهم. 4- الربح غير محدد 5- الخسارة محددة.
البائع	1- ملزم ببيع أسهم في تاريخ التنفيذ. 2- له الحق في الحصول على المكافأة. 3- تتحقق الأرباح من ثبات أو انخفاض أسعار الأسهم. 4- الربح محدد. 5- الخسارة غير محددة	1- ملزم بشراء أسهم في تاريخ التنفيذ. 2- له الحق في الحصول على مكافأة. 3- تتحقق الأرباح من ثبات أو ارتفاع الأسعار. 4- الربح محدد. 5- الخسارة غير محددة.

2- أمثلة عن عمل عقود الخيار

بالنسبة لخيارات الشراء: نعطي مثالاً شاملاً لكل من شراء وبيع عقد شراء آجل.

مثال⁽¹⁾: مستثمر يتوقع ارتفاع أسعار الأسهم لشركة معينة خلال شهرين فيقوم بشراء خيار شراء آجل أوروبي لـ 100 سهم من أسهم هذه الشركة، بسعر ممارسة 100 دج للسهم، وأن تاريخ انتهاء الصلاحية بعد شهرين، وسعر الخيار هو 5 دج للسهم.

بالنسبة لهذا المثال فإن المستثمر يشتري الخيار بسعر 5 دج $\times$ 100 سهم = 500 دج (العلاوة) ويتفق مع البائع على سعر ممارسة

1 طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 19.

(السعر المذكور في العقد) هو 100 دج.

وهنا يكون أمام هذا المستثمر ثلاث حالات للتصرف في نهاية صلاحية العقد.

الحالة (1): نفرض أن سعر السهم السوقي ينخفض إلى 98 دج عند تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

هنا يختار مشتري العقد عدم تنفيذ الخيار أو الحق المتاح له، لأنه لا يمكن أن يشتري سهم بـ 100 دج في حين أنه يستطيع شراءه من السوق بـ 98 دج فقط ولو قام بالتنفيذ يتكبد خسارة متمثلة في 2 دج للسهم بالإضافة إلى العلاوة.

أما في حال عدم تنفيذه يخسر فقط العلاوة أو المكافأة المبدئية وهي 500 دج.

الحالة (2): بفرض ارتفاع سعر السهم السوقي إلى 115 دج في تاريخ نهاية الصلاحية، في هذه الحالة يقوم المستثمر بتنفيذ حقه في شراء 100 سهم بسعر 100 دج في حين يباع في السوق بمبلغ 115 دج، وهنا يحقق ربحاً يتمثل في:

$$115 - 100 = 15 \text{ دج للسهم} \quad \text{العائد (الربح)} = 15 \times 100 \text{ سهم} = 1500 \text{ دج}$$

أما الربح الصافي = العائد - العلاوة

$$1500 \text{ دج} - 500 = 1000 \text{ دج}$$

الحالة (3): يمكن لصاحب العقد أن يبيع عقد الخيار في البورصة وذلك في حالة ارتفاع أسعار الأسهم حيث ترتفع معها قيمة الخيار في حد ذاته.

ويمكن تمثيل ما سبق بمنحنى بياني:



هذا بالنسبة للمشتري أما البائع:

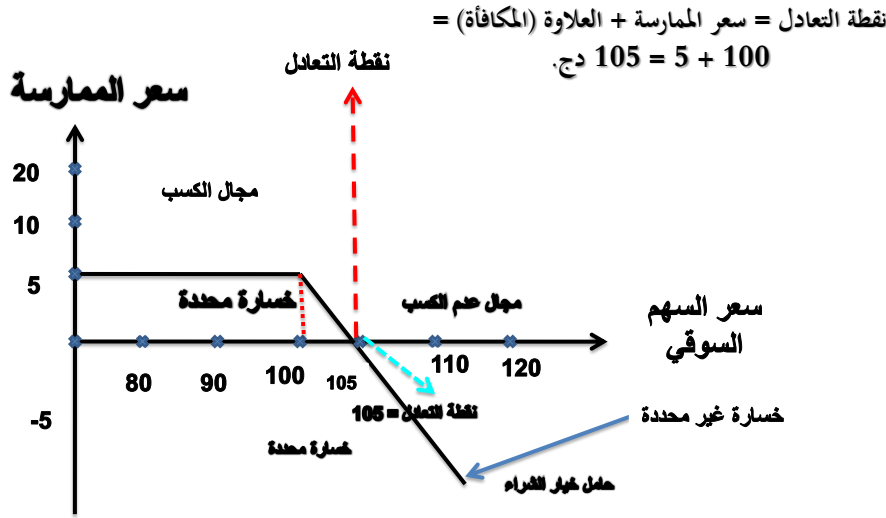
في الحالة الأولى يتحصل على عائد أو ربح ثابت وهو العلاوة أي 500 دج .

في الحالة الثانية: يتكبّد خسارة متمثلة في 1000 دج.

$$\text{الخسارة} = \text{العلاوة} - \text{الخسارة الكلية} = 500 - 1500$$

ويمكن تمثيل المثال بالمنحنى التالي:

طبيعة عمل عقود خيار الشراء



الربح (الخسارة) من بيع خيار شراء أجل لسهم بسعر ممارسة 100 دج

نلاحظ من خلال المنحنى (1) أن: مشتري العقد لا يقوم بتنفيذ العقد إذا ما كان سعر السهم السوقي $>$ سعر الممارسة وبالتالي يخسر العلاوة فقط.

في حالة ارتفاع السعر السوقي عن سعر الممارسة يقوم بالتنفيذ رغم تعرضه لخسارة في المجال $[100-105]$ فمثلاً إذا كان السعر السوقي 102 دج فإن الربح يتمثل في: 2 دج $\times$ 100 سهم = 200 دج والربح الصافي $= 200 - 500 = -300$ (خسارة) إلى أن يبلغ السعر السوقي نقطة التعادل حيث لا يحقق المشتري أي ربح ولا خسارة وبعد ارتفاع السعر عن نقطة التعادل فإن المشتري يبدأ في تحقيق أرباح.

مثال(1): عند السعر 106 العائد $= 100 \times 6 = 600$ دج

الربح الصافي $= 600 - 500 = 100$ دج.

أما بالنسبة للمنحنى (2): فإن البائع يحصل على أرباح متمثلة في العلاوة إذا لم ينفذ العقد أي إذا كان سعر السهم السوقي أقل من

(1) طارق عبد العال حماد، المرجع السابق، ص 61.

سعر الممارسة.

وتبدأ أرباحه في الانخفاض إذا ما بدأ المشتري في تنفيذ عقده وذلك إذا كان سعر السهم السوقي أكبر من سعر الممارسة، لأن البائع هنا يقوم ببيع الأسهم بسعر أقل مما هو موجود في السوق، أما عند نقطة التعادل فلا يحقق لا ربح ولا خسارة.

عند نقطة التعادل : 105 دج - 100 (سعر الممارسة) = 5 دج (قيمة الخسارة).

$$100 \times 5 = 500 \text{ دج (الربح (الخسارة))} = 500 - 500 = 0 \text{ علاوة خسارة}$$

بالنسبة لخيارات البيع:

مثال: نفترض أن بائع العقد يبيع خيار بيع أجل لأسهم شركة معينة بسعر ممارسة هو 50 دج وبعلاوة 75 دج (كلية) وهنا يقوم مشتري العقد بدفع علاوة يستلمها البائع وهي 75 دج، نأخذ الحالات التالية:

1. إذا كان سعر السهم السوقي 45 دج: هنا يقوم المشتري بتنفيذ عقده لأنه سيحصل على الأرباح فهو يبيع 100 سهم لبائع

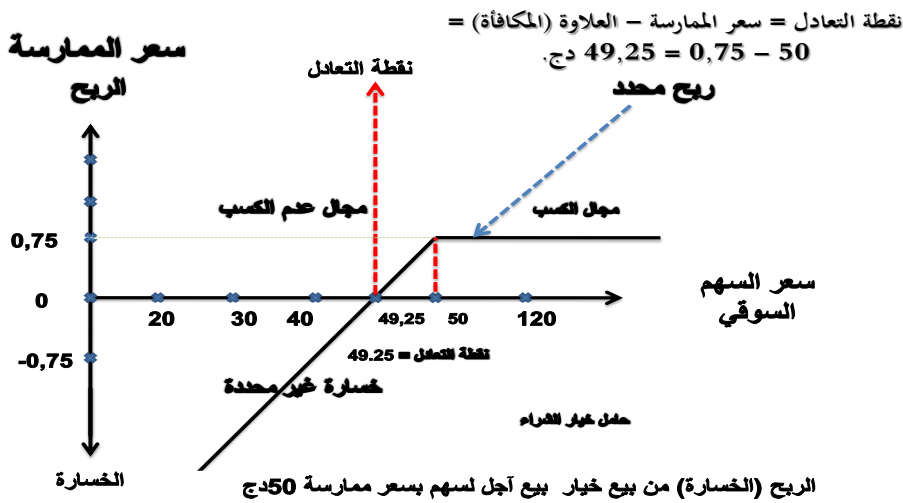
العقد (محره) بسعر 50 دج في حين يستطيع شراءها من السوق بـ 45 دج للسهم.

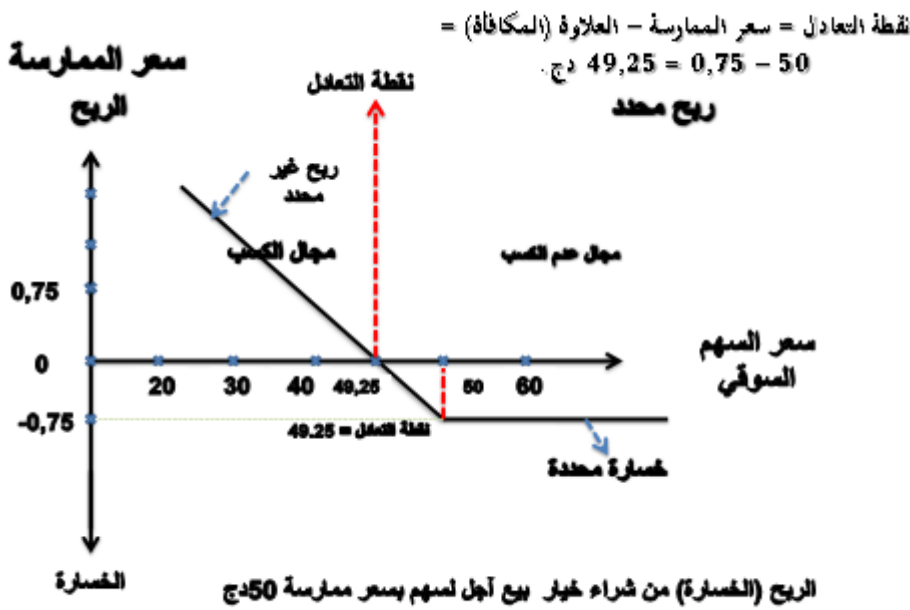
$$50 - 45 = 5 \text{ دج (الربح)} = 100 \times 5 = 500 \text{ الربح الصافي} = 500 - 75 = 425$$

في حين أن بائع العقد يتكبد خسارة متمثلة في (425=75-500 دج)

2. إذا كان سعر السهم السوقي أكبر من 50 دج مثلا 60 دج: في هذه الحالة لا ينفذ المشتري حقه في البيع ويخسر فقط العلاوة وهي 75 دج.

أما البائع فيحصل على ربح ثابت وهو العلاوة، ويمكن تمثيل هذا المثال أيضا بمنحنيات بيانية:





نلاحظ من خلال المنحنيات أنه إذا كان السعر السوقي للأسهم أقل من سعر الممارسة فإن المشتري العقد يقوم بتنفيذ حقه ببيع 100 سهم بسعر 50 دج.

مثلا عند السعر 40 دج: يربح المشتري 10 دج للسهم $\times$ 100 سهم = 1000 دج

الربح الصافي: $925 = 75 - 1000$ دج

بالنسبة للبائع فإنه يخسر قيمة الربح الصافي للمشتري لأنه يشتري أسهم بسعر 50 دج في حين تباع في السوق بـ 40 دج فقط، أي الخسارة 1000 دج.

أما عند بلوغ نقطة التعادل وهي سعر الممارسة - العلاوة فإن كل من المشتري والبائع لا يحققان ربحا ولا خسارة، لأنه في نقطة التعادل يكون سعر السهم السوقي 49,25.

$$0,75 = 49,25 - 50 \quad \text{الربح (الخسارة)} = 0,75 - 0,75 = 0$$

الربح - العلاوة

أما إذا ارتفع سعر السهم السوقي عن سعر الممارسة ففي هذه الحالة فإن المشتري لا ينفذ العقد ويتكبد خسارة متمثلة في سعر الخيار (العلاوة) أي 0,75 للسهم، أما البائع فيحقق ربحا وهو قيمة العلاوة.

3- العوامل المؤثرة على سعر الخيار:

(+ تأثير إيجابي

(- تأثير سلبي

• نلخص هذه العوامل في الجدول التالي:

إسم المتغير	خيار الشراء	خيار البيع
سعر السهم السوقي	+	-
سعر الممارسة	-	+
الوقت المتبقي من حياة الخيار	+	+
تقلب الأسهم	+	+
أسعار الفائدة	+	-
توزيعات الأرباح	-	+

تلخيص العوامل المؤثرة على سعر الخيار

- **سعر السهم السوقي:** يلاحظ أن مستوى السعر تأثير مباشر على القيمة الحقيقية فأى زيادة في أسعار الأسهم لها تأثير موجب على القيمة الحقيقية لخيار الشراء وسلي لخيار البيع.
- **سعر الممارسة:** له تأثير مباشر أيضا ففي سعر ممارسة منخفض خيار الشراء أكثر تكلفة من لو أن السعر مرتفع⁽¹⁾.
- **المدة:** كلما زادت المدة كان المشتري مستعد لدفع مبلغ أكبر للحصول على الخيار كما تزيد المخاطر بالنسبة للبائع لذلك يطلب ثمن أكبر.
- **تقلب السهم:** كلما زادت درجة حساسية السهم للتقلب تزيد أسعار الخيارات:

هناك بعض المعادلات مهمة لتحديد قيمة الخيار وأهمها ما يلي:

- **القيمة الحقيقية (الجوهرية، الذاتية) لخيار الشراء = سعر السهم السوقي - سعر الممارسة (التنفيذ).**
- **القيمة الحقيقية (الجوهرية، الذاتية) لخيار البيع = سعر الممارسة (التنفيذ) - سعر السهم السوقي.**
- **القيمة الزمنية لخيار الشراء = سعر تداول الخيار في سوق رأس المال (العلاوة) - القيمة الحقيقية (الذاتية) لخيار الشراء.**
- **تتكون قيمة الخيار من القيمة الجوهرية والقيمة الزمنية، القيمة الجوهرية أو الذاتية هي الفرق (إذا كان موجبا) بين سعر الأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ أو الممارسة والعكس صحيح بالنسبة لخيار البيع، وبحكم التعريف لا يمكن للقيمة الجوهرية أن تكون سالبة أبدا. وتحسب كما يلي:**
- **القيمة الجوهرية لخيار الشراء = $\max(S-K, 0)$**
- **القيمة الجوهرية لخيار البيع = $\max(K-S, 0)$**

1 عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 590.

- **القيمة الجوهرية:** هي قيمة الخيار إذا تم ممارسته على الفور أي لا يوجد فترة زمنية بين تاريخ السعر السوقي وتاريخ سعر الممارسة.
- وخلاف ذلك يكون السعيرين في تاريخين مختلفين، وتحت فلسفة دينار اليوم ليس كدينار الغد تكون هناك قيمة للمدة الفاصلة وهي ما نسميها بالقيمة الزمنية.
- **إذا القيمة الزمنية (Time Value):** هي جزء من قيمة أو علاوة الخيار الذي يعكس إمكانية تحركات العقود المواتية في سعر الأصل محل التعاقد، قد تصبح الخيارات الحالية غير مربحة عند نهاية العقد، الخيارات المتكافئة حاليا قد تصبح خيارات مربحة قبل انتهاء الصلاحية وتحقق قيمة جوهرية أكبر، تنخفض قيمة الخيار بمرور الوقت وتختفي عند نهاية العقد.

ويمكن القول أن قيمة الخيار هي مجموع كل من القيمة الجوهرية والقيمة الزمنية.

- **قيمة الخيار = القيمة الجوهرية أو الذاتية + القيمة الزمنية.**
- **والخيار المربح بالناسبة لخيار الشراء** هو الخيار الذي يتم تداوله في الوقت الحالي بسعر سوقي يفوق سعر الممارسة وهو خيار ذو قيمة جوهرية، الخيار المتكافئ هو الخيار الذي يتم تداوله حاليا بسعر سوقي مكافئ بسعر الممارسة وبالتالي الفرق معدوم والقيمة الجوهرية للخيار هي صفر، والخيار غير المربح هو الخيار الذي يتم تداوله حاليا بسعر أقل من سعر الممارسة والقيمة الجوهرية للخيار هي صفر.

مثال حول القيمة الجوهرية والقيمة الزمنية:

- **قيمة الخيار = القيمة الجوهرية أو الذاتية + القيمة الزمنية.**
- لنفرض أن سعر خيار الشراء أو العلاوة هي 3 \$ لمدة استحقاق شهرين، حيث سعر السهم السوقي هو 30 \$ وسعر الممارسة هو 28 \$، إذا القيمة الجوهرية هي: $30 - 28 = 2$ \$، والقيمة الزمنية هي: $3 - 2 = 1$ \$، إذا كان سعر السهم بدلا من 26 \$، فإن القيمة الجوهرية ستكون = 0 \$، والقيمة الزمنية = 3 \$.
- ونلخص العوامل المؤثرة على سعر الخيار في الآتي:
- **سعر السهم السوقي:** يلاحظ أن مستوى السعر تأثير مباشر على القيمة الحقيقية فأني زيادة في أسعار الأسهم لها تأثير موجب على القيمة الحقيقية لخيار الشراء وسلي لخيار البيع.
- **سعر الممارسة:** له تأثير مباشر أيضا ففي سعر ممارسة منخفض خيار الشراء أكثر تكلفة من لو أن السعر مرتفع.
- **المدة:** كلما زادت المدة كان المشتري مستعد لدفع مبلغ أكبر للحصول على الخيار كما تزيد المخاطر بالنسبة للبائع لذلك يطلب ثمن أكبر.
- **تقلب السهم:** كلما زادت درجة حساسية السهم للتقلب تزيد أسعار الخيارات.
- **مع العلم أن:** (PM: السعر السوقي Spot Price، IV: القيمة الذاتية Intrinsic Value، PEX: سعر التنفيذ Price Exercise or Striking، TV: القيمة الزمنية Time Value)، Pre: العلاوة أو المكافأة، PO: خيار البيع Put Option، CO: خيار الشراء Call Option، Premium.

مثال:

إذا كنت مستثمرا وكانت لديك إمكانية شراء العقود الموضحة أدناه، ووفقا لمعطيات السعر السوق في كل حالة:

- 1DIS January 112 PUT @ 3 \$ PM = 107 \$ (1)
- BUY 1 GE February 98 @ 1\$ PM = 92 \$ (2)
- BUY 1GM March 75 @ 4 \$ PM = 79,5 \$ (3)
- 1 MIC April 170 PUT @ 2 \$ PM = 174 \$ (4)

- ما هي القرارات التي ستتخذها عند تاريخ الاستحقاق وفقا لمعطيات السعر في كل حالة؟ في شهر نوفمبر كان سعر سهم DIS يشترى إلى 110 \$ ما هي القيمة الذاتية للخيار الأول؟ في شهر نوفمبر عرض المستثمر الخيار السابق للبيع في البورصة بسعر 5 \$، ما هي القيمة الزمنية لخيار البيع؟

- في حالة كان خيار جينيرال موتورز GM أمريكيا، متى يمكنك تنفيذه؟
- أحسب أرباح/ خسائر النهائية عن كل عقد عند تاريخ الاستحقاق؟
- أحسب الأرباح أو الخسائر النهائية لمحرر عقد خيار البيع؟

الحل:

1- القرارات عند تاريخ الاستحقاق: (1) تنفيذ الخيار، (2) عدم تنفيذ الخيار، (3) تنفيذ الخيار، (4) عدم تنفيذ الخيار. القيمة الذاتية لخيار البيع (الأول) = سعر التنفيذ - السعر السوق = 112 - 110 = 2 \$.

- القيمة الزمنية لخيار البيع (الأول) = سعر الخيار (العلاوة) - القيمة الذاتية = 5 - 2 = 3 \$.

2- في حالة كان خيار جينيرال موتورز GM أمريكيا: يمكن تنفيذه في أي يوم قبل تاريخ استحقاقه.

3- حساب الأرباح أو الخسائر:

- 1DIS January 112 PUT @ 3 \$ PM = 107 \$
- الخيار الأول: المشتري يختار تنفيذ العقد عند 112 بمعنى بيع سهم ديزني لمحرر العقد عوض بيعه في السوق، فيمكنه شراء سهم ديزني ب 107 وبيعه بعقد الخيار ب 112 فيربح 5 دولار عن كل سهم، وذلك مع حساب تكلفة الخيار (3 عن كل سهم)، وباعتبار أن حجم العقد هو 100 سهم وبالتالي فأرباح مشتري الخيار هي:
- $200 \$ = ((112 - 107 - 3) \times 100)$.
- الخيار الثاني: BUY 1 GE February 98 @ 1\$ PM = 92 \$
- مشتري العقد يختار عدم تنفيذ العقد لأن سعر أسهم جينيرال إلكتريك في السوق منخفض، وبالتالي فمجموع خسائر المشتري هي قيمة العلاوة مضروبة في حجم الصفقة = $100 \times 1 = 100 \$$.
- الخيار الثالث: BUY 1GM March 75 @ 4 \$ PM = 79,5 \$

- مشتري العقد يقوم بتنفيذ العقد عند سعر \$75، بمعنى شراء أسهم جينيرال موتورز بـ 75 وإمكانه بيعها في السوق بـ 79,5 \$، وباحتساب قيمة العلاوة وقيمة الصفقة الكلية نجد الأرباح = $100 \times (4 - 75 - 79,5) = -\$50$.
- الخيار الرابع: $1 \text{ MIC April } 170 \text{ PUT @ } 2 \$ \text{ PM} = 174 \$$
- مشتري العقد يختار عدم تنفيذ العقد لأن سعر أسهم مايكروسوفت في السوق مرتفع، وبالتالي فالبيع في السوق أحسن من استخدام خيار البيع، وبالتالي فمجموع خسائر المشتري هي قيمة العلاوة مضروبة في حجم الصفقة = $100 \times 2 = \$200$.

4- أرباح وخسائر محرر عقود البيع: $1 \text{ DIS January } 112 \text{ PUT @ } 3 \$ \text{ PM} = 107 \$$

- الأمر يتعلق هنا بالخيار الأول (ديزني) والخيار الرابع (مايكروسوفت)، وباعتبار أن أرباح أو خسائر أحد طرفي العقد هي خسائر أو أرباح الطرف الآخر، فإن محرر العقد يخسر 200 دولار عن الخيار الأول والتي هي أرباح المشتري، ويربح 200 دولار عن الخيار الرابع وهي خسائر المشتري.

المطلب الثالث: العقود الآجلة

تقوم المعاملات التي تقوم على المشتقات المالية عقود قائمة على التحديد المسبق لسعر الأصل محل التعاقد، وهو ما عرفناه بسعر الممارسة أو التنفيذ.

أولاً: تعريف العقود الآجلة

تعني العقود الآجلة في المجال المالي عقوداً غير موحدة أو غير نمطية بين طرفين لشراء أو بيع أصل ما في وقت محدد في المستقبل بسعر يتفق عليه اليوم، مما يجعل هذه العقود نوع من المشتقات المالية التي تمثل أدوات الهندسة المالية، يتخذ الطرف الذي يوافق على شراء الأصل محل التعاقد في المستقبل موقفاً طويلاً Long Position، ويتخذ الطرف الذي يوافق على بيع الأصل في المستقبل موقفاً قصيراً Short Position، كما يسمى السعر المتفق عليه بـ سعر التسليم Price Strike أو التنفيذ الذي يرمز له بـ K، وهو ما يسمى السعر السوقي أو الفوري Spot وقت دخول العقد.

يتم دفع ثمن الأصل محل التعاقد تبعاً لتغيرات سعر الأصل محل التعاقد، ويمكن استخدام العقود الآجلة كبقية المشتقات المالية الأخرى، للتحوط من المخاطر (عادة مخاطر العملة أو سعر الصرف)، أو كوسيلة للمضاربة.

ثانياً: خصائص العقود الآجلة

من أهم خصائص العقود الآجلة نجد ما يلي:

- المرونة: وهذا يعني أن كلا من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد، لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف وإضافة أي شروط

يرونها لأي سلعة؛

- لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى: فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصا آخر يحل محله ويقبل أن يتم بيع العقد له؛
- يتحدد الربح والخسارة من العقد الآجل مباشرة: من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي يتضمنه العقد من خلال الاتفاق بين الطرفين؛
- تتحقق قيمة العقد الآجل فقط فني تاريخ انتهاء صلاحية العقد: ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد، وكذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل انتهاء صلاحية العقد.

ثالثا: كيفية عمل العقود الآجلة

لفهم كيفية عمل العقود الآجلة نفترض أن المتعامل A يريد شراء عقار بعد سنة من الآن، في الوقت نفسه لنفترض أن المتعامل B يمتلك عقارا قيمته € 100000، وأنه يرغب في بيعه بعد سنة من الآن، يمكن للطرفين الدخول في عقد آجل مع بعضهما البعض، لنفترض أن كلا الطرفين يتفقان على سعر البيع في غضون سنة واحدة بقيمة € 104000 (السعر المتوقع بعد سنة)، وبالتالي كل من المتعاملين A و B دخلا في عقد آجل، المتعامل A يشتري الأصل محل التعاقد، يمكننا القول أنه اتخذ مركزا طويلا، وعلى العكس من ذلك سيكون لدى المتعامل B مركزا قصيرا.

في نهاية السنة أي عند تاريخ استحقاق العقد، لنفترض أن تقييم السوق الحالي للعقار هو: € 110000، وبما أن المتعامل B ملزم ببيع المنزل فقط بـ 104000 فقط للمتعامل A، سوف يكون المتعامل A قد حقق ربح قدره € 6000، يمكن للمتعامل A أن يشتري من المتعامل B العقار مقابل € 104000 وبيعه على الفور في السوق مقابل € 110000 محققا الفرق الذي يتمثل في الربح، في المقابل المتعامل B لديه خسارة محتملة قدرها € 6000، وربح حقيقي قدره € 4000.

3-1- التعامل بالعقود الآجلة وقيمة العقد الآجل Payoff:

عمليا إذا كان سعر الأصل المتفق عليه (سعر التنفيذ) بين طرفي العقد أقل من السعر السائد في تاريخ التسليم فإن المشتري سيحقق مكاسبا أو أرباحا مساوية لقيمة الفرق بين السعر الجاري (السائد) في تاريخ التسليم وسعر التنفيذ، أما إذا كان هذا الأخير أعلى من السعر السائد للأصل عند استحقاق العقد فعندئذ سيحقق البائع أرباحا على حساب المشتري.

3-2- تحديد قيمة العقد الآجل Payoff:

تعد قيمة العقد Payoff الطريقة المناسبة لفهم تقنيات استعمال العقود الآجلة، وهي قيمة العقد في تاريخ تنفيذه والتي يمكن أن تكون موجبة أو سالبة، تبعا لطبيعة الفرق بين سعر التنفيذ والسعر السوقي حيث نجد نوعان من الوضعيات الطويلة (عقد شراء) والوضعية القصيرة (عقد بيع).

وفيما يلي الصيغة الرياضية لتحديد قيمة العقد:

$$P_{Long} = S - K$$

$$P_{Short} = K - S$$

P: قيمة العقد الآجل؛

S: السعر السوقي للأصل محل التعاقد؛

K: سعر التنفيذ أو الممارسة الذي تم تحديده مسبقا في العقد.

لتوضيح العلاقة نستعين بالمثال التالي:

3-3- مثال حول حساب قيمة العقد Payoff:

نفترض أن هناك عقد آجل حول كمية معينة من الذهب دون وجود لتكاليف التخزين، سعر التنفيذ هو € 400 للوحدة الواحدة، وفيما يلي الأسعار السوقية المحتملة عند تاريخ الاستحقاق: € 200، € 300، € 400، € 500، € 600، سنقوم بتطبيق المثال على الحالتين الوضعية الطويلة والوضعية القصيرة.

الجدول الموالي يبين النتائج المتحصل عليها لقيمة العقد الآجل في الوضع الطويل والقصير

S	K	$P_{Long} = S - K$	$P_{Short} = K - S$
600	400	200	-200
500	400	100	-100
400	400	0	0
300	400	-100	100
200	400	-200	200

ويوضح الجدول النتائج المتحصل عليها من خلال تطبيق العلاقة الرياضية للوضعية الطويلة والقصيرة، وذلك لتحديد قيمة العقد، وتعتمد قيمة العقد الآجل عند الاستحقاق على العلاقة بين سعر الممارسة **K** والسعر السوقي للأصل محل العقد **S** في ذلك الوقت.

بالنسبة لقيمة العقد أو الربح أو الخسارة Payoffs لموقف طويل هي:

$$P_{Long} = S - K$$

بالنسبة لقيمة العقد أو الربح أو الخسارة Payoffs لموقف قصير هي:

$$P_{Short} = K - S$$

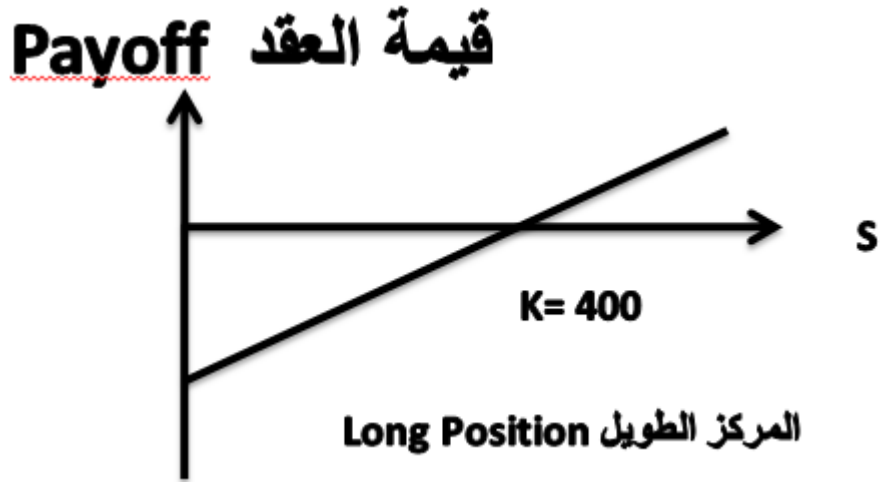
نظرا لأن القيمة النهائية (عند الاستحقاق) للعقد الآجل تعتمد على السعر الفوري الذي سيكون سائدا عندئذ، يمكن النظر إلى هذا العقد من وجهة نظر مالية بحتة، على أنه رهان على السعر الفوري في المستقبل، يمكن توضيح ذلك المنحنيات الموالية:

ومن خلال المنحنيين المواليين قيمة العقد الآجل Payoff للمركزين القصير والطويل

التغير في قيمة العقد في حالة المركز الطويل



التغير في قيمة العقد في حالة المركز القصير



يتضمن محور الفواصل القيم المختلفة للسعر السوقي عند تاريخ الاستحقاق والذي يأخذ دائما قيم موجبة، ونجد على المحور الترتيب القيم الموجبة والسالبة لقيمة العقد، أما سعر التنفيذ فسيتم تثبيته على محور الفواصل باعتباره يأخذ قيمة واحدة ثابتة في كل الحالات التي يتغير فيها السعر السوقي.

ومن خلال المنحنيات السابقة نلاحظ أن الوضعية القصيرة عكس الوضعية الطويلة، حيث نجد أن المنحنى يتقاطع مع محور الفواصل في النقطة K (سعر التنفيذ) بزاوية 45 درجة في كلتا الحالتين وهو سعر التوازن، فعندما يفوق السعر السوقي سعر الممارسة يكون المركز الطويل محققا للربح، والعكس للمركز القصير الذي يحقق خسارة، أما في حالة عدم تجاوز السعر السوقي لسعر الممارسة فقيمة العقد تكون سالبة للمركز الطويل وعلى العكس موجبة للمركز القصير.

المطلب الثالث: العقود المالية المستقبلية Financial futures:

عرفت هذه العقود منذ أكثر من 100 عام حيث كانت تتداول في بورصات شيكاغو ولندن، وكانت السلع مثل: البن والسكر والكافور والذهب والفضة والبلاتين ... هي موضوع هذه العقود، وكان الهدف الأساسي من وجود هذه البورصات هو حماية التجار والصناع من تحركات الأسعار في غير صالحهم نتيجة لتغير ظروف الإنتاج أو بسبب الاضطرابات السياسية أو الاقتصادية. وابتداء من سنة 1972 تم إنشاء أول بورصة للتعامل في العقود المالية المستقبلية وتسمى (International Monetary Market) وهي السوق النقدية الدولية وهي فرع لبورصة شيكاغو التجارية (Chicago Mercantile Exchange) وذلك للتعامل في هذه العقود وأذونات الخزينة العامة والسندات والنقد الأجنبي ومؤشرات سوق الأوراق المالية. وفي لندن تطورت سوق العقود المستقبلية London International Financial Futures Exchange (بورصة لندن للعقود المالية الدولية) (LIFFE) حيث يجري الاتجار بعقود الخيار والعقود المستقبلية⁽²⁾.

أولاً: تعريف العقود المالية المستقبلية

هي عقود قانونية ملزمة تعطي لصاحبها الحق في شراء أو بيع كمية نظمية محددة من أحد الأدوات المالية المعينة بذاتها بسعر محدد في وقت إبرام العقد، على أنه يتم التسليم في تاريخ لاحق في المستقبل، كأن ينص العقد على تسليم ما قيمته مليون دولار أذن خزانة أمريكية في جوان 2005 تدر عائدا قدره 10.5% سنويا مثلاً، أو تسليم عملة أجنبية معينة في تاريخ معين، ويتم هذا التعاقد في جلسة مزاد علني في بورصة العقود المستقبلية التي يوجد بها عدد من غرف التعامل تختص كل واحدة منها بالتعامل في العقود المستقبلية على سلعة معينة، وفي وسط الغرفة يلتقي المتعاملون من أعضاء السوق على حلبة أو حلقة في غرفة التعامل.

ثانياً: خصائص العقود المستقبلية

- 1- تتميز بأنها عقود نظمية (standard contracts) من حيث تحديد كمية العمل ونوعها وشهور التسليم، ويتم التعامل في العقود المالية المستقبلية من خلال مزاد علني مفتوح (Open Outcry) في سوق مركزي منظم وعن طريق بيت سمسة.
- 2- يجري تسليم العملات المتعاقد عليها من خلال غرفة للقاصة (Clearing House) تتألف من أعضاء السوق وتقع عليها مسؤولية تسوية الصفقات المعقودة وضمان تنفيذ العقود إذا ما تعرض أحد الأطراف في تنفيذ ما عليه من التزامات وفقاً للعقد.
- 3- إن التسليم الفعلي للأدوات المالية التي تم التعاقد عليها بموجب العقود المالية المستقبلية نادر الحدوث، وذلك على عكس السوق الفورية، فأغلب العقود المالية المستقبلية تأخذ اتجاهها عكسياً قبل تاريخ التسليم، أي أن معظم صفقات الشراء ينقلب إلى صفقات بيع مماثلة قبل أن يتم التسليم الفعلي وتتيح عملية تنميط كمية ونوع الأداة المالية نقل العقود المستقبلية بسهولة إلى متعاقدين جدد من خلال البورصة.
- 4- تكلفة التعامل في الجلسات المفتوحة للمزاد العلني في أسواق العقود المالية المستقبلية تميل إلى الانخفاض.

2 مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 1998، ص 177.

ثالثا: نظام الهامش في سوق العقود المالية المستقبلية

نظام الهامش (The Margin System) له أهمية خاصة في سوق العقود المستقبلية إذ يتعين على كل طرف من طرفي التعاقد -البائع والمشتري- إيداع نسبة من قيمة العقد أي هامش مبدئي (Initial Margin) لدى السمسار الذي يتعامل معه، وذلك فور إبرام العقد، وهذا الهامش لا يعتبر دفعة مقدمة أو عربون من عند السلطة محل العقد على نحو ما يحدث في الأسهم، وإنما هي تودع كضمان لحماية أطراف التعامل من مخاطر تخلف أيهما عن الوفاء بالتزاماته المترتبة على العقد. وتختلف قيمة الهامش في العمليات المستقبلية، وتتغير حسب التغيرات التي تطرأ على الأسعار في السوق، وحسب ما ينص عليه العقد.

وتتراوح نسبة هذا الهامش بين 0.1 و 10 % من القيمة الاسمية للعقد، ويستخدم الهامش في تغطية الخسائر في قيمة العملية عند إعادة تقييمها في نهاية كل يوم.

فمثلا: يتطلب العقد الذي تبلغ قيمته 25000 جنيه إسترليني إيداع هامش مبدئي قدره 1500 دولار من كل من البائع والمشتري عند البداية في الصفقة، ويجري متابعة الهامش على النحو التالي:

يطلب المشتري من السمسار شراء عقد مستقبلي بمبلغ 25000 جنيه إسترليني تسليم جوان بسعر 2 دولار للجنيه، فتكون قيمة العقد 50000 دولار.

ويقوم المشتري بإيداع هامش مبدئي قدره 1500 دولار (أي 3 % من قيمة العقد) عن طريق السمسار، ومن المعروف أنه في سوق العقود المستقبلية يجري تقييم العقود القائمة في نهاية اليوم على أساس أسعار الإقفال.

فلو حدث أن انخفض سعر الإسترليني إلى 1.98 دولار مثلا فإن المشتري يحقق خسارة قدرها 500 دولار في الصفقة، هنا لا يطلب من المشتري زيادة قيمة الهامش، حيث ما زال الهامش المبدئي فائضا بمبلغ 1000 دولار ($49500 = 500 - 50000$) ولكن إذا انخفض الجنيه الإسترليني إلى 1.95 دولار وأصبحت قيمة العقد 48750 دولار، فإنه يتعين على المشتري إيداع مبلغ 250 ($50000 - 48750 = 1250 - 1000 = 250$) دولار قبل بداية العمل في اليوم التالي من أجل بلوغ الحد الأدنى من الهامش والذي يطلق عليه هامش الوقاية أو هامش الصيانة (Maintenance Margin) ويبلغ 1000 دولار في مثالنا، ويتراوح هذا الهامش بين 75 % و 80 % من قيمة الهامش المبدئي وعلى عكس ذلك إذا أسفرت نتيجة التقييم اليومي عن تحقيق أي ربح فإنه يتم سدادده للمشتري بشرط بقاء الحد الأدنى من الهامش (1000 دولار) على ما هو عليه.

ويظل هامش الصيانة مودعا لدى جهاز المقاصة بالسوق طالما كان المركز مفتوحا ويعاد إلى الطرف المودع عندما يتم تصفية المركز. ويعني الأخذ بنظام الهامش إعادة تقييم العقود القائمة يوميا، ثم معرفة مقدار الربح أو الخسارة اللذين تحققا، فإذا تحرك السعر لصالح العميل فإن الزيادة في قيمة الهامش تدفع له، وإذا تحرك السعر في غير صالحه فإنه يطلب باستكمال الهامش وذلك على أساس يومي (DAILY ELEMENT OR MARKING TO MARKET) فإذا فشل المتعاقد في تغطية هامش الصيانة، فإن العقد يغلق تلقائيا (أو يصفى) بعد أن يقوم بيت السمسرة بإبرام صفقة عكسية (Reverse Trade) لحساب العميل إذ يشتري باسمه عقد بنفس القيمة وبالسعر الجاري.

رابعاً: غرفة المقاصة

يوجد لكل سوق من أسواق العقود المالية المستقبلية بيت أو غرفة للمقاصة لتسوية الصفقات المالية بين أعضاء السوق وتسهيل تدفق الأرصدة الناجمة عن تنفيذ العقود. وتلعب غرفة المقاصة دوراً هاماً لتحملها المخاطر الائتمانية التي تنتج عن العقود المستقبلية عن طريق تقديم الضمان لتنفيذ التزامات كل من البائع والمشتري.

وتؤمن غرفة المقاصة نفسها ضد مخاطر تأخر أحد أطراف التعاقد عن الوفاء بالتزامه باستخدام هامش الصيانة.

في الصفقات المالية المستقبلية لا تكون التزامات كل من البائع والمشتري تجاه أحدهما الآخر -على الرغم من أن الصفقة قد أبرمت بينهما- وإنما يكون التزام كل منهما تجاه غرفة المقاصة التي تلعب دور البائع بالنسبة إلى المشتري ودور المشتري بالنسبة إلى البائع، وهذا يتطلب من غرفة المقاصة متابعة انتقال العقد من يد إلى أخرى بالبيع والشراء.

فعندما يتقدم المشتري الأصلي الأول (الأصلي) لبيع العقد الذي يملكه، تؤدي غرفة المقاصة دور المشتري وتدفع له قيمة العقد حسب الأسعار الجارية، ثم يلي ذلك أن تقوم غرفة المقاصة بدور البائع ويحرر عقد بيع جديد باسم المشتري الثاني بالسعر الجاري وهكذا... ومن ذلك يتضح أن السعر في العقد الجديد قد يختلف عن السعر في العقد الأول إذا ما اختلفت الأسعار الحالية عن تلك التي كانت سائدة وقت تحرير العقد الأول، وعندما يحل تاريخ التسليم المحدد في العقد تقوم غرفة المقاصة بوضع الترتيبات لكي يقوم البائع الأصلي الذي باع العقد للمشتري الأصلي بتسليم المشتري الأخير الأصل محل العقد.

وليس من الضروري استعلام فرقة المقاصة عن الجدارة الائتمانية للطرف الذي عقدت الصفقة لصالحه، لأن مثل هذا الاستعلام يبطئ من حركة الإجراءات الخاصة بالعقود المستقبلية والتي تتميز بالسرعة.

خامساً: استخدامات العقود المستقبلية

تستخدم العقود المستقبلية إما للتجارة (Trading)، أو لتغطية مخاطر التغيرات المستقبلية (Hedging).

1- استخدام العقود المستقبلية للتجارة (المضاربة): المقصود بالتجارة هنا المضاربة "Speculation" على تغيرات الأسعار في المستقبل مما يتيح الفرصة للمضاربين لتحقيق بعض الأرباح من بيعهم أو شرائهم عقود مالية مستقبلية حسب تنبؤاتهم بالنسبة لاتجاه تحركات الأسعار إما صعوداً أو هبوطاً.

وتجدر الملاحظة أن المضارب لا يمتلك الأصول التي يريد بيعها ولا يرغب في شرائها أو امتلاكها وإنما هدفه هو انتهاز الفرص لتحقيق الأرباح من هذه التجارة.

لنفرض أن المضارب توقع بأن أسعار العقود المستقبلية على أصل ما بتاريخ تسليم معين ستكون أقل من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الفورية (الحاضرة) في نفس تاريخ تنفيذ العقد المستقبلي، فسوف يقوم بشراء تلك العقود أي يأخذ مركزاً طويلاً عليها (Long position)، أما إذا تنبأ بأن أسعار العقود المستقبلية في تاريخ التسليم ستكون أعلى من السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الفورية (الحاضرة) في نفس التاريخ، فسوف يعمل على بيع عقود مستقبلية أي أن يأخذ مركزاً قصيراً (Short position).

2- استخدام العقود المستقبلية للتغطية: تستخدم العقود المستقبلية للتغطية كإجراء وقائي من أجل تخفيض مخاطر الخسارة المستقبلية الناجمة عن التقلبات السعرية المضادة (المعكوسة) في أسعار الفائدة وأسعار الصرف أو أسعار الأسهم وذلك عن طريق أخذ مركز مضاد (Counteracting Position) في سوق العقود المستقبلية ومساو تماما للمركز الحالي الذي يراد تغطيته.

فإذا رغب أحد التجار في إبرام صفقة شراء من السوق الحاضرة في فترة مستقبلية، فإنه يستطيع أن يثبت سعرا أو مردودا ماليا مناسباً وذلك بشراء عقود مستقبلية، بحيث إذا ارتفع السعر في السوق الحاضرة في تلك الفترة (أي انخفاض المردود المالي) فإن أية خسارة ستنتج على ذلك سوق يقابلها تحقيق ربح عند بيع هذه العقود.

وتجدر الإشارة هنا أنه من أجل ضمان إرساء أسس سوق منتظم في عمليات العقود المالية المستقبلية، قامت بورصات السوق النقدية الدولية (IMM) فرع لبورصة شيكاغو التجارية أو بورصة لندن للعقود المالية المستقبلية الدولية (LIFFE) بتنميط شروط التعاقد في العقود المستقبلية كما يلي:

1. وحدة التعامل Unit of Trading
2. شهور التسليم Delivery Months
3. تاريخ التسليم Delivery Date
4. الحد الأولي لتقلب السعر (النقطة) Minimum Price Movement (Tick)
5. قيمة النقطة Tick value
6. الهامش المبدئي Initial Margin

ويجري تسعير العقود وفقا لأسعار الصرف السائد، فالعقد المستقبلي يتم تسعيره على النحو المتبع في سوق الصرف الأجنبي، كما يتضح أن النقطة الواحدة أي أن الحد الأدنى لتقلب السعر في العقد تعادل 0.01 سنت فإذا افترضنا أن أحد التجار اشترى ثلاثة (03) عقود بالإسترليني بسعر 1.6800 للدولار وأن السعر وصل خلال أسبوع إلى 1.7300 دولار فإنه يكون بذلك قد حقق 500 نقطة في كل عقد نتيجة تغير السعر، ولما كانت قيمة النقطة حسب العقد النمطي هي 2.50 دولار فإن إجمالي الربح المحقق يبلغ 3750 دولار. أحسب على النحو التالي: $(1.6800 - 1.7300) / 0.0001 \times 2.5 \times 3 = 3750$ دولار (إجمالي الربح).

مثال على تغطية مخاطر أسعار الفائدة قصيرة الأجل:

يجري تسعير عقود أسعار الفائدة قصيرة الأجل كعقود أذون الخزانة أو عقود شهادات الإيداع على أساس القيمة القياسية (Index Value Basis)، فسر العقد المالي المستقبلي الخاص بأداة مالية قصيرة الأجل يساوي (100 - سعر الفائدة السنوي المستقبلي) والتسعير على هذا النحو يجعل العلاقة العكسية بين أسعار الفائدة وأسعار العقود ثابتة، فكلما كان سعر الفائدة الحالي مرتفعاً، كلما كان سعر العقد المستقبلي منخفضاً.

فعلى سبيل المثال، يمكن تثبيت سعر فائدة قدره 13.5 % سنوياً لوديعة تستحق في مارس إذا ما اشترت وديعة لأجل استحقاق

شهر مارس بسعر 86.5 (100-13.5) فإذا تحرك السعر إلى 86.25 فإن سعر الفائدة على الوديعة يرتفع إلى 13.75 (100-86.25) وتستخرج قيمة النقطة في عقود العملة بالدولار والتي تبلغ قيمتها عادة 1.000.000 دولار لمدة 3 أشهر وذلك بالكيفية التالية $1000000 \times 12/3 \times 0.01 = 25$ دولار فإذا اشترى أحد التجار (10) عقود مستقبلية باليورو دولار، كل عقد لمدة 3 شهور بسعر 84.15 وبعد مضي عشرة أيام تحرك السعر ليصبح 84.05 فإن الربح أو الخسارة تحتسب كالآتي:

$$10 \text{ عقود} \times 10 \text{ نقاط خسارة} \times 25 \text{ دولار للنقطة} = 2500 \text{ دولار (إجمالي الخسارة)}$$

النقطة (Point Pip) في لغة النقد الأجنبي جزء من مائة من السنت في عملية التسعير فإذا قيل أن سعر الصرف للإسترليني مقابل الدولار ارتفع من \$ 1.5426 إلى \$ 1.5427 فمعنى ذلك أن السعر ارتفع بنقطة واحدة وهي $1.5427 - 1.5426 = 0.0001$ نقطة.

والنقطة في سعر الفائدة تساوي 1 %، فإذا تغير سعر الفائدة من 9 % سنويا إلى 9.5 % سنويا فإن ذلك يعني ارتفاع سعر

الفائدة بنصف نقطة ($\frac{1}{2}$ نقطة).

£ 25.000

الدولار الكندي 100.000

FF 62.500

SF 125.000

Y 12.5 مليون

EURO 125.000

مثال على العقود المستقبلية على العملات الأجنبية:

لنفترض أن شخصا يرغب في شراء عقد مستقبلي لعملة الين الياباني حيث العقد النمطي 12.5 مليون ين، وتعرض قيمة العقد بالسنت الأمريكي لكل ين فإذا افترضنا أن هذا الشخص قام بشراء عقد مستقبلي لديسمبر وذلك في شهر مايو، كما أن سعر العقد هو (0.010387 \$ / ين) وعلى ذلك يصبح:

$$\text{القيمة الكلية للعقد بالدولار الأمريكي} = 12.5 \text{ مليون} \times 0.010387 = 129837.50 \$$$

الهامش المعتاد على عقد الين هو 2300 دولار.

فإذا افترضنا أن قيمة الين قد تصاعدت بالنسبة للدولار (بسبب انخفاض في معدلات الفائدة بالولايات المتحدة، وبسبب التضخم في اليابان أو (أي سبب آخر) وأصبحت قيمة الين (0.010485 \$ / ين) فإن ذلك يعني أن قيمة العقد قد ارتفعت الآن لتصبح بالدولار الأمريكي $(0.010485 \times 12.5) = 131062.50$ ، وبمقارنة ذلك بالوضع السابق تكون الزيادة الصافية في قيمة العقد هي 1225 \$.

$$\begin{array}{r} \text{القيمة الجارية} = 131062.50 \\ \hline \text{القيمة الأصلية} = 129837.50 \\ \hline \text{المكسب} = 1225.00 \end{array}$$

ولما كان متطلب الهامش الأصلي هو 2300 \$ فإن معدل الفائدة المحقق على العقد المستقبلي عن هذه التسوية

$$100 \times \frac{1225}{2300} = 53.3\%$$

وبالطبع عند تقدير هذا المعدل على أساس سنوي فإنه سيكون عاليا عن ذلك.

ومن الناحية الأخرى إذا افترضنا أن الين قد هبطت قيمته قابل الدولار (نتيجة لارتفاع معدلات الفائدة في الولايات المتحدة أو

تزايد التضخم في اليابان) وليكن المعدل الجديد هو 0.010325 \$ / ين، فإن الموقف يصبح كما يلي:

$$\begin{array}{l} \text{القيمة الجارية} = 12.5 \text{ مليون} \times 0.10325 = 129062.50 \\ \text{القيمة الأصلية} = 12.5 \text{ مليون} \times 0.010387 = 129837.50 \\ \text{الخسارة} = -775.00 \$ \end{array}$$

$$100 \times \frac{775}{2300} = 33.7\% \text{ وبالطبع معدل الخسارة}$$

ويصبح من المتعين إضافة مبلغ 775 دولار حتى يبقى الهامش على قيمته الأصلية.

ويسعى مديرو التمويل في الغالب نحو تغطية مراكزهم المكشوفة في معاملات الصرف الأجنبي، من خلال أسواق العقود المستقبلية على العملة فمثلا إذا أنهى المدير الأمريكي اليوم صفقة ليستلم القيمة بعد ثلاثة أشهر بالين الياباني، فإذا هبط الين مقابل الدولار فإن متحصلاته ستتخفف، ومن ثم يمكن للمدير المالي أن يلجأ إلى سوق العقود كأحد الحلول من أجل بيع الين بعقد مستقبلي (أي يأخذ مركز قصير) فإذا حدث وانخفض الين فإنه سيحقق قدر من المكسب (الربح) على العقد المستقبلي يمتص به الخسارة من المقبوضات التي ستحدث بنهاية الشهرين.

مثال: إذا كانت صفقة تقدر بمبلغ 50 مليون ين ياباني، وكان سعر الصرف الجاري 0.009462 \$/ين بينما سعر التسوية الراهن لعقد مستقبلي على الين الياباني لثلاثة أشهر (0.009382 \$/ين) في حين أن معدل الصرف الحاضر المتوقع بعد ثلاثة أشهر هو (0.009284 £/ين)، فإن أقام مدير الشركة أحد البديلين:

الأول هو عدم قيامه بأي تصرف والحصول على مستحقاته من الين بنهاية الأشهر الثلاثة حسب سعر الصرف السائد عندئذ، وهنا فهو يتحمل مخاطرة انخفاض قيمة الين مقابل الدولار.

والبديل الثاني هو بيع عقد مستقبلي لمدة 3 أشهر بسعر التسوية الراهن والجدول التالي يوضح نتائج البديلين:

بدائل التعامل في عقد مستقبلي

البديل الأول	البديل الثاني
الحصول على المستحقات بالمسار الطبيعي	الدخول في عقد مستقبلي
قيمة الصفقة بالدولار الآن:	قيمة الصفقة بالدولار الآن:
$\$473100 = 0.009462 \times 50.000.000$	$\$473100 = 0.009462 \times 50.000.000$
بيع عقد مستقبلي بسعر تسوية 0.009382 \$/ين	بيع عقد مستقبلي بسعر تسوية 0.009382 \$/ين
قيمة الصفقة بعد 3 أشهر من الآن بالدولار:	قيمة العقد المستقبلي بعد 3 أشهر:
$\$464200 = 0.009284 \times 50.000.000$	$\$469100 = 0.009382 \times 50.000.000$
الخسارة الناتجة عن انخفاض الين:	الخسارة الناتجة عن انخفاض الين:
$\$8900 = 473100 - 464200$	$\$4000 = 469100 - 473100$

وهكذا يتضح أن استخدام العقد المستقبلي قد أدى إلى تخفيض الخسارة من \$8900 إلى \$4000.

فطالما أن السوق يعطي مؤشرا على هبوط الين، فإن بيع الحصيلة المتوقعة بعد 3 أشهر من الآن من خلال عقد مستقبلي يعني تجنب المزيد من الهبوط وبالتالي تخفيض الخسائر المحتملة.

وبالطبع إن لم يتحقق هذا التوقع، وحدث تصاعد في تاريخ التسليم في سعر الين، فإن الفرق بين المتحصلات وبين حصيلة بيع العقد ستكون أعلى بسبب تزايد الين، وسيُنظر إليه على أنه بمثابة ثمن مدفوع لتجنب المخاطرة.

ومن ناحية أخرى، إذا افترضنا أن هذا المدير الأمريكي ملزم بدفع 50 مليون ين بعد 3 أشهر من الآن، وهناك توقع بتصاعد سعر الين مقابل الدولار، فعليه عندئذ شراء عقد مستقبلي على الين لتجنب مخاطر تصاعد الين.

فإذا كان السعر الحاضر 0.009462 \$/ين، وسعر التسوية بالعقد المستقبلي لثلاثة أشهر هو 0.009548 \$/ين، فإن هذا المدير يكون قد اشترى المخاطرة بقيمة محددة من الآن وفقا للحساب التالي بافتراض أن سعر الصرف الحاضر المتوقع بعد ثلاثة أشهر 0.009605 \$/ين:

قيمة المدفوعات حاليا: $\$473100 = 0.009462 \times 50.000.000$.

قيمة المدفوعات لسعر الصرف المتوقع: $\$480250 = 0.009605 \times 50.000.000$.

قيمة العقد المستقبلي على الين: $\$477400 = 0.009548 \times 50.000.000$.

وهكذا فإن مدير الشركة يكون قد تجنب المخاطرة بتكلفة قدرها:

$[473100 - 477400] = \$4300$ ، كما أنه إذا تحقق السعر المتوقع فيكون المدير قد خفض خسائر العملة من $[480250 - 473100] = \$7150$ إلى $(\$4300)$

وتحدد الإشارة إلى أن المضاربين ينجذبون إلى سوق العقود المستقبلية للعملة عندما يعتقدون أن السعر الجاري للعقود المستقبلية يختلف بشكل ملموس عن ذلك السعر الخاص الذي يتوقعونه في تاريخ التسليم⁽¹⁾.

سادسا: مقارنة بين العقود المستقبلية وعقود الخيار

هناك بعض أوجه التشابه بينهما، كما نجد بعض جوانب الاختلاف:

1- أوجه التشابه:

- لا يخول العقدان للمتعاقد أي حق على موضوع العقد قبل موعد التسليم.
- يعطي العقدان لحاملهما الحق في شراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد بسعر يحدد عند التعاقد.
- يعطي العقدان فترة مستقبلية، وتكلفة التعامل في كل منهما بسيطة.
- تتمتع عقود الخيار والعقود المستقبلية بجاذبية بالنسبة للمضاربين خاصة وأنه في استطاعتهم المضاربة على أسعار السلع المتاحة في السوق سواء كانت بضائع أو عملات أو أسهم أو أذونات الخزنة ... إلخ، دون الحاجة إلى تملك الأصول محل المضاربة.

2- أوجه الاختلاف:

- يكون لمشتري عقد الخيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، أما العقود المستقبلية فهي عقود ملزمة للمتعاقدين لشراء الأصل محل التعاقد بالسعر المحدد، على أن يتم التسليم ودفع القيمة في تاريخ لاحق.
- تقتصر خسارة المشتري في عقد الخيار على قيمة العلاوة المدفوعة، في حين تمتد الخسارة في حالة العقود المستقبلية لتشمل القيمة الكلية للعقد.
- لا يحق لمشتري عقد الخيار استرداد قيمة العلاوة التي دفعها للبائع عند التعاقد، في حين أن الهامش المبدئي في العقود المستقبلية يمكن استرداده بالكامل إذا لم يتعرض المتعاقد للخسارة.

سابعا: مقارنة بين سوق العقود المستقبلية و سوق العقود الآجلة

توجد فروق جوهرية بين سوق العقود المستقبلية وسوق العقود الآجلة نلخصها فيما يلي:

- 1- **مكان التعامل:** يتم التعامل في السوق المالية المستقبلية في البورصة وهي سوق مركزي منظم ولا يجوز للطرف المتعامل إبرام الصفقات إلا عن طريق بيوت سمسة، مثل مؤسسة ميريل لينش الأمريكية Merrill Lynch، أما التعامل في سوق العقود الآجلة فيكون بين العميل والبنك.
- 2- **أسلوب التعامل:** يكون على شكل جلسة مفتوحة بالمزاد العلني، أما في سوق العقود الآجلة فيكون عن طريق الهاتف والفاكس.

1 بهاء الدين سعد، التمويل الدولي لمنظمات الأعمال الجزء (2)، 2002، ص 234. نقلا عن:

William F. Sharpe and Gordon J. Alexander, Investments, Forth Ed. Prentice-Hall, 1990, p 613.

والجدول التالي يوضح أهم أوجه المقارنة بينهما:

مقارنة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

بيان	العقود المستقبلية	العقود الآجلة
أسلوب التعامل	جلسة مفتوحة بالمزاد العلني	الهاتف والفاكس بين العميل والبنك
مكان التعامل	في سوق مركزي منظم ولا يجوز للطرف المتعامل إبرام الصفقات إلا عن طريق بيوت السمسرة	عن طريق البنوك المختلفة ويتم إبرام العقد مباشرة بين العميل والبنك الذي يتعامل معه.
طبيعة العقود	هي عقود نمطية والمبالغ نمطية حسب العملة، تواريخ التسليم نمطية، والشهور محددة، العملة محددة، لها سوق ثانوي بعض المضاربين.	عقود شخصية يتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد، والعمولة تكون محلا للتفاوض بين العميل والبنك ولا يتم إعلانها، ليس لها سوق ثانوية لأنها عقود شخصية ولا مجال للمضاربة.
الطرف المتعاقد	تقوم غرفة المقاصة بدور الطرف المتعاقد فهي التي تبيع وتشتري من الأطراف المتعاقدة وهي التي تتحمل المخاطر الائتمانية للعقد في حالة إخلال أحدهما بالتزاماته.	العلاقة بين البنك وعمليه علاقة شخصية مباشرة ولذلك فإن المخاطر الائتمانية تتحملها أطراف التعاقد.
الضمان	يستخدم الهامش كضمان ضد مخاطر تأخر الطرف المتعاقد عن الوفاء بالتزاماته.	الضمان هو الجدارة الائتمانية للعميل كما يقدرها البنك.
السيولة	تتاح السيولة من خلال الهامش المدفوع.	تتوفر السيولة من خلال الحد الائتماني الذي يمنحه البنك لعميله.
التسوية	تتم من خلال غرفة المقاصة ويجري دفع الأرباح للعميل وتحصيل الخسائر منه يوميا والذي يجعل التقييم اليومي للعقود يعكس قيمتها السوقية الفعلية.	تتوقف التسوية على الترتيبات التي تم الاتفاق عليها بين البنك وعميله، كما أنه لا يتم تسديد أية مدفوعات قبل إتمام التسوية النهائية للعقد.
تسليم الأصل محل التعاقد	لا يتم عادة إنهاء العقد بتسليم الأصل أو الشيء موضوع العقد وأن النسبة لا تتجاوز 2% من العقود يتم إنهاؤها بالتسليم.	يتم إنهاء العقد عادة بالتسليم.

المطلب الرابع: أسواق الاستبدالات (عقود المبادلة)

أولاً: تعريف

تتضمن تحرير عقدتين متزامنتين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع، وقيمة كل من العقدتين واحدة إلا أن تاريخ استحقاقهما مختلف ويفصل بينهما فترة زمنية (شهر، 2، 3، 6 أشهر، سنة) كأن يبرم عقد بيع مبلغ مليون جنيه إسترليني مقابل 2 مليون دولار أي بسعر 2 دولار للجنيه يباع فوراً، وفي نفس الوقت يبرم عقد شراء مبلغ مليون إسترليني يسلم خلال ثلاثة شهور مقابل الدولار بسعر 2.10 دولار للجنيه.

بمعنى تتم مبادلة إسترليني مقابل دولار بتحرير عقدي بيع وشراء.

ففي العقد الأول تم بيع الإسترليني.

وفي العقد الثاني (في نفس تاريخ العقد الأول) أعيد شراء المبلغ بالإسترليني ولكن التسليم تم تحديده بعد ثلاثة أشهر.

ويسمى الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع بسعر المبادلة (Swap rate) أو هامش السعر الآجل ويبلغ في المثال: 2 - 2.10

= 0.10 وهي قيمة العلاوة التي احتسبت للإسترليني وهذا الفرق يعبر عنه بالنقطة فنقول سعر المبادلة 1000 نقطة.

والنقطة تعني في لغة العملة الأجنبية جزء من المئة من السنة في عملية التسعير، فإذا قيل سعر صرف الإسترليني مقابل الدولار

ارتفع من 1.5426 إلى 1.5428 دولار فإن معنى ذلك ارتفاع السعر بنقطتين والنقطة في سعر الفائدة تساوي 1% فإذا تغير سعر

الفائدة من 9% إلى 9.5% فيقال أن هناك ارتفاع بنصف نقطة.

وسعر المبادلة ليس بسعر الصرف، وإنما هو فرق سعر الصرف أي الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل للعملة.

وفي معظم عمليات المبادلة يتم الشراء والبيع في نفس الوقت وبين نفس الأطراف، غير أنه يحدث في بعض الأحيان أن يشتري أحد

المتعاقدين العملة شراء فوراً من جهة ما ثم يبيعها آجلاً لجهة أخرى، وفي هذه الحالة يطلق على عملية المبادلة هذه المبادلة الموجهة

(Engineered swap) تمييزاً لها عن المبادلة التامة (Pure swap) والتي تتم بين نفس طرفي التعاقد في عمليتي الشراء والبيع وفي

عملية المبادلة الموجهة لا يشترط تساوي المبلغين في عقدي الشراء والبيع.

ثانياً: أركان عقود المبادلة

وهي كالاتي:

- طرفي العقد؛
- الوسيط المالي؛
- الأصل أو الالتزام محل التعاقد؛
- قيمة المدفوعات أو المقبوضات الدورية محل المبادلة؛
- العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات؛
- السعر الآجل للمبادلة المتفق عليها؛
- مدة سريان العقد.

ويعتبر عقد المبادلة عقد ملزم للطرفين على خلاف ما هو معروف عن عقود الخيار، ولا تتم تسوية الأرباح والخسائر بشكل يومي

كما في العقود المستقبلية، أيضا لا تتم تسوية هذا العقد مرة واحدة فقط كما هو الحال في العقود الآجلة وإنما تتم التسوية على مراحل منتظمة كل ستة أشهر مثلا، ولذلك يعرف البعض عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود الآجلة.

ثالثا: استخدامات عقود المبادلة

وتمارس عمليات المبادلة في الأحوال التالية:

- 1- تحويل عملة ما إلى عملة أخرى بشكل مؤقت وبدون الاحتفاظ بمركز العملة الأجنبية ويستخدم هذا الأسلوب في عمليات الترجيح المغطى بأسعار الفوائد.
- 2- تستخدم عمليات المبادلة لخلق وضع آجل مقابل وضع آجل (Foward against foward)، كأن يباع الإسترليني مقابل الدولار تسليم آجل لمدة ثلاثة شهور، ثم شراء إسترليني مقابل دولار تسليم شهر واحد، وذلك لتوقع تغير مقدار العالوة أو الخصم (الذي يعكس فروق أسعار الفائدة على العملاتين) لصالح المتعامل.
- 3- تستخدم عمليات المبادلة في خلق وضع مضاد للوضع المشار إليه في البلد 2 أعلاه بعد جني الأرباح المحققة نتيجة تغير أسعار الفائدة لصالح المتعامل.
- 4- إذا لم يكن في الإمكان اقتراض أو إقراض عملة ما خلال فترة محددة بسبب عدم تواجد المقرض أو المقترض الذين تتفق ظروف ككل منهما مع الآخر من حيث قيمة القرض المطلوب أو مدة القرض ذاته، فإنه يمكن شراء هذه العملة في تاريخ فوري ثم بيعها في تاريخ آجل بحيث تكون المدة الفاصلة بين التاريخين تتفق مع مدة القرض المطلوب، ويتم هذا من خلال عمليات المبادلة.
- 5- إذا خرج رأس المال بعملة ما للاستثمار في الخارج بعملة أجنبية أخرى (لارتفاع أسعار الفائدة على هذه الأخيرة مثلا) فإن عملية المبادلة تجنب المستثمر مخاطر تغير سعر الصرف عند إعادة تحويل رأس المال المستثمر إلى العملة الوطنية.
- 6- تستخدم البنوك المركزية عمليات المبادلة لتثبيت أسعار صرف عملاتها عندما تتعرض لضغوط عليها بسبب المضاربة، إذ يشتري البنك عملة أجنبية مقابل بيع عملة محلية يباع فوراً ثم يبيع عملة أجنبية مقابل شراء عملة محلية آجلا في نفس الوقت أو العكس، وذلك للتخفيف من الضغوط الواقعة على عملته، وتلجأ البنوك المركزية أيضا للمبادلة من أجل توفير السيولة في الاقتصاد الوطني أو للتخلص من السيولة الفائضة إذا ما دعت الحاجة إلى ذلك.

رابعا: أهداف عقود المبادلة

- توجد هناك أهداف عديدة لاستخدام هذا النوع، حيث تختلف استخدامات عقود مبادلة سواء كانت لمعدلات الفائدة أو عقود مبادلة العملة من مستثمر إلى آخر حسب إستراتيجيته التي يتبعها وتمثل هذه الاستخدامات في ما يلي:
- التحوط وإدارة أسعار الفائدة وأسعار الصرف: يعتبر استخدام عقود المبادلة للتحوط من أهم دواعي استخدام هذه العقود فدخول طرفين في اتفاق لمبادلة معدلات الفائدة يمكن أن يساعدهما على التحوط ضد المخاطر الناجمة عن تغيرات معدلات الفائدة وكذلك بالنسبة لمبادلات العملات يساعد طرفي المبادلة التحوط ضد مخاطر التغير في العملات.

- **المضاربة:** تبرم كذلك عقود المبادلات من طرف المستثمرين لأغراض المضاربة، أن يكون الإقدام على إبرام عقود المبادلة لأسعار الفائدة أو العملات لغرض الاستفادة من فروق الأسعار لكلا الطرفين.
تخفيض مستوى تكلفة التمويل وتحسين مستوى العائد على الأصول.

ويمكن من خلال الجدول الموالي تلخيص أهم مزايا وعيوب عقود المبادلة:

عيوب عقود المبادلة	مزايا عقود المبادلة
- لا تخضع لرقابة سوق منظم؛	- تحقق هيكل إقراض بالكلفة المرغوبة؛
- تنطوي على مخاطر الائتمانية كبيرة؛	- تمكن المقرضين للحصول على مصادر تمويل جديدة؛
- يصعب قياس المخاطر الناجمة عنها؛	- تتمتع بمرونة كبيرة ويمكن تصميمها حسب رغبة المتعاملين؛
- تكون في بعض الأحيان معقدة.	- لا تتطلب دفع علاوة أو الهوامش في أغلب أنواعها

أمثلة على عملية المبادلة:

نفترض أن مستثمرا أمريكيا متميزا يمكنه الحصول على قرض طويل الأجل بالدولار الأمريكي بسعر فائدة تفصيلي "مميز" (Prime Rate) غير أنه يريد تمويل استثمار له في اليابان قدره 10 مليارات ين ياباني، وكانت تكلفة تدبيره لهذا المبلغ عن طريق طرح سندات بالين الياباني لمدة 10 سنوات في سوق رأس المال اليابانية هي 7.75 % وهي تكلفة مرتفعة وذلك بالمقارنة بسعر الفائدة الذي يدفعه المقترض الياباني على قرض مماثل وليكن 7.25 %، كما سنفترض أن مستثمرا يابانيا يرغب في تمويل استثمار له في الولايات المتحدة الأمريكية بمبلغ 100 مليون دولار وكانت تكلفة تدبيره لهذا المبلغ من خلال طرح سندات بالدولار لمدة 10 سنوات في سوق رأس المال في نيويورك تبلغ 7% وهي تكلفة مرتفعة نظرا لعدم سبق تواجد المستثمر الياباني في السوق الأمريكية وذلك بالمقارنة إلى سعر الفائدة الذي يدفعه المقترض الأمريكي على قرض مماثل والذي يبلغ 6.5 % فقط.

في هذا المثال نتحقق منفعة متبادلة لكل من هذين المستثمرين إذا ما اتفقا سويا واقترض كل منهما من معرفة المحلي قرضا بعملته الوطنية بالقيمة التي يحددها الطرف الآخر وبسعر الفائدة التفضيلي ثم يتم مبادلة التزامات كل منهما لمدة 10 سنوات.

ولكن هناك مخاطر تتمثل في تغير أسعار الصرف بين الدولار والين، وكذلك كل المخاطر الائتمانية التي تترتب على اخفاق أي من المقترضين في الوفاء بالتزامه قبل الطرف الآخر.

ولتجنب هذه المخاطر يمكن للمقترضين اللجوء إلى أحد البنوك لإبرام عقد مبادلة العملات بينهما لتغطية مخاطر أسعار الصرف، وكذلك تغطية المخاطر الائتمانية في مقابل دفع عمولة للبنك تقدر بـ $\frac{1}{8}\%$ (0.125 %) مثلا، وبذلك يكون كل من الطرفين المتعاقدين قد حقق وفرا في تكلفة الاقتراض على النحو التالي:

بالنسبة للمستثمر الأمريكي يكون قد حقق مبلغ في تكلفة تدبير القرض بالين الياباني نسبته 0.375 % وهو الفرق بين تكلفة

اقتراضه المباشر من السوق اليابانية 7.750 % وتكلفة تديره نفس المبلغ عن طريق الاقتراض بالدولار الأمريكي ومبادلته بالين الياباني من خلال عقد مبادلة العملات ويبلغ (7.250 % + 0.125 %، قيمة عمولة البنك = 7.375 %) مع تثبيت سعر الصرف بين الدولار والين الياباني عند إبرام عقد المبادلة $7.750 - 7.375 = 0.375$.

وبالنسبة للمستثمر الياباني فقد حقق وفرا في تكلفة تدير القرض بالدولار الأمريكي نسبته 0.375 % وهو الفرق بين تكلفة اقتراضه المباشر من السوق الأمريكية بسعر 7 % وتكلفة تدير نفس المبلغ عن طريق الاقتراض بالين الياباني ومبادلته بالدولار من خلال عقد مبادلة العملات ويبلغ (6.500 % + 0.125 % قيمة عمولة البنك = 6.625 %) مع تثبيت سعر الصرف بين الدولار والين عند عقد المبادلة $7\% - 6.625\% = 0.375$.

مثال 2: سنفترض أن أحد المستثمرين البريطانيين (A) يريد تمويل مشروع له في أمريكا، وأنه يجد صعوبة في الاقتراض بالدولار من السوق الأمريكية، ففي هذه الحالة يمكنه اقتراض المبلغ المطلوب بالإسترليني ثم يبيعه في السوق مقابل الحصول على ما يعادله بالدولار بمعنى أن يكون عليه التزام بالإسترليني مقابل أصول مقومة بالدولار. وسنفرض أيضا أن هناك مستثمرا أمريكيا (B) يريد تمويل استثمار في إنكلترا ويجد صعوبة في الاقتراض بالإسترليني من السوق البريطانية، وفي هذه الحالة يمكنه أن يقترض المبلغ المطلوب بالدولار ثم يبيعه في السوق مقابل الحصول على ما يعادله بالإسترليني (بمعنى أن يكون عليه التزام مقوم بالدولار مقابل أصول مقومة بالإسترليني) في هاتين الحالتين، سيجد المستثمران (A) و (B) أن لدى كل منهما مركزا مكشوبا بالنقد الأجنبي، وأنه معرض للخسارة في حالة تغيير سعر الصرف في غير صالحه.

فالمقترض (A) سوف يتعرض للخسارة في حالة ارتفاع قيمة الإسترليني مقابل الدولار، إذ أنه سيعيد شراء الإسترليني بسعر أعلى لتسديد مدفوعات الأقساط والفوائد، وسيجد المقترض (B) أنه سوف يتعرض لنفس المخاطر إذا ما ارتفع الدولار مقابل الإسترليني، ولتجنب هذه المخاطر يتم عقد صفقة مبادلة من خلال أحد البنوك بحيث يتعهد المقترض (A) بتسديد الأقساط والفوائد المستحقة على القرض بالدولار للمقرض (B) من خلال البنك، كما يتعهد المقترض (B) بتسديد الأقساط والفوائد المستحقة على القرض بالإسترليني للمقرض (A) من البنك الذي يقوم بدور الوسيط مقابل عمولة يتقاضاها من كل المقترضين دون الحاجة إلى معرفة أي منهما بالآخر، وبدون أن يدري أي من المقرضين بأن هناك عملية مبادلة قد تمت، وهذا حسب الشكل التالي:

وكما تجري مبادلة الالتزامات، فإنه يمكن مبادلة الأصول المقومة بعملتين مختلفتين أيضا مثل سندات صادرة بالدولار وأخرى صادرة بالإسترليني.

كما يمكن عقد صفقة مبادلة للفوائد كأن تستبدل فائدة ثابتة بأخرى متغيرة (معمومة) فإذا كان المقترض غير قادر على الحصول على قرض بسعر فائدة ثابت نظرا لعدم كفاية جدارته الائتمانية أو لارتفاع نسبة سعر الفائدة الثابت بحيث تفوق مقدرة المقترض، لهذا لم يكن أمامه سوى الحصول على القرض بسعر فائدة متغير، ونظرا لخشيته من ارتفاع هذا السعر الذي يتم تحديده مقدما كل (3) أشهر مثلا، فإنه سيحاول مبادلة التزامه القائم بسداد سعر الفائدة المتغير على القرض مقابل التزامه بسداد الفائدة على القرض على أساس سعر ثابت، في هذه الحالة يطلب المقترض من أحد البنوك القيام بدور الوسيط في عملية المبادلة مقابل عمولة، وهنا يتعين على هذا البنك أن يجد مقترضا آخر قد اقترض بسعر فائدة ثابت إلا أنه يفضل سداد الفائدة على القرض على أساس متغير، أو أن يقوم البنك نفسه بالاقتراض بسعر فائدة ثابت ثم يبادل إلتزامه مع التزام المقترض (A).

خامساً: أنواع عقود المبادلة

أ- عقود مبادلة أسعار الفائدة **Interest Rate Swaps**: يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال بسبب اختلاف ملاءة المقترضين من جهة، واختلاف توقعات المتعاملين في هذه الأسواق من مقرضين ومستثمرين حول تقلب أسعار الفائدة السوقية والمخاطر الناجمة عن ذلك والتي قد تؤدي إلى الإفلاس من جهة أخرى.

وعقد مبادلة أسعار الفائدة هو عبارة عن اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد بموجب فترات منتظمة. وتتمثل بـ:

• **عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة**: وهو النوع الأكثر انتشاراً في هذه المبادلات ويُسمى Plain vanilla (الوجبة السهلة أو الفانيلا السادة)، وفيه يوافق أحد الأطراف الداخل في المبادلة على أن يدفع سلسلة معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة، ويتحدد هذا المعدل في كثير من الأحيان وفقاً لمعدل فائدة التعاملات بين المصارف في لندن (London Inter- Bank Offering Rate (LIBOR

وتغطي اتفاقية المبادلة فترة معينة وهي التي تحدد لسداد الفوائد التي تمثل فحوى عقد المبادلة. ويتحدد مقدار المدفوعات الدورية على أساس مبلغ وهمي أو اعتباري، وهذا الأصل الوهمي يمثل كمية نظرية أو اسمية تستخدم كمقياس لتحديد مقدار التدفقات النقدية التي تسدد وفقاً لاتفاقية المبادلة.

تتم تسوية عقود المبادلة على أساس دوري متفق عليه (كل ثلاثة أشهر، كل ستة أشهر،...) وهي كما ذكر سابقاً لا تتم عقود المبادلة بصفة يومية لذلك تسمى الأرباح والخسائر المتولدة عن عقد المبادلة بالأرباح والخسائر الورقية.

مثال: لنفرض أن هناك عقد مبادلة لثلاث سنوات بين شركتين (أ)، (ب)، وقد تم الدخول فيها بتاريخ 1/3/2022، وبموجب هذا العقد توافق الشركة (ب) على أن تدفع للشركة (أ) سعر 5% سنوياً على أصل دين وهمي بقيمة 100 مليون دولار، وفي المقابل توافق الشركة (أ) على أن تدفع للشركة (ب) سعر LIBOR لسنة أشهر على نفس أصل الدين. وعلى افتراض أن العقد ينص على تبادل المدفوعات كل ستة شهور.

المبادلة الأولى للمدفوعات سوف تحدث كالآتي:

التاريخ : 1/9/2022

قيمة ما تدفعه ب إلى أ = 100 مليون دولار * 5% = 2,5 مليون دولار.

قيمة ما تدفعه أ إلى ب = 100 * 12 * 6 * LIBOR مليون دولار = 2,1 مليون دولار.

وعلى افتراض سعر LIBOR في بداية التعاقد 1/3/1996 = 4,2% وتم ضربه ب 12/6 لأن المدة نصف سنة (6 شهور).

المبادلة الثانية للمدفوعات سوف تحدث كآلي:

التاريخ: 1/3/2023

قيمة ما تدفعه ب إلى أ = 100 مليون دولار $\times 5\%$ = 2,5 مليون دولار.

قيمة ما تدفعه أ إلى ب = LIBOR في (191996) $\times 12/6 \times 100$ مليون دولار = 2,4 مليون دولار.

وعلى افتراض سعر LIBOR في فترة الستة أشهر 191996 = 4,8 % وتم ضربه ب 612 لأن المدة نصف سنة (6 شهور) .

وتوجد ست مبادلات للمدفوعات خلال مدة المبادلة أو مدة العقد ، والملاحظ بأن هناك مدفوعات ثابتة دائماً هي 2,5 مليون دولار، ومدفوعات متغيرة باستخدام السعر المعمول LIBOR المعمول به قبل يوم الدفع ب 6 أشهر.

*** عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد Caps:**

هي عبارة عن عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفس الوقت غير مقيد بحدود دنيا أو عليا.

*** عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد Floors:**

هي عقود مبادلات تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنها في نفس الوقت محددة بحد معين.

ب . عقود مبادلة العملات Currency Swap:

وتتمثل بعملية المبادلة بين عملتين معينتين، في شراء أحدهما ولتكن العملة (س) وبيع الأخرى ولتكن العملة (ص) على أساس السعر الفوري لكل منهما، وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية بموجب سعر المبادلة (الأجل) والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة على الإيداع والإقراض بالنسبة لكل من العملتين.

ومعظم عقود المقايضة الكبيرة تنشأ بين البنوك، فمثلاً إذا كان لدينا مصرفين أحدهما لديه فائضاً من الدولار و عليه أن يسدد التزامات استحققت عليه بالدينار الإسترليني، في حين أن لدى المصرف الآخر فائضاً من الدينار الإسترليني وعليه التزامات استحققت بالدولار، في مثل هذه الحالة فإنه من مصلحة كلا المصرفين الدخول في عقد مقايضة للعملتين الدولار والدينار الإسترليني. فبالإضافة إلى ميزة تخفيض تكلفة التمويل لكل منهما ، يحقق عقد المقايضة للطرفين ميزة التحوط من مخاطر تقلب أسعار الصرف. وتتخذ عقود مقايضة العملات شكلين:

*** عقود مقايضة متوسطة أو طويلة الأجل:**

تحدث في أسواق رأس المال ويطلق عليها مصطلح مقايضات رأسمالية ، ويغلب على أغراضها الطابع التحوطي أكثر من طابع المضاربة، وتلجأ إليها عادة المؤسسات المالية بهدف الاقتراض الطويل الأجل من أسواق رأس المال.

* عقود المقايضة القصيرة الأجل:

تحدث في أسواق النقد ويتعامل فيها المضاربون لأغراض تحقيق الأرباح جراء تقلب أسعار صرف العملات وأسعار الفائدة على تلك العملات.

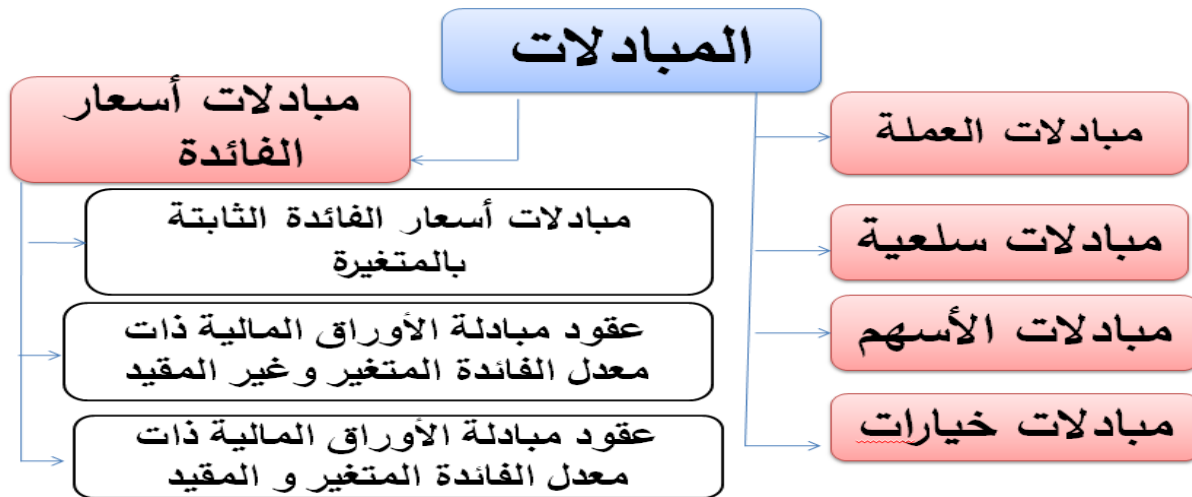
ج - عقود مبادلة البضائع Commodity Swap

د - حق الاختيار علي عقود المبادلة Swap ions

و النوعين: الأول (عقود مبادلة أسعار الفائدة)، والثاني (عقود مبادلة العملات)، هما الأكثر شيوعاً في عالم المال.

ويمكن تلخيص أنواع المبادلات في الشكل الموالي:

أنواع عقود المبادلات



في الختام، تعتبر المشتقات المالية أدوات مالية معقدة تلعب دوراً حيوياً في الأسواق المالية العالمية. توفر هذه الأدوات وسائل فعالة للتحوط ضد المخاطر المالية، مما يمكن الشركات والمستثمرين من إدارة تقلبات الأسعار بشكل أفضل. بالإضافة إلى ذلك، تتيح المشتقات المالية فرصاً استثمارية جديدة، حيث يمكن استخدامها لتحقيق أرباح من تحركات الأسعار دون الحاجة لامتلاك الأصل الأساسي.

ومع ذلك، فإن التعامل بالمشتقات يتطلب فهماً عميقاً ومعرفة دقيقة بالأسواق المالية والمخاطر المحتملة. الاستخدام غير الحكيم أو المفرط للمشتقات يمكن أن يؤدي إلى خسائر كبيرة وقد يساهم في حدوث أزمات مالية، كما شهدنا في الأزمات الاقتصادية السابقة. لذا، فإن التنظيم والرقابة الفعالة على استخدام المشتقات المالية يعتبران أمراً بالغ الأهمية لضمان استقرار الأسواق المالية وحماية الاقتصاد، بالتالي، يمكن القول إن المشتقات المالية هي أدوات مفيدة وحيوية إذا ما استخدمت بشكل صحيح ومعتمد. يجب على المستثمرين والشركات والمؤسسات المالية توخي الحذر واتخاذ التدابير اللازمة لفهم وإدارة المخاطر المرتبطة بهذه الأدوات. في النهاية، يظل الهدف الأساسي هو تحقيق التوازن بين الاستفادة من فوائد المشتقات المالية وتقليل المخاطر للحفاظ على استقرار الأسواق المالية والنمو الاقتصادي المستدام.

المحور السابع: مؤشرات أسواق الأوراق المالية

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بحركة تطوره مستقبلا حيث تعطي فكرة سريعة عن أداء المحفظة المالية والحكم على أداء المديرين وأداة تقدير مخاطر المحفظة المالية لذلك ارتأينا أن نبحث في العناصر الآتية:

- ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية؛

- مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية؛

المطلب الأول: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية

وسوف نتطرق إلى نقطتين:

- مفهوم مؤشرات أسواق الأوراق المالية واستخداماتها؛

- بعض المؤشرات المستخدمة في تحليل أسواق الأوراق المالية؛

أولاً: تعريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية

للمؤشرات عدة تعاريف وعدة استخدامات يمكن التفصيل فيها من خلال الآتي:

1- تعاريف مؤشرات أسواق الأوراق المالية:

تعددت التعاريف المقدمة لمؤشرات أسواق الأوراق المالية، يمكن ذكر:

التعريف الأول: "مؤشر السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤثر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها. ويمثل مؤشر السوق مقياساً شاملاً لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمر عن سوق الأوراق المالية، أو مجموعة معينة من الأسهم⁽¹⁾.

يلاحظ في تعريف مؤشر السوق أنه يعتمد على التغير في سعر الأوراق المالية في نقطة زمنية محددة عن طريق الفرق بين سعرها الحالي والسعر الماضي في لكن تغير الأسعار ليس هو المؤشر الذي يعكس تحركات السوق و اتجاهها بل هناك عوامل أخرى تؤثر في الأسعار.

التعريف الثاني: يعتبر مؤشر البورصة أداة لقياس تطور أسعار الأوراق المالية المسجلة في البورصة بطريقة مستمرة ومنظمة⁽²⁾.

1 محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص251.

2 Commission D'organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, (COSOB), guide de l'investisseur, novembre 1997, p 21.

التعريف الثالث: يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينية من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنتظمة وغير المنتظمة أو كلاهما وغالبا ما يتم اختيار العينية بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه⁽¹⁾.

يلاحظ من خلال التعريف أنه يعتمد على جملة من المعطيات نذكر منها:

- قيمة الأسهم الشركات.

- أسهم الشركات المنتظمة وغير المنتظمة.

كما يلاحظ أن القيمة تتحدد عن طريق حاصل ضرب الكمية المباعة من الأوراق المالية في سعرها. ومن هذا المفهوم نستنتج أنه هناك نوعين من المؤشرات:

- مؤشرات عام وهو يقيس حالة السوق بصفة عامة وهو المؤشر الذي يقيس حالة الإقتصاد الكلي - مؤشر جزئي (قطاعي) وهو يقيس حالة السوق في قطاع معين (قطاع الصناعة، قطاع الخدمات... إلخ).

التعريف الرابع:

المؤشرات البورصة هي تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع إقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى⁽²⁾.

من خلال ما سبق ذكره يمكن تقديم مفهوم مؤشر أسواق الأوراق المالية على أنها: "تقنية وأداة لقياس تطور الأسعار وكميات الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية المنتظمة أو غير المنتظمة أو كلاهما معا من أجل التعرف على أداء السوق بصفة عامة أو قطاعي سوق بصفة خاصة بطريقة مستمرة ومنظمة في فترات زمنية محددة".

ثانيا: استخدامات المؤشر في أسواق الأوراق المالية

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية بارومتر لقياس درجة تطور الإقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة والقطاعات المكونة له بدرجة أحص، ويلخص المؤشر أداء السوق المالي الإجمالي حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للإقتصاد لذلك فهو يمثل أسلوبا سهلا لتحويل أداء الإقتصادي إلى صورة كمية حيث تعكس المؤشرات الظروف الإقتصادية السائدة في سوق الأوراق المالية وتشخيص المشاكل التي تؤدي إلى انحراف الأسعار من أجل تصحيحها وتصويب إتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية.

1 حسان خضر، مرجع سبق ذكره، ص 07.

2 P. TOPSCALIAN, Les indices boursières sur action, Economica, Paris, 1996, p 09.

ونظرا لاختلاق المؤشرات من سوق إلى سوق ومن قطاع إلى قطاع يؤدي ذلك إلى اختلافات اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات نظرا للدور الذي تؤديه، ومن بين تلك الاستخدامات نذكر⁽¹⁾:

1- متابعة أداء المحافظ الإستثمارية المالية:

يعكس التغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة وبالتالي حتى تعكس أداة مؤشر أسهم أداء المحافظ الإستثمارية المالية المتنوعة تنوعا جيدا فقد يتسع ليشمل كافة الأسهم المتداولة بالبورصة ويعبر أداء المؤشر عن العائد على الخطر المتوسط بالسوق وبالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على محفظة الإستثمارات التي يحتفظ بها وبين العائد السوقي، وإذا ما رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يكون محفظة استثمارات تكافئ محفظة الاستثمارات التي يتم على أساسها حساب المؤشر.

ويجب مراعاة أن هناك مؤشرات يتم حسابها على أساس قطاعات مثل مؤشر "ستاندر آند بور" لشركات المنافع العامة ومؤشر داو جونز لشركات النقل وفي هذه الحالة لا يجب الإعتماد على هذه المؤشرات كمؤشرات لكل الأسهم المتداولة بالسوق بل تعتبر هذه المؤشرات مقاييس جيدة لمحافظ الإستثمارات التي تشتمل أسهم الشركات المنافع العامة وشركات النقل.

2- التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصات:

يمكن التوصل إلى نمط المتغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك المتغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة وبالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل كذلك يمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات الإقتصادية وتغيرات في أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية مثل طريقة المربعات الصغرى وتحليل الانحدار والارتباط والتي تمكن من التنبؤ بحركة السوق، وتفيد هذه التحليلات متخذ القرار الاستثماري في ترشيد عملية إتخاذ القرار.

بالإضافة إلى الاستخدامات يمكن اضافة الاستخدامات الآتية⁽²⁾:

3- الحكم على أداء المديرين:

وفقا لفكرة التنوع العشوائية يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائيا، يعادل تقريبا معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يكون لزاما عليه أن يحقق عائدا جيدا الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة، كذلك يجب على المديرين أن يأخذوا في الحسبان التباين بين مخاطر المحفظة ومخاطر السوق التي تنشط فيه.

1 أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، 1998، ص 233-234.

2 منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 1999، ص 247.

4- التنبؤ بالحالة الاقتصادية:

يشير بعض الباحثين في الاقتصاد إلى أنه إذا أمكن للمحللين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبعض المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات هو ما يشار عليه عادة بالتحليل الأساسي الذي يمكن من التنبؤ مقدماً بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل، وهذا من شأنه اتخاذ القرار السليم.

كما يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر الأسواق الأوراق المالية المحلية بمؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية، وسوف يؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى مما قد ينجم عنه زيادة الإستثمارات الأجنبية خاصة في حالة ما إذا كان السوق من الأسواق الواعدة⁽¹⁾.

المطلب الثاني: المتغيرات الأساسية لترجيح مؤشرات سوق الأوراق المالية

من بين المؤشرات المستخدمة في تحليل أسواق الأوراق المالية يمكن ذكر⁽²⁾:

1- مؤشر حجم سوق الأوراق المالية: ويتحدد عن طريق:

- **الرملة السوقية:** وتقاس بقيمة الأسهم المدرجة في السوق نسبة إلى إجمالي الناتج المحلي الإجمالي للدولة.
قيمة الأسهم المدرج في السوق

$$\text{الرملة السوقية} = \frac{\text{قيمة الأسهم المدرجة في السوق}}{\text{الناتج المحلي الإجمالي}}$$

- عدد الشركات المدرجة: وتدل على عمق السوق وتنوعها ويقاس نموها نسبة إلى الفترات السابقة.

- **السيولة:** وتحدد عن طريق:

- نسبة حجم التداول إلى إجمالي الناتج المحلي

- الدوران: نسبة إجمالي الأسهم المتداولة إلى رملة السوق.

- **تقلبات العوائد:** ويمكن قياسها بمعامل الاختلاف، الذي يقيس درجة تقلبات العوائد النسبية للسهم خلال فترة زمنية معينة أو يقاس باستخدام الانحراف المعياري.

- **درجة تركيز السوق:** وتحسب بقياس الرملة السوقية لأكثر عشر شركات في السوق نسبة إلى إجمالي القيمة السوقية.

1 محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص252.

2 حسان خضر، مرجع سبق ذكره، ص06.

2- المتغيرات الأساسية لمؤشرات سوق الأوراق المالية:

2-1- حجم العينة وملاءمتها: تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب تلك المؤشر وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب:

- **في الحجم:** فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق.

- **الإنساع:** فيعني مدى تغطية العينة المختارة لمختلف قطاعات السوق.

- **المصدر:** فالمقصود به هو مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر السوق الأساسية أين يتم تداول الأوراق المالية⁽¹⁾.

وما تجدر إليه الإشارة إذا كان المؤشر يعبر عن أسهم قطاع معين مثل القطاع الصناعي فيجب أن تكون كافة الشركات الصناعية ممثلة في العينة دون تحيز لنوع معين من الشركات الصناعية⁽²⁾.

2-2- الأوزان النسبية لمفردات العينة:

يوجد ثلاثة طرق للترجيح وهي⁽³⁾:

أ- الترجيح على أساس أسعار الأسهم الفردية:

يتحدد الوزن النسبي للسهم في ظل هذا المدخل على أساس سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية للمؤشر فإذا كان هناك مؤشر معين يتكون من ثلاثة (03) أسهم وكانت أسعار الأسهم على الترتيب 80 ون، 70 ون، 50 ون فإنه يتم تحديد الوزن النسبي للسهم بقسمة سعر سهم الفردي إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر والتي تمثل في هذه الحالة القيمة المطلقة للمؤشر ويكون الوزن النسبي للأسهم الثلاثة على النحو التالي على سبيل المثال:

السهم	السعر السهم (و.ن) وحدة نقدية	الوزن النسبي لأسهم المؤشر
أ	80	$0.40 = 200 \div 80$
ب	70	$0.35 = 200 \div 70$
ج	50	$0.25 = 200 \div 50$
المجموع	200	1

1 حسان خضر، مرجع سبق ذكره، ص8.

2 أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص235.

3 P. TOPSCALIANE, Op.cit, 1996, pp 25-39.

هناك مجموعة من الانتقادات الموجهة لهذه الطريقة نذكر منها:

- إن سعر السهم لا يغير من قيمة المنشأة، فقد تتساوي القيمة الإجمالية السوقية لأسهم شركتين على، سبيل المثال ولتكن 1000000 ون. وأن عدد الأسهم للشركة الأولى والثانية على الترتيب 10.000، 40.000 سهم، وفي هذه الحالة يكون سعر السهم للشركتين على الترتيب 100 ون 25 ون، ويترتب الترجيح على أساس السعر أن يكون وزن النسبي لأسهم الشركة الأولى معادلاً لأربعة أضعاف الوزن الشركة الثانية ويكون الوزن النسبي الأعلى ناتجاً عن انخفاض عدد الأسهم المصدرة رغم تساوي القيمة الاقتصادية للشركتين.
- بالإضافة إلى أن قيمة المؤشر تتأثر بعمليات تجزئة الأسهم دون أن يكون هناك تغير حقيقي في الأسعار.

ج- المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية:

تعطي طريقة الأوزان المتساوية قيم نسبوية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، وإذا ما تعلق الأمر بالمؤشرات التي لا يمثل فيها المنشأة بسهم واحد فمثلاً لو أن المؤشر يتكون من ثلاثة أسهم تمثل المنشأة: أ، ب، ج، بسعر 50، 40، 10 على التوالي، ففي تباين أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر يتطلب حساب كمية وهمية حيث الكمية الوهمية من السهم (أ) $= 0.02 = \frac{1}{50}$ ومن ثم تصبح قيمته النسبية أي وزنه النسبي (السعر × الكمية) داخل المؤشر تساوي الواحد ($0.025 \times (0.025 \times (\frac{1}{40})) =$ (ب) أما بالنسبة لـ (ج) $0.1 \times (\frac{1}{10}) =$) والمثال التالي يوضح ذلك:

جدول مثال لطريقة حساب المؤشر على أساس الأوزان المتساوية

السهم	س ₁	ك	و ₁	س ₂	و ₂	ع
أ	50	0.02	1	80	1.60	0.60
ب	40	0.025	1	50	1.25	0.25
ج	10	0.1	1	20	2	1.0
قيمة المؤشر			3		4.85	0.617

$$\text{متوسط عائد المؤشر} = 3/(3 - 4,85) = 0,617$$

$$\text{متوسط عائد الأسهم الفردية} = (1,0 + 0,25 + 0,60) = 0,617$$

س₁، س₂: سعر السهم في نهاية السنة الأولى ونهاية السنة الثانية.

ك: الكمية الوهمية المحسوبة.

و₁، و₂: القيمة النسبية للسهم داخل المؤشر = س × ك.

ع: عائد السهم أي قيمة (و₁) مطروحاً منها قيمة (و₂). ع = و₂ - و₁

- إن المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية تعزل فكرة التحيز للأسعار، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس اتجاهها حقيقياً للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق.
- ومن انتقادات هذه الطريقة أنها تعطي أوزاناً متساوية للأسهم رغم احتمال تباين حجم وأهمية المؤسسة التي أصدرتها، كما أنها لا تعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المكونة للمؤشر حيث يقتصر الترجيح على أساس سعر السهم دون النظر في عدد الأسهم المتداولة بالإضافة إلى تغير الوزن النسبي للسهم مع تغير الوزن النسبي في البورصة.
- ويتضح من خلال التحليل السابق أنه:
- إختلاف قيمة وعائد المؤشر باختلاف طريقة المستخدمة في ترجيح أسهم المؤشر.
- يعبر عائد المؤشر عن العائد الناتج عن تغير أسعار أسهم المؤشر.
- يتم الوصول إلى العائد الكلي للمؤشر عن طريق إضافة توزيعات أرباح على الأسهم المؤشر إلى بسط معادلة العائد لتحديد العائد الكلي لمحفظة الأوراق المالية المكونة للمؤشر.

ج- الترجيح على أساس القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر:

في ظل هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر على أساس القيمة السوقية الإجمالية لها ورغم معالجة هذه الطريقة لعيوب الترجيح على أساس السعر الأسهم الفردية للمؤشر إلا أنها تتحيز للأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر.

وحسب هذه الطريقة يتم إعطاء وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، والجداول التالية يبين كيفية تكوين المؤشر:

• مثال لطريقة حساب المؤشر على أساس مدخل القيمة

السهم	ن	س ₁	ق ₁	س ₂	ق ₂
أ	60	50	3000	80	4800
ب	70	40	2800	50	3500
ج	120	10	1200	20	2400
قيمة المؤشر			7000		10700

ن: تمثل عدد أسهم المنشأة

س₁، س₂: تمثلان على التوالي سعر السهم في السنتين الأولى والثانية منذ العمل بالمؤشر.

ق₁، ق₂: تمثلان القيمة (ن X س) لأسهم المنشأة في السنتين على التوالي.

$$\text{متوسط العائد على المؤشر} = \frac{7000}{(7000-10700)} = 52,9\%$$

من أهم عيوب هذه الطريقة عيب التحيز، وليبيان ذلك نفرض أن سهمين قد ارتفعا بنفس النسبة ولتكن 60% مثلاً وأن أحدهما أعلى من الآخر فإن المؤشر رغم ارتفاعهما بنفس النسبة، إلا أنه يكون مختلف في كل حالة من الحالتين، وهذا التحيز مصدره أن سعر سهم منشأة ما أعلى من مثيله لمنشأة أخرى، ولا يعتبر السعر المصدر الوحيد للتحيز ذلك أنه قد ينشأ عن التباين في حجم المنشأة داخل

العينة، وعلى الرغم من هذا العيب إلا أن هذه الطريقة تعتبر من أكفأ الطرق في بناء المؤشرات ومن أشهر المؤشرات التي تستخدم أساس القيمة هما مؤشر "ستاندرآندبور"، مؤشر Nasdaq نازداك، مؤشر "الفينانشل تايمز"، مؤشر CAC40، مؤشر "كولس".

2-3- المؤشرات المبنية على أساس السعر:

يتحدد الوزن النسبي للسهم في ظل هذا المدخل على أساس سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية للمؤشر فإذا كان هناك مؤشر معين يتكون من ثلاثة (03) أسهم وكانت أسعار الأسهم على الترتيب 80 ون، 70 ون، 50 ون فإنه يتم تحديد الوزن النسبي للسهم بقسمة سعر سهم الفردي إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر والتي تمثل في هذه الحالة القيمة المطلقة للمؤشر ويكون الوزن النسبي للأسهم الثلاثة على النحو التالي على سبيل المثال:

السهم	سعر السهم (و.ن)	الوزن النسبي لأسهم المؤشر
أ	80	$0,40 = 80/200$
ب	70	$0,35 = 70/200$
ج	50	$0,25 = 50/200$
المجموع	200	1

وتنطلق هذه الطريقة من المبدأ التالي: بما أنه يوجد سهم لكل منشأة مختارة لبناء المؤشر فإن وزن كل سهم يتحدد آلياً على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي تقوم عليها المؤشر، ولتوضيح ذلك بفرض أن المؤشر يتكون على سبيل المثال من ثلاثة أسهم فقط: أ، ب، ج، وأن أسعارها هي: 50، 40، 10 على التوالي، حينئذ تصبح القيمة الكلية لمجموع الأسهم التي يتكون منها المؤشر أي القيمة المطلقة للمؤشر والتي على أساسها يحسب عائد محفظة السوق تساوي 100 وبناء عليه تكون الأوزان للأسهم الثلاثة: 5، 4، 1 على التوالي، وإذا ما طرأ تحسن على أسعار الأسهم الثلاثة لتصبح: 80، 50، 20 على التوالي، حينئذ ترتفع القيمة المطلقة للمؤشر إلى 150، مما يعني أن متوسط العائد على المؤشر يبلغ معدله 50%.

ويؤخذ على هذه الطريقة أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها، يضاف إلى ذلك أنه قد يحدث خلل في المؤشر في حالة الاشتقاق الأسهم، مما يتسبب في انخفاض وزن السهم داخل المجموعة بانخفاض في سعره، وللتغلب على ذلك ينبغي حساب قيمة المؤشر بقسمة القيمة الكلية للأسهم على مقسوم معين التي تحدد قيمته بالمعادلة التالية:

ق: تمثل القيمة الكلية لأسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

و: تمثل قيمة المقسوم عليه قبل وبعد الاشتقاق.

ولتوضيح ذلك نفترض أن المؤشر يتكون من ثلاثة أسهم لثلاث شركات وأن السعر هو: 10، 20، 30 على التوالي، وهو ما يعادل قيمة قدرها 60، في ظل هذه المعلومات تصبح قيمة المؤشر $30/(10 + 20 + 30) = 20$ ، أما إذا حدث اشتقاق في السهم الشركة الثالثة بمعدل ثلاثة أسهم لكل سهم فيصبح سعر السهم من 30 إلى 10، ففي هذه الحالة سوف ينخفض الوزن النسبي للسهم داخل العينة التي يتكون منها المؤشر وتنخفض معه القيمة الكلية لتصبح:

$40 = (10 + 20 + 10)$ في هذه الحالة تصبح قيمة المقسوم عليه يساوي 2 بدلاً من 3، لتصبح قيمة المؤشر: $2/40$

$=20$ كما كان قبل الاشتقاق لأن الانخفاض لا يعزى على سوء حال السوق إنما سببه الاشتقاق الذي حدث.

ومن أشهر المؤشرات المحسوبة على أساس السعر: مؤشر داوجونز Dow Jones

المطلب الرابع: مؤشرات أسواق الأوراق المالية

أولاً: أنواع المؤشرات

فبالرغم من أنّ عشرية الثمانينات من القرن الماضي تعتبر عشرية تطور المؤشرات إلا أنّ هذه الأخيرة قد ظهرت في القرن 19 كمؤشر داو جونز الذي نشر لأول مرة سنة 1884م، في الوقت الذي كان المستثمر يبحث عن وسيلة تعكس سلوك السوق المالية بصدق، وحتى الآن مازال ذلك المستثمر في الأوراق المالية المختلفة وجها لوجه مع عدد أكبر من المنتجات المالية المعقدة المطروحة للبيع والشراء، تتغير في اتجاهات مختلفة وبمستويات متفاوتة من فترة لأخرى وبالتالي مازال بحاجة إلى تلك الأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاوله التنبؤ بها، من هنا أتت أهمية مؤشرات البورصة في توضيح اتجاه الأسعار في الأسواق المالية.

ولسوء الحظ فقد وقع المستثمر مرة أخرى في فخ تعدد المؤشرات وأوجه استعمالاتها، بالإضافة إلى تعدد المنتجات المالية ومشتقاتها، بذلك اتجه التعامل في تلك المنتجات ومشتقاتها أكثر فأكثر لأن يكون من مهمة أناس محترفين، نظرا للتقنيات المتناهية التعقد، والتي أصبحت الحياة المالية الحديثة تتصف بها، ولا سيما وأنّ ظاهرة العولمة قد جعلت عالمنا هذا قرية صغيرة، ومن بورصات العالم بورصة واحدة.

والبورصات التي عادة ما تتكلم عنها الصحف والمجالات المتخصصة هي مؤشرات البورصة وبالتحديد مؤشرات الأسهم، وهذا لا يعني إطلاقاً أنّ هناك مؤشرات البورصة فقط ولا مؤشرات الأسهم فقط على مستوى كل بورصة، فكافة المؤشرات تقريبا تستمد شكلها من المؤشرات الإحصائية والتي تنفرع من جهة إلى مؤشرات اقتصادية ومؤشرات مالية بورصية، ومن جهة ثانية تنفرع هذه الأخيرة إلى مؤشرات الأسهم (وهي الأكثر استعمالاً نظراً لمداولها الاقتصادي) مؤشرات السندات، مؤشرات العملات وغيرها.

أما من حيث الوظيفة أو الهدف تنقسم المؤشرات إلى:

أ- مؤشرات عامة: تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية ولذلك تحاول أن تعكس الوضعية الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة تتكون من جميع الأسهم المتداولة، وأنّ جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي مثلاً، عندئذ يقال أنّ البورصة هي المرآة التي تعكس الوضعية الاقتصادية للبلد محل الدراسة.

ب- مؤشرات قطاعية: حيث تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع صناعة النقل أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داو جونز لصناعة ومؤشر ستاندر د اندبور للخدمات العامة ومؤشر النفط والغاز.....الخ.

ج- مؤشرات الأسواق: إذا كانت الدولة تتوفر على سوق ثانية تتداول فيها أسهم الشركات المتوسطة الحجم، فإنّه يمكن حساب مؤشر تلك السوق، وذلك بقصد معرفة اتجاهها ونفس الشيء إذا كانت تتوفر على سوق ثانية لتداول أسهم الشركات الصغيرة ومن حيث إمكانية تداولها تنقسم المؤشرات إلى:

ج-1 مؤشرات متداولة: إذ تجاوز عدد هذه المؤشرات التي تتداول في بورصات خاصة بها 30 مؤشر بحلول سنة 1990، وذلك بالرغم من أنّ أول بورصة من هذا النوع قد فتحت في كنساس سيتي بالو.م.أ سنة 1982 وكمثال على ذلك: مؤشر **Nikkei 225** ومؤشر **Nasdaq 100**

ج-2 مؤشرات غير متداولة: وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل: مؤشر داو جونز وكافة مؤشرات البورصات العربية.

وعليه يمكن القول أنّ هناك العديد من المؤشرات المختلفة، سواء من حيث طريقة الحساب أو الهدف أو القابلية، أو الجهة المشرفة، أو معيار آخر إلى درجة أنّ تنوع وتطور المؤشرات قد وصل إلى إنشاء مؤشرات المؤشرات.

ثانيا: المؤشرات الدولية لأسواق الأوراق المالية

صاحب التطور السريع في التكنولوجيا المعلومات و الاتصالات ظهور العديد من المؤشرات لقياس أداء البورصات والتي يتم نشرها بواسطة البورصات ذاتها عن طريق المؤسسات الصناعية أو المعاهد الإحصائية أو المؤسسات المالية، وتقوم كل جهة من هذه الجهات بتصميم مؤشراتهما لتتنفق مع الحاجات المتنوعة للمستفيدين منها⁽¹⁾.

وتختلف مؤشرات أسواق المالية من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك لإختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى كذلك تختلف المؤشرات أسواق الأوراق المالية تبعا لأساليب بناءها ولهذا سوف نحاول البحث في بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية الأكثر نشاطا، وهذا من خلال النقاط الآتية:

- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في الو.م.أ؛
- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان ؛
- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في فرنسا؛
- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا.

1- مؤشرات الأسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية:

1-1- مؤشر دواجونز الصناعي : يعتبر مؤشر دواجونز "Dow djones" أحد أقدم المؤشرات فقد قام تشارلز داو والذي يصدر أحد أهم صحف المال والأعمال في الولايات المتحدة الأمريكية وهي صحيفة وول ستريت " jornal Wall street " 1885 بإصدار مؤشره والذي عرف بمؤشر دواجونز في: 1985/02/16 وكان يتضمن 12 سهما منها 10 أسهم من أسهم شركات السكك الحديدية وسهمين (02) من أسهم شركات الصناعية والتي تحتل آنذاك الأسهم الأكثر نشاطا في بورصة نيويورك وبعد مرور أربعة سنوات تضمن،

1 أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص222.

مؤشر داوجونز عشرون سهما منها: 18 من أسهم السكك الحديدية و 02 من أسهم الشركات الصناعية⁽¹⁾، وفي عام 1928 إرتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهما ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهما للعينة⁽²⁾.

ويعتبر مؤشر داوجونز الصناعي مؤشر خاص بسوق نيويورك يتم حسابه بواسطة المتوسط الحسابي للأسعار أو يتم تعديله بالأخذ في الحسبان عملية إحلال الأوراق المالية داخل المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر، ويتم حسابه كل نصف ساعة وتضم المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر 65 ورقة مالية المثلة ل 65 شركة موزعة كما يلي:

- ثلاثون شركة صناعية؛

- عشرون شركة لنقل؛

- خمسة عشر شركة من شركات المرافق العامة والخدمات.

ويتم حساب المؤشر على أساس سعر الأقفال للأوراق المالية المكونة للعينة المعتمدة في حساب المؤشر ويتم الإعلان عنه بواسطة مجموعة من النقاط تتغير طبقا لحالة سوق الأوراق المالية.

ويتم إعطاء الصيغة الحسابية لمؤشر داوجونز (Daw Jons)، وفق المعادلة التالية:

$$DJLA_t = \sum_{i=1}^{30} \frac{P_{it}}{D_{adj}}$$

$DJLA_t$: قيمة المؤشر في الفترة t ، P_{it} : سعر السهم i في الفترة t ، D_{adj} : القاسم المعدل في الفترة t .

- وهو من المؤشرات المبنية على أساس الأسعار (نسبة سعر السهم إلى مجموع الأسعار الفردية التي يقوم عليها المؤشر). كما تتميز الأسهم 30 شركة ب:

- ارتفاع قيمتها السوقية.

- أكثر انتشارا ومعرفة.

- ضخامة عدد المساهمين.

وما تجدر إليه الإشارة أنه يتم تمثيل 30 شركة داخل المؤشر بمعدل سهم لكل منها ولهذا وجهت للمؤشر داوجونز عدة إنتقادات موضوعية تتمثل في:

1 محمد صالح الخناوي وجلال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، ص 256.

2 منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص 261.

- يحتوي مؤشر داوجونز على 30 سهم فقط، عدد الأسهم المتداولة ببورصة نيويورك في حدود 1700 سهم، وبالتالي فإن حجم العينة لا يمثل مجتمع الأسهم المتداولة إحصائياً خاصة وأن هناك مؤشرات أخرى يصل حجم العينة فيها إلى 500 مفردة من مؤشر ستاندر أندبور.

- هناك تحيز إلى حجم العينة ومدى تمثيلها لمؤشر داوجونز للشركات الصناعية.

- يتم ترجيح أسهم مؤشر داوجونز على أساس السعر السوقي وهذا يعني أن السهم ذو السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة.

ولحسم الإنتقادات هناك ثلاثة معايير على مدى ملائمة مؤشر داوجونز.

- حجم معامل الارتباط.

- قيمة المؤشر مع قيمة المؤشرات الأخرى.

- درجة التقلب في المؤشر مقارنة بدرجة التقلب في قيم المؤشرات الأخرى.

وعلى الرغم من الشهرة العالمية والاستعمال المكثف لهذا المؤشر إلا أنه يحسب كأبي وسيط حسابي، أي يجمع أسعار 30 شركة صناعية أمريكية وتقسّم على عددها.

1-2- مؤشر ستاندر آندبور:

بدأ تكوين مؤشر ستاندر آندبور في: 1957/03/04 ويعتمد أسلوب بناء هذا المؤشر على أساس القيمة ويعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة وإستخداماً وأصبح الآن يعرف باسم S&P لأنه يتكون من 500 سهم تتوزع كما يلي:

- 425 سهم من الشركات الصناعية.

- 25 سهم من منشآت المنافع العامة أي قطاع الكهرباء، الماء... إلخ.

- 50 سهم من شركة الخدمات العامة.

من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك، وتمثل 90% ويضم معظم الشركات الكبيرة الحجم في مجال الصناعة والمنافع العامة والنقل والشركات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية مثل شركة ا.ب.م IBM وشركة جينيرال موتورز GENERAL MOTORS حيث تحظى هذه الشركات بوزن نسبي في المؤشر عن مقارنتها بالشركات صغيرة الحجم التي يضمها المؤشر، وما تجدر الإشارة إليه أن الزيادة النسبية في قيمة المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر⁽¹⁾.

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{القيمة السوقية للأسهم في الفترة}}{\text{القيمة السوقية للأسهم في فترة الأساس}}$$

الصيغة الحسابية لمؤشر ستاندر آند بور (Standard & poor index).

1 محمد صالح الحناوي، مصطفى جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص 400.

$$S \& P500 = \frac{\sum P_{it} Q_{it}}{\sum P_{ib} Q_{ib}} (K)$$

مثال:

للتبسيط فقط، إذا افترضنا أن مؤشر (Standard & Poor Index) يتكون من ثلاثة أسهم، وكانت القيمة السوقية لكل سهم وعدد الأسهم المصدرة منه في 2024/01/31 وفي 2024/02/06 موضحة وفق الجدول الموالي، وكانت القيمة الجزافية التي أعطيت للمؤشر في فترة الأساس $K=10$ ، أحسب قيمة مؤشر (S & P Index 3)؟

2024/02/06			2024/01/31			الأسهم
.....	عدد الأسهم	السعر		عدد الأسهم	السعر	
.....	2000	20		1000	10	A
.....	4000	10		3000	20	B
.....	5000	30		4000	30	C
.....						

الحل:

2024/02/06			2024/01/31			الأسهم
القيمة	عدد الأسهم	السعر	القيمة	عدد الأسهم	السعر	
40000	2000	20	10000	1000	10	A
40000	4000	10	60000	3000	20	B
150000	5000	30	120000	4000	30	C
230000			190000			

$$(S \& P \text{ Index } 3) = \frac{\sum P_{it} Q_{it}}{\sum P_{ib} Q_{ib}} (K)$$

230000

$$(S \& P \text{ Index } 3) = 10 \quad \text{نقطة} \quad = \quad 12,01$$

190000

وما تجدر إليه الدراسة أن هناك ارتباط بين مؤشر ستاندر-أند بور 500 وبين أسواق المال العالمية من خلال تدفق الحر لرؤوس الأموال عبر الدول قد زاد في السنوات الأخيرة كنتيجة للاندماج العالمي للأسواق الأوراق المالية مما يؤدي بمعاملات الارتباط إلى الارتفاع كلما زاد التكامل.

من الانتقادات الموجهة لمؤشر ستاندر أند بور 500 تأثر الشديد بالتغير في أسعار الأسهم مرتفعة السعر والتي لها عدد كبير من الأسهم، أي قيمة المؤشر تتأثر بالتغير في أسعار الأسهم من العينة المنخفضة القيمة، وخير مثال على ذلك تغير أسعار منشآت المنافع العامة التي تمثل 5 % لا يؤثر على قيمة المؤشر الكلي.

1-3- مؤشر بورصة نيويورك لكافة الأسهم: لقد جاء هذا المؤشر أساسا لتغطية النقص أو بالأحرى للإجابة عن النقد الموجه لمؤشر داو جونز بالإضافة إلى ذلك أرادت السلطات إنشاء مؤشرها لكافة الأسهم المتداولة لتوفير وسيلة لقياس اتجاه الأسعار في السوق بكل أمانة، لهذا قامت في سنة 1965 بإنشاء هذا المؤشر بالإضافة إلى أربع مؤشرات فرعية خاصة بقطاعات الصناعة، النقل، الخدمات العامة والقطاع المالي.

من الناحية التاريخية هذا المؤشر متوفر منذ 7 جانفي 1939م إلى 28 ماي 1964م بمعدل مرة كل أسبوع أي قامت سلطات البورصة بتوسيع حسابه إلى ذلك التاريخ كما يتوفر على معدل يومي منذ 28 ماي 1964م حسب أسعار الإغلاق، أم المؤشرات الفرعية الأربعة فمتوفرة منذ 31 ديسمبر 1965م وفقا لأسعار الإغلاق أيضا.

1-4- مؤشر فالبولان 1400: Value Line : أنشئ هذا المؤشر في الو.م.أ سنة 1963م بعينة تتكون من 1400 شركة مقسمة على مختلف القطاعات كما يلي: 1217 شركة صناعية، 154 شركة تابعة لقطاع الخدمات و 29 شركة لقطاع النقل، أعطيت له قيمة 100 في سنة الأساس (30 جوان 1961) وهو موزون على أساس السعر وبالتالي يعدل كلما كان هناك رفع برأس المال أو غيره من العمليات المالية.

2- مؤشر فاينانشل تايمز (بورصة لندن) (FT-SE100): أنشئ هذا المؤشر في 30 ديسمبر 1983م للاستجابة لاحتياجات المتدخلين إلى مؤشر يمثل لاتجاه البورصة البريطانية وفي نفس الوقت يمكن حسابه بسرعة، رأت السلطات البورصة أن العدد 100 هو العدد الأمثل من الأسهم المكونة لهذا المؤشر إذ يمكن أن يمثل تلك البورصة ويتم حسابه بسرعة.

لقد أنشئ هذا المؤشر لتغطية النقص الذي يمتاز به مؤشر فاينانشل تايمز للشركات الصناعية الذي تتكون عينته من 30 شركة فقط تابعة كلها لقطاع الصناعة، كما تتوفر بورصة لندن على مؤشرات تليها بكافة الأسهم الذي نشر حوالي 704 سهم في سنة 1989م، فلقد أعطيت له القيمة 1000 نقطة في سنة الأساس (1983/12/30)، وأصبح بعد ذلك يتداول في كل من سوق العقود المستقبلية.

3- مؤشر كاك 40 (بورصة فرنسا): CAC40 : وهو الأكثر شهرة واستعمالا بحيث يغطي 40 مؤسسة سنة الأساس (1991) ويمكن القول أن المشرفين عليه يرجون من إنشائه توفير معلومات دقيقة قدر الإمكان وفي أسرع وقت عن اتجاه البورصة الفرنسية لتلبية احتياجات المتعاملين بالنظر للعينة التي تكون المؤشر نجد أن الشركات مقسمة إلى 8 قطاعات رسمية:

- المنتجات القاعدية

- قطاع البناء

- التجهيزات

- سلع استهلاكية معمرة

- سلع استهلاكية غير معمرة

- مواد غذائية

- الخدمات

- مؤسسات مالية

على العموم يحتوي مؤشر كاك 40 على أهم الشركات الفرنسية.

وتتم عملية حساب المؤشر كاك : 40 cac وفق الصيغة الموالية:

$$\text{المؤشر كاك 40 cac} = \frac{\text{القيمة السوقية الحالية}}{\text{القيمة السوقية القاعدية المعدل}} \times 100.$$

4- المؤشرات اليابانية:

بخصوص أسعار الأسهم هناك مؤشران يكثر إستخدامهما في البورصات اليابانية ولهما شهرة عالمية وهما⁽¹⁾:

1-2- مؤشر نيكاي NIKKEI: تم إنشائه عام 1950 ويتكون من 225 مؤسسة يابانية كبيرة وطريقة حسابه تقوم على جمع أسعار ال 225 مؤسسة لعينته والمجموع المحصل عليه يقسم على عدد المؤسسات المكونة للعينة، بمعنى أن مؤشر نيكاي هو الوسط الحسابي للعينة التي يقوم عليها المؤشر، ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبيا والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة.

2-2- مؤشر توبيكس TOPIX: لقد تم إنشاؤه بتاريخ: 1968/01/04، وأعطيت له قيمة 100 بنفس التاريخ الذي اعتبر سنة الأساس وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1165 مؤسسة تمثل كل قطاعات الإقتصاد الياباني وجاء موزونا على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثمة فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي.

5- المؤشرات الألمانية:

يوجد العديد من المؤشرات الألمانية أشهرها (فازا و داكس) أي: (Fas and Dox) يتكون المؤشر Fas من أسهم حيث وصلت قيمته في 30 جانفي 1990 إلى 761.48 نقطة أما المؤشر Dox فيتكون من 300 سهم وهو شبيه بمؤشر كاك 40 الفرنسي.

المطلب الخامس: تسجيل وحساب المؤشرات في البورصة

أولاً: تسجيل المؤشرات في البورصة

تعتبر ظاهرة تسجيل المؤشرات و تداولها في البورصات من أهم أوجه تطور الفكر المالي الحديث، بذلك أصبحت المؤشرات التي كانت من قبل العوامل المستعملة في التعرف على اتجاه السوق، في الأدوات المالية التي تباع و تشتري في البورصات شأنها في ذلك شأن أية ورقة

1 محمد أمين زويل، يونس البطريق، بورصة الأوراق المالية، موقعها من الاسواق - احوالها و مستقبلها، دار الوفاء للطباعة، الاسكندرية - مصر، 2000، ص 123.

مالية عادية، الفرق هنا هو ليس تبادل الأوراق المالية المكونة للمؤشر نفسه، و إنما يتم التعامل على توقعات المستثمرين بشأن تطورات أسعار تلك الأوراق، أي يتم تداول شيء غير ملموس.

1- العمليات الآجلة على المؤشرات: هو شراء العقود المستقبلية بتلك المؤشرات، إذ يقوم المستثمر بشراء عقود يلتزم بواسطتها بيع أو شراء للمؤشر المعني في فترة قادمة هي فترة الاستحقاق و بسعر محدد مسبقا، يتكون مقدار الربح أو الخسارة، بالنسبة لذلك المستثمر من الفرق بين سعر المؤشر الذي دفعه و بين سعره في فترة الاستحقاق.

و بذلك فإن هذا النوع من العمليات هو شبيه بعمليات التعامل الآجل لمجموعة الأوراق المالية التي تكون المؤشر، و لكن الفرق هو في تعدد العمليات في هذه الحالة الأخيرة و بالتالي ارتفاع التكاليف يتم هذا النوع من العمليات في فرنسا في السوق الآجلة العالمية لفرنسا و في بريطانيا، و تجدر الإشارة في هذا الصدد أن قيمة المؤشر تعطى بالنقاط، لكن عند تداول العقود المستقبلية، فإن كل نقطة تقييم من قبل سلطات البورصة المعنية و تعطى لها قيمة نقدية مما يسهل قيمة العقود نقدا و ليس بالنقاط إن العمليات الآجلة للمؤشرات توفر ميزان لكل من البائع و المشتري بالنسبة للبائع تضمن له عدم التعرض لخسائر كبرى، بالنسبة للمشتري فإنها توفر له فرصة زيادة الأرباح و ذلك عن طريق المضاربة.

2- الاختيارات على المؤشرات: هذا النوع من الاختيارات حيث يكون للمشتري الاختيار الحق في شراء أو بيع عقد من عقود المؤشر محدد مسبقا مقابل دفع علاوة للطرف الآخر. أي تتداول الاختيارات الأوروبية و الأمريكية و أن الاختيار يكون تسبيقا بالاختيارات التي تعقد على الأوراق المالية العادية، و نفس الشيء يمكن القول عن سعر الاختيار حيث يقدر بالنقاط لكن عند عقد الصفقات تعطي قيمة محددة لكل نقطة و بذلك يمكن للتعاملين تسديد صفقاتهم نقدا.

ثانيا: حساب قيمة المؤشر

إن هذه المؤشرات تختلف من حيث الكيفية التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر، و في هذا المجال هناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الوسط الحسابي، وهو الغالب و هناك ما يحسب على أساس الوسط الهندسي لأسعار الأسهم المكونة لتلك المؤشرات من حيث إنشائها، و عليه تختلف القرارات المتخذة على أساسها وفقا للطريقة المتبعة و بهذا الصدد سنتطرق على كيفية حساب المؤشرات بـ:

1- المتوسط الحسابي: يعاب على هذه الطريقة أن الأسهم ذات الأسعار المرتفعة يكون لها تأثير أكبر مقارنة بالأسهم ذات الأسعار المنخفضة، و إذا كان هناك فارق كبير بين أكبر وأصغر قيمة نلجأ إلى:

2- المتوسط الهندسي:

P_i : هو سعر درجة i في المؤشر (سعر السهم).

N : حجم العينة (أي عدد الأسهم التي يقوم عليها المؤشر).

2- على أساس الأرقام القياسية: يمكن حساب قيمة المؤشر وفقا لما يلي:

القيمة السوقية الحالية × قيمة المؤشر في سنة الأساس

قيمة المؤشر =

القيمة السوقية لسنة الأساس المعدلة

يتكون من ستة (06) مؤشرات منفصلة كلها مرجحة بالقيمة وتغطي الشركات الصناعية والبنوك وشركات التأمين والشركات المالية الأخرى والشركات النقل وشركات المنافع العامة بالإضافة إلى مؤشر المركب من تلك المؤشرات الستة (06) ويتم نشر هذه المؤشرات في جريدة وول ستريت⁽¹⁾ Wall street.

في الختام نجد أن للمؤشرات المالية استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس مال، وتأتي في مقدمة تلك الاستخدامات قياس مستوى الأسعار في السوق، إعطاء فكرة سريعة من العائد المتولد عم محفظة الأوراق المالية للمستثمر، والحكم على مستوى أداء المديرين المحترفين القائمين على إدارة محفظة الأوراق المالية للمؤسسات المتخصصة في الاستثمار، كما يمكن أن تستخدم أيضا لوضع تصور على حالة سوق رأس المال في المستقبل.

وتبقى المؤشرات لحد الآن هي الأداء الأكثر تعبيرا عن حالة السوق ورغم كل ما يوجه لها من انتقادات ويحاول المختصون في هذا المجال الحد بأكبر ممكن من نقائصها في تصوير السوق ووضعية الاقتصاد على الأمد القصير والأمد الطويل وتتوقف كفاءتها على كفاءة المعلومات التي بنيت على أساسها.

1 أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص 251.

خاتمة:

كان التطور السريع والعميق في علم المالية الحديثة قد مهد لظهور البورصات العالمية، حيث تحاول الدول وما زالت تهدف إلى تبني الوساطة المالية غير التقليدية، بالعمل على تحسين وتنظيم بورصاتها وأسواقها المالية، كما تعتمد على هذه الأسواق تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية منها السلع والبضائع وأهمها الأصول المالية المتداولة كالأسهم والسندات وأيضاً المشتقات المالية، وظهر أيضاً المؤشرات المالية التي أصبحت تسير الأسواق المالية وباتت هي ذاتها منتج مالي يتداول في البورصات الخاصة بها، ولما لهذه المؤشرات من أهمية فقد حاول الكثير من الاقتصاديين دراستها من حيث كيفية بناءها وطريقة حسابها ومدى استعمالها في التنبؤ وقدرتها على ذلك.

وفي الختام، يمثل السوق المالي أحد الأعمدة الأساسية للاقتصاد العالمي والمحلي. يلعب دوراً محورياً في توفير التمويل اللازم للنمو والتطور الاقتصادي من خلال تمكين الشركات والأفراد من الوصول إلى رؤوس الأموال. الأسواق المالية تُسهم أيضاً في تحسين تخصيص الموارد الاقتصادية بكفاءة، وذلك من خلال آلية العرض والطلب التي تساعد في تسعير الأصول بشكل يعكس قيمتها الحقيقية.

إضافة إلى ذلك، يعزز السوق المالي الشفافية والمساءلة عبر متطلبات الإفصاح والإجراءات الرقابية التي تضمن حماية حقوق المستثمرين وتحقيق العدالة في المعاملات المالية. كما يساهم في توزيع المخاطر بين مجموعة واسعة من المستثمرين، مما يقلل من تأثير الصدمات الاقتصادية على الأفراد والشركات.

وبالتالي، فإن استقرار وفعالية الأسواق المالية يعد أمراً حيوياً لتحقيق التنمية الاقتصادية المستدامة وتحسين مستويات المعيشة. يجب على الحكومات والجهات الرقابية العمل على تعزيز البنية التحتية للسوق المالي وضمان بيئة تنظيمية متينة تشجع على الابتكار والنمو، مع حماية مصالح جميع الأطراف المعنية، بهذه الطريقة، يصبح السوق المالي ليس مجرد منصة للتداول، بل أداة قوية لتحقيق التقدم الاقتصادي والاجتماعي وتحسين نوعية الحياة للجميع.

قائمة المراجع والمصادر:

أولاً: الكتب بالعربية

1. أحمد بن محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها الفقهية، دار ابن الجوزي، السعودية، ط2، 1426 هـ.
2. أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، 1998.
3. أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، ط1، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2006.
4. اسامة الفولى - زينب عوض اله، اقتصاديات النقود و التمويل، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية - مصر، 2005.
5. انطوان الناشف - خليل الهندي، العمليات المصرفية و السوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس - لبنان، 2000.
6. أوليدة صافي، أنس البكري، الأسواق المالية الدولية، دار المستقبل نشر وتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
7. بهاء الدين سعد، التمويل الدولي لمنظمات الأعمال، الجزء (2)، 2002.
8. جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية، دار هومة للطباعة والنشر، ط2، 2002.
9. جبار محفوظ، تنظيم و إدارة البورصة، الطبعة الأولى - الجزء الثالث، دار هومة، الجزائر، 2002.
10. حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، سلسلة دورية تعنى بالتنمية في الأقطار العربية، العدد 24، مارس 2004.
11. حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها-تنظيمها-أدواتها المشتقة)، الطبعة الأولى، دار الكندي، عمان، الأردن، 2002.
12. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001.
13. رايس حدة، محاضرات في الأسواق المالية، السنة الرابعة علوم اقتصادية، تخصص مالية نقود و بنوك، جامعة بسكرة، 2004/2005.
14. زاهرة يونس حمد سودة، تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية من النواحي القانونية والفنية والضريبية والشرعية، جامعة النجاح الوطنية نابلس، فلسطين، 2006.
15. شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الاوراق المالية- دراسة تحليلية- دار الفكر، دمشق- سورية، 2002.
16. شوقي السيد فودة، نحو نموذج مقترح لتحليل العلاقة بين المعلومات المحاسبية المنشورة وسلوك أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية المصرية، مجلة آفاق جديدة، السنة العاشرة، العدد 4، 1998.
17. طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، الدار الجامعية، مصر، 2003.
18. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، 2005.
19. الطاهر لطرش، تقنيات البنوك، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، ط4، 2005.
20. عبد الباسط وفاء محمد حسين، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات القطاع العام للمالية الفردية، دار النهضة، القاهرة، 1996.
21. عبد الغفار حنفي - رسمية قرياقص، أسواق المال و تمويل المشروعات، الدار الجامعية، الاسكندرية - مصر، 2005.
22. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم، سندات، وثائق استثمار، الخيارات، الدار الجامعية، مصر، 2001.
23. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2003-2004.

24. عبد الغفار حنفي، البورصات، أسهم سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 1995.
25. عمار عمورة، الوجيز في شرح القانون التجاري الجزائري، دار المعرفة، الجزائر، 2000.
26. عيسى حمد الغزائل، تحليل الأسواق المالية، جملة جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد 27، 2004.
27. فريد النجار، البورصات و الهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية - مصر، 1999.
28. مبارك بن سليمان آل فوز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، الطبعة الأولى، السعودية، 2010.
29. محمد أمين زويل، يونس البطريق، بورصة الأوراق المالية، موقعها من الأسواق - أحوالها و مستقبلها، دار الوفاء للطباعة، الإسكندرية - مصر، 2000.
30. محمد سحنون، الاقتصاد النقدي و المصرفي، دار بهاء الدين للنشر و التوزيع، قسنطينة - الجزائر، 2003.
31. محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل و تقييم الأوراق المالية، دار الجامعة الإسكندرية، الطبعة الثالثة، 2002.
32. محمد صالح الحناوي، تحليل و تقديم الأسهم و السندات مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998.
33. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعية، مصر، 2005.
34. محمد مطر، إدارة المشروعات، مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، الطبعة الثانية، الأردن، 1999.
35. مدحت صادق، النقود الدولية و عمليات الصرف الأجنبي، دار غريب للطباعة و النشر و التوزيع، القاهرة، 1998.
36. مروان عطون، الأسواق النقدية و المالية - البورصات و مشكلاتها في عالم النقد و المال، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، ط4، 2008.
37. منير إبراهيم هندی، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية - مصر، 1999.
38. موسى مطر شقيري-نوري موسى-ياسر المومني، المالية الدولية، دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان 2008.
39. ناظم محمد الشمري، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام، أساسيات الاستثمار العيني و المالي، دار وائل للنشر و الطباعة، عمان، الأردن، 1999.
40. هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، الأردن، 2003.

ثانيا: المذكرات

1. وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية، الواقع و الآفاق، أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003/2002.
2. وليد أحمد صافي، سوق الأوراق المالية و دورها في التنمية الاقتصادية، دراسة حالة سوق عمان المالي - رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود و تمويل، جامعة الجزائر، 1996 / 1997.

ثالثا: المراجع الأجنبية

1- الكتب:

1. Bodie Z. Kane et Marcus A, essentials of investments, times Minor higher education group, INC Chicago USA, 1995.
2. Gosette Peyrard, laBourse, 6^{eme} edition, libraire vuibert, paris, 1998.
3. P. Topscalian, Les indices boursières sur action, Economica, Paris, 1996.
4. William F. Sharpe and Gordon J. Alexander, Investments, Forth Ed. Prentice-Hall, 1990.

2- التقارير:

1. Commission D'organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse, (COSOB), guide de l'investisseur, novembre 1997.

3- مواقع الأنترنت:

2. [http:// www.khayma.com/ essendes/economie. Htm](http://www.khayma.com/essendes/economie.Htm) 13/2/2022.
3. <http://www. Annaba.org/ nba 59 / asoaq . htm> 26/2/2022.
4. <http://www.arab-api.org/ course9 / c 9-4-5. htm> 13/2/2022.
5. <http://www.yourdictionary.com/bermuda-option> 22/11/2022.