



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة ابن خدون – تيارت-



كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

محاضرات في مقياس:

أسواق مالية

مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة
تخصص : اقتصاد نقدي ومالي

إعداد الدكتور: بن صوشة ثامر

السنة الجامعية: 2025/2024

الصفحة	العنوان
ا	فهرس المحتويات
أ- ب	مقدمة المطبوعة
03	المحور الاول : الإطار النظري والمفاهيمي للسوق المالية
03	1. مفهوم الأسواق المالية
04	2. أنواع الأسواق المالية
04	1.2 الأسواق النقدية
04	- مفهوم السوق النقدية
05	- أنواع الأسواق النقدية
06	- أدوات سوق النقد
09	- مؤسسات الأسواق النقدية
13	2.2 أسواق رأس المال
13	- مفهوم سوق رأس المال
14	- مكونات سوق رأس المال
19	- أنواع أدوات سوق الأوراق المالية
54	المحور الثاني: آلية التعامل السوق المالية
54	1. الوساطة في عمليات سوق الأوراق المالية
62	2. عمليات سوق الأوراق المالية
67	3. أوامر وأسعار سوق الأوراق المالية
72	المحور الثالث: تنظيم السوق المالية والممارسات غير القانونية فيها
73	1. الهيئات التنظيمية لسوق الأوراق المالية
78	2. التطورات العالمية التي تؤثر على هيكل السوق.
83	المحور الرابع: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية
83	1. مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلباتها
88	2. سيولة السوق وعلاقتها بالكفاءة
94	3. مؤشرات سوق الأوراق المالية
99	المحور الخامس: الاسواق المالية الاسلامية
102	تمارين مقترحة
105	قائمة المراجع

مقدمة

تعتبر سرعة انتقال رؤوس الأموال والتوسع في مجالات التجارة والاستثمارات، انتشار الشركات متعددة الجنسيات وزيادة عدد شركات المساهمة التي تعتمد في وجودها على عدد كبير من المساهمين ونشوء بورصات الأوراق المالية، من الحاجات الملحة التي يشهدها العالم عامة والعالم العربي خاصة، مما أدى الى تنامي الاتجاه العالمي نحو الاهتمام بأسواق المال خصوصا سوق الأوراق المالية، حيث تلعب هذه السوق دورا هاما في تشابك قطاعات الاقتصاد القومي، كما تمثل هذه السوق أحد المصادر الهامة لتوفير الاستثمار للقطاعات التي توجد بها سيولة غير مستقلة. فضلا عن أهميتها الحيوية في تمويل القطاعات التي يوجد لديها عجزا في السيولة النقدية، حيث يقوم الأفراد والشركات باستثمار أموالهم بغرض الحصول على عوائد وفقا لشروط وإجراءات وطرق خاصة للتعامل، وحتى تتمكن هذه السوق من تحقيق غايتها يفترض البعض أن تتوفر فيها جملة من السمات والشروط لتضفي عليها صفة الكفاءة.

هذه المطبوعة عبارة عن مجموعة محاضرات في مقياس أسواق مالية يهدف المؤلف من خلالها تمكين الطالب من معرفة ومناقشة ما يلي:

- مفهوم وأنواع الاسواق المالية.

- أدوات السوق النقدية.

- أدوات أسواق راس المال.

- المشتقات المالية.

- تقييم الاوراق المالية.

- الية التعامل في السوق المالي

- كفاءة سوق المالية.

وقد تم تصميم هذه المطبوعة لتحقيق منظومة الأهداف السابقة، حيث تتألف هذه المطبوعة من خمسة محاور تشمل على مناقشة جميع الجوانب الأساسية لموضوع اسواق مالية.

أما المحاور التي تتألف منها المطبوعة فهي:

المحور الاول : الإطار النظري والمفاهيمي للسوق المالية

المحور الثاني: آلية التعامل السوق المالية

المحور الثالث: تنظيم السوق المالية والممارسات غير القانونية فيها.

المحور الرابع: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية.

المحور الأول: : الإطار النظري والمفاهيمي للسوق المالية

تؤدي الأسواق المالية دورا مهما في عملية التنمية الاقتصادية، حيث تعتبر القناة أو القنوات التي من خلالها تتدفق الأموال من الوحدات ذات الفوائض المالية إلى الوحدات التي تعاني عجزا ماليا ومن الناحية النظرية تنقسم السوق المالية إلى أسواق رأس المال وأسواق نقدية، وتتفرع هذه الأسواق إلى أسواق فرعية أخرى، حيث تتداول هذه الأسواق مختلف الأصول المالية والمادية وبآجالها المختلفة.

1. مفهوم الأسواق المالية

لقد تعددت تعريف الأسواق المالية نذكر منها:

- **التعريف الأول:** تعرف السوق المالية بأنها الآلية التي من خلالها تتداول الأصول بيعا وشراء، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني العجز المالي¹.
 - **التعريف الثاني:** الأسواق المالية هي الوحدات التي تتدفق الأموال من خلالها في النظام المالي.
 - **التعريف الثالث:** السوق المالية هي الإطار الذي من خلاله تلتنقي وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل بصورة مباشرة أو غير مباشرة للاكتتاب بالأسهم والسندات. ومنه يمكن تعريف السوق المالية أنها عبارة عن آلية يتبادل من خلالها بائع الأوراق المالية مع مشتري هذه الأوراق مقابل النقد، حيث تساهم هذه الآلية في تحويل الأموال بكفاءة بين القطاعات الاقتصادية من وحدات الفائض إلى تلك التي تعاني العجز المالي.
- من خلال التعاريف السابقة نستنتج الخصائص التالية²:

¹ نبيلة نوي، سوق رأس المال، دار المتنبي للطباعة والنشر، المسيلة، الجزائر، 2023، ص 30.

² السيد متولي عبدالقادر، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010، ص 67.

- الآلية: تمثل المجال أو الإطار أو الإجراءات أو القواعد التي يدرا على أساسها سوق المال، لأنه لم يعد مجرد مكان فقط.
- المتعاملين: هم الأفراد والمؤسسات بأنواعها كافة والحكومات، سواء كانوا يمثلون وحدات الفائض أم وحدات العجز المالي.
- الإصدار أو التداول: ينقسم السوق المالي إلى سوق إصدار وسوق تداول لأدوات الاستثمار.
- أدوات الاستثمار: تشمل الأوراق المالية كالأسهم والسندات وأذونات الخزينة وشهادات الإيداع وغيرها، والسلع كالمعادن والقيم المنقولة الأخرى التي لها قيمة.
- الكفاءة: أي إعطاء صورة الكاملة والصحيحة لكافة المعلومات المتاحة والمتصلة بتحديد سعر الورقة المالية.

2. أنواع الأسواق المالية: بصورة عامة تنقسم السوق المالية إلى قسمين:

- الأسواق النقدية؛

- أسواق رأس المال.

1.2. الأسواق النقدية

مفهوم السوق النقدية:

يمكن تعريف السوق النقدية على أنها مجموعة المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في النقود إقراضا و اقتراضا لأغراض قصيرة الأجل.

كما يمكن تعريفها على أنها أسواق مالية تتعامل بأدوات استثمارية قصيرة الأجل سهلة التحويل إلى سيولة.

وليس لسوق النقد مكان محدد يتم التعامل فيه، ولكن يتم التعامل من خلال المتخصصين أو البنوك التجارية إما بالالتقاء المباشر أو بوسائل الاتصال الحديثة.

وتتسم هذه الأسواق بخصائص عديدة تميزها عن بقية الأسواق المالية نذكر منها:

-تداول في الأسواق النقدية أدوات مالية قصيرة الأجل تتراوح فترات تسديدها ما بين يوم واحد في بعض الحالات وسنة واحدة بشكل عام.

-تتميز هذه السوق بسيولتها العالية نسبياً وذلك لسهولة تحويل الأدوات المتداولة فيها إلى نقد.
-نظراً لتعامل الأسواق النقدية بالأدوات قصيرة الأجل وارتفاع سيولتها تعاني من مخاطر أقل لعدم التسديد مقارنة بأسواق رأس المال التي تتعامل بأدوات طويلة الأجل.

-إن غالبية الأسواق النقدية تتعامل بأدوات ذات قيم كبيرة وبالتالي في الواقع غالباً ما تكون أسواق لمعاملات كبيرة، وهذا ما يجعل الاستثمار في هذه الأسواق مركزاً على المؤسسات الكبيرة بدلاً من الأشخاص الطبيعيين.

-يتم تداول الأدوات في سوق النقد إما على أساس سعر الخصم أو على أساس سعر الفائدة، حسب نوع الورقة ومن ثم فإن سعر الفائدة تعتبر المؤشر الوحيد في السوق النقدية وتعتبر ثمن التوازن فيه.

. أنواع الأسواق النقدية

إن الأسواق النقدية لا يوجد لها مكان محدد يلتقي فيه البائعون بالمشتريين بشكل منتظم لممارسة عمليات البيع

والشراء وعليه يمكن تقسيم سوق النقد إلى ثلاث أنواع التالية¹:

أ. الأسواق المفتوحة

ويقصد بها التعامل بإسناد القروض والعملات الأجنبية والقبولات المصرفية، وغالباً ما يلجأ البنك المركزي لسياسة السوق المفتوحة لشراء وبيع الأوراق الحكومية أو لشراء وبيع النقد الأجنبي، فإذا رغب البنك المركزي من خلال سياسة النقدية في تقليص حجم الائتمان فإنه يلجأ ببيع الأوراق المالية التي يملكها لتخفيض كمية النقد المتاحة في السوق، وعلى عكس ذلك فإنه

¹ نبيلة نوي، مرجع سبق ذكره، ص 44.

إذا رغب في زيادة توسع البنوك في الائتمان فإنه يقوم بشراء الأوراق المالية ويدفع قيمتها نقدا ليزيد من كمية النقود المتداولة .

ب. أسواق الخصم

تعتمد أساسا الأوراق المالية القابلة للخصم كالأوراق التجارية ممثلة بالكمبيالات وشهادات الإيداع، حيث يتقاضى البنك المركزي سعرا من البنوك التجارية نظير إعادة الخصم للكمبيالات والأوراق المالية المختلفة، فهو يضم بيوت الخصم و بيوت القبول، والبنوك التجارية والبنك المركزي.

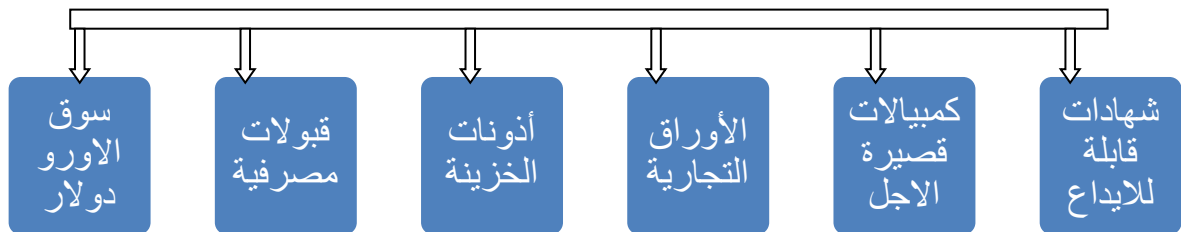
ج. سوق النقد تحت الطلب

وهي تشمل الودائع المصرفية والحسابات الجارية المدينة والدائنة على حدود سواء، وحقيقة هذا السوق أنه يجمع البنوك التجارية والمتخصصة، مما يتيح لمن لديه أرصدة نقدية فائضة فرصة إقراضها لمن يحتاج بشكل عاجل على شكل قروض قصيرة الأجل، كما نضيف هنا أسواق العملات الأجنبية وتحديدًا اليورو ودولار، فهذا السوق يكون أرصدة كبيرة من العملات : الدولار و اليورو، وتستخدم في تمويل التجارة الدولية.

أدوات سوق النقد

سنوضح أهم أدوات سوق النقد في الشكل التالي :

الشكل رقم 1: أدوات سوق النقد



أ. أدونات الخزينة:

تعتبر من أهم أدوات الدين التي تصدرها الحكومات في دول العالم المختلفة، وتتراوح فترة استحقاقها بين 3 أشهر و 12 شهر، لتمويل عجز الميزانية العامة للدولة ويتقدم لخصم هذه الأدونات جميع المتعاملين في سوق النقد، ويتم تداول هذه السندات عن طريق بيعها في المزاد العلني باستخدام مبدأ الخصم، أي تباع بسعر أقل من قيمتها الاسمية، وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على الإذن، ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يحصل عليه المستثمر¹.

وإذا ما قرر حامل الإذن التخلص منه قبل تاريخ الاستحقاق، فإنه يضمن على الأقل استرداد القيمة التي سبق أن دفعها لشرائه.

ب. الكمبيالات المصرفية :

تمثل الكمبيالات القصيرة الأجل التي تستخدم في تمويل التجارة الخارجية والداخلية، ولهذه الكمبيالات سوق يتمثل في البنوك التجارية وبعض بيوت السمسرة. وهي عبارة عن حوالة مصرفية أي وعد بالدفع مماثل للشيك، تصدره شركة معينة تطلب فيها من البنك أن تدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغًا محددًا من المال في المستقبل يحدد بتاريخ معين، ويقوم البنك بقبول الحوالة. لذا تمثل الكمبيالات المصرفية تعهدًا كتابيًا بإعادة مبلغ اقترضه شخص من أحد البنوك ويتراوح تاريخ استحقاقه حتى 6 شهور، ويمكن للبنك الاحتفاظ بالتعهد، الذي يمثل عقد الإقراض يتولد عنه فوائد حتى تاريخ الاستحقاق كما يمكنه بيعه لشخص آخر وبدوره يمكن بيعه لطرف ثالث وهكذا.

ج. شهادات الإيداع القابلة للتداول :

¹ السيد متولي عبدالقادر، مرجع سبق ذكره، ص 124.

تعتبر من أهم أدوات سوق النقد تصدرها البنوك تثبت حق العميل مقابل وديعة بمبلغ معين، ولا تعطي حاملها الحق في استرداد قيمتها من البنك المصدر إلا في تاريخ استحقاقها، أما قبل ذلك فإنه لا سبيل أمام حاملها سوى عرضها للبيع في السوق الثانوي الذي يتضمن البنوك التجارية والمستثمرين الوسطاء الذين يتعاملون بمثل تلك الشهادات.

وتصدر عن البنوك التجارية بقيم اسمية مختلفة وحسب مدة الوديعة لدى البنك المصدر، ولكنها دائما أقل من سنة، ويثبت عليها سعر الفائدة وطريقة احتسابها وسدادها. من المزايا التي توفرها شهادة الإيداع ما يلي¹:

- تمنح حاملها الفرصة للحصول على النقد قبل موعد الاستحقاق.
- معدل العائد في شهادة الإيداع أعلى من العائد على حساب التوفير ومن عائد السندات الحكومية.

- تتميز بدرجة عالية من السيولة والأمان نظرا لقبولها من البنك المركزي وتبني إصدارها من قبل المصارف.

د. الأوراق التجارية :

تعتبر الأوراق التجارية ضمن الأوراق المالية، عادة ما تصدر من قبل مؤسسات مالية تتمتع بمركز ائتماني متين أو من الشركات العربية يهدف تمويل احتياجاتها قصيرة الأجل، وتتعهد الجهة المصدرة بدفع مبلغ محدد في تاريخ معين، إلى المستثمر وتصدر لحاملها لمدة شهر أو تسعة أشهر لكنها تتميز بانخفاض سيولتها وارتفاع درجة المخاطر مقارنة بالأوراق المالية الأخرى، كونها غير مضمونة ويعتمد المستثمر على القدرة الإرادية للمصدر والثقة الائتمانية بها ، ولذلك تصدر بمعدل عائد مرتفع نسبيا وبدخل ثابت ويتم تداولها على أساس سعر الخصم.

¹ دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص72.

وتصدر بدون ضمانات سبب سمعة هذه الشركات ومركزها الائتماني بالسوق المالي، ومن أهم خصائصها:

- يتم تداولها في السوق الثانوي على أساس سعر خصم معين وبدخل ثابت.
- تكون عوائدها عادة أكثر من عوائد أذونات الخزينة بسبب ارتفاع درجة المخاطر.

هـ. اتفاقيات إعادة الشراء

وهي اتفاقيات تعقد على القروض قصيرة الأجل تقدم بضمانات حكومية، تتراوح فترات تسديدها عادة ما بين يوم واحد إلى أسبوعين.

تستخدم هذه الاتفاقيات عند محاولة إحدى الشركات تحريك أموالها المعطلة في حساب مصرفي معين وذلك عن طريق شراء أذونات الخزينة من أحد المصارف لفترة قصيرة جداً، على أن يوافق المصرف المعني بإعادة شراء هذه الأذونات في وقت سدادها بسعر أعلى بقليل من سعر الشركة المشترية لها، وبذلك يمكن للمصرف أن يتصرف بمبلغ القرض وتحتفظ الجهة الدائنة بأذونات الخزينة كضمان حتى يجري تسديد هذا المبلغ.

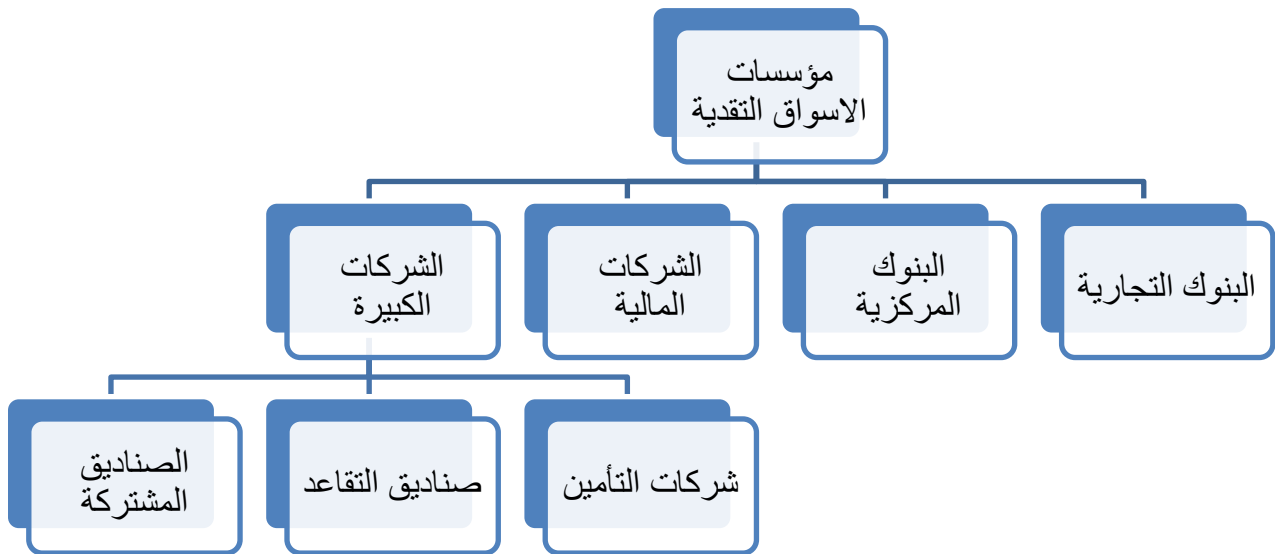
و. قبولات مصرفية

تعد من أقدم الأدوات المعتمدة لتسهيل التبادل التجاري والتي بدأ استخدامها في أوروبا منذ القرن الثاني عشر، ولم تصبح من الأدوات الرئيسية في الأسواق النقدية إلا في ستينات القرن الماضي. وعلى أية حال تصدر القبولات المصرفية عن البنوك التجارية عادة مقابل خصم معين وذلك كوثائق دفع آجلة. وبما أن القبولات المصرفية أداة نقدية قصيرة الأجل فإن فترات تسديدها تحددت غالباً ما بين 30 يوماً و270 يوماً.

مؤسسات الأسواق النقدية

إن أهم المؤسسات التي تؤدي دوراً رئيسياً في الأسواق النقدية نذكرها في الشكل الآتي:

الشكل رقم 2: مؤسسات السوق النقدية



أ.البنوك التجارية

تقوم البنوك التجارية بوظيفتين أساسيتين في سوق الخصم كما يلي:

ـ توفر لبيوت الخصم من خلال الاقتراض المباشر للأرصدة اللازمة لشراء الكمبيالات.

ـ تقوم البنوك بشراء الكمبيالات والاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق.

من خلال الوظيفة الأولى يظهر لنا أنه لا تتوفر عادة بيوت الخصم أرصدة نقدية كافية لمواجهة الطلب على خصم الكمبيالات من المتعاملين، ويتم التغلب على ذلك من البنوك التجارية التي توفر الائتمان اللازم لبيوت الخصم لغرض شراء أو خصم الكمبيالات المطلوبة بسعر فائدة منخفض.

ب.البنوك المركزية:

تتصدر البنوك المركزية قمة الأجهزة المصرفية لما لها قدرة على تحويل الأصول الحقيقية إلى أصول نقدية والأصول النقدية إلى حقيقية فهي التي تقوم بإصدار النقد، وللبنوك المركزية دور في السوق المالي من خلال¹:

-توجيه السياسة النقدية

-مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي الإجباري

-مراقبة عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية

-ممارسة سياسة السوق المفتوحة، بالإشراف على أدوات السوق النقدي من بيع وشراء للسندات وأدوات الخزينة مثلاً.

-إصدار النقد وعرضه في السوق مع مراقبة وضبط سعر الفائدة بما يحقق الازدهار الاقتصادي.

وهكذا يرتبط البنك المركزي بسوق الخصم من خلال ما يطرحه من أدوات الخزينة في السوق النقدية نيابة عن الحكومة.

ج. الشركات المالية:

وهي شركات وساطة مالية تقوم ببعض الأعمال الاستثمارية لصالح محفظتها المالية كالتعهد والتغطية، فقد اهتم السوق المالي والنظام المصرفي بتطوير خدمات الوساطة المالية وتنشيط التعامل في السوق الثانوي وعمليات السوق الأولى.

وتؤدي الشركات المالية (المصرفية وغير المصرفية) دوراً هاماً في كل منها.

-تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها.

-خلق الفرص الاستثمارية.

-تقارب بين العرض والطلب في عمليات السوق المالية.

1 - دريد آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص30.

د. الشركات الكبيرة: وتشمل شركات التأمين، صناديق التقاعد، وصناديق الاستثمار حيث تتجمع لديها مبالغ ضخمة موزعة على أكثر من دولة واحدة، حيث تعمل هذه المؤسسات داخل السوق النقدي لتلقي بالبائعين والمشتريين في مختلف الصور وأشكال القروض قصيرة الأجل، وهي التي تتلقى المدخرات والفوائض وتعرضها للمتعاملين لهدفين:

-تلبية احتياجات الوحدات العاجزة نقديا.

-تحقيق الأرباح والفوائد المالية.

هـ. سوق اليورو ودولار: يحتل الدولار الأمريكي أهمية بين العملات الأجنبية نظرا للأسباب التالية:

- تمتعه بالاستقرار و الثبات النسبي و ذلك لضخامة الاقتصاد الأمريكي .

- و للسبب أعلاه يصبح الدولار أمانا للاستثمار .

- وسيلة لتسوية المدفوعات الخارجية ،وتنفيذ معظم الصفقات المالية ويعود مصطلح اليورو دولار إلى (EUROPE) و تعني أوروبا و Dollar وهي عملة ولايات المتحدة ،و يعني ذلك الدولار الأمريكي المودع في أوروبا وتعود أسباب نشوء هذا السوق إلى :

✓ قيام الإتحاد السوفياتي بإيداع ما لديه من دولارات أمريكية في حساب له في بنك فرنسي اسمه (اليورو بنك EURO BANK) حيث كان يعتمد الإتحاد السوفياتي على الدولار الأمريكي في معاملاته التجارية مع الخارج

✓ اتخاذ الولايات المتحدة قرارا بتحديد سعر الفائدة على حسابات التوفير في حدود 5,25 % وارتفاع أسعار الفائدة في أوروبا مما شجع الشركات الأمريكية للخروج والاستثمار بأوروبا

✓ توجه فوائض الدول النفطية للاستثمار في المصارف الأوروبية

هذه العوامل ساعدت بدور واضح مع ظهور سوق اليورو و الدولار و الذي يعني أي دولار أمريكي مودع خارج بلده

ويعرف على أنه عبارة عن ودائع بنكية بعملات تختلف عن عملة البلد الذي يوجد فيه البنك وهناك شرطان أساسيان لأن تكون الوديعة أوروبية (دولية) هي أولا المؤسسة التي تقبل الوديعة يجب أن تكون بنكا تجاريا و المودع يمكن أن يكون بنكا آخرا أو أي شخص أو مؤسسة أخرى غير بنكية و ثانيا أن يكون مكان البنك خارج البلد الذي تحمل الوديعة عملته و من فوائد هذا السوق نذكر :

- أدى إلى زيادة عرض الأموال بالعملات الأجنبية مما سهل عمليات التمويل فيه ونفض بالتالي مما تكلفها.

- انخفاض الفروقات بين أسعار الفائدة على القروض الدولية في أسواق اليورو دولار
- بسبب حرية حركة الأموال في هذا السوق، انعكست آثار ذلك على أسعار العملات المحلية المقومة بالعملة الأجنبية . فصارت أسعار الصرف لهذه العملات تتقلب حسب زيادة أو انخفاض عرض العملات الأجنبية في سوق اليورو دولار.

2.2. سوق رأس المال

سوف نتطرق لمفهوم وأدوات سوق رأس المال.

مفهوم سوق رأس المال:

يمثل سوق رأس المال المكون الثاني للسوق المالية حيث تمثل السوق التي يتم التعامل فيها بالأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل، سواء كانت هذه الأدوات تعبر عن دين كالسندات أم تعبر عن ملكية مثل الأسهم، سواء كان البيع لهذه الأوراق للمرة الأولى أم تداولها بعد إصدارها. تعتبر سوق رأس المال مجموعة المؤسسات والعلاقات التي من خلالها تتعامل قوى العرض والطلب على الأصول المالية بشكل عام، وعلى الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل بشكل خاص¹، فهي إذا تمثل آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن

1 - حمزة محمود الزبيري، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة وراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى ، 2001، ص.114

تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي، ويعكس وجود أسواق الأوراق المالية فوائد، تعود على كل مصدري الأوراق المالية (مقرضين) ومشتري الأوراق المالية (مستثمرين)¹.

من خلال ما تقدم يظهر لنا أن أطراف سوق رأس المال تتكون من مجموعتين هما:

- **المجموعة الأولى:** مجموعة المدخرين (العارضين لرؤوس الأموال) وهم المقرضين أو المشاركين من الحكومات والأفراد والمؤسسات المالية كالبنوك التجارية وشركات التأمين وصناديق المعاشات.

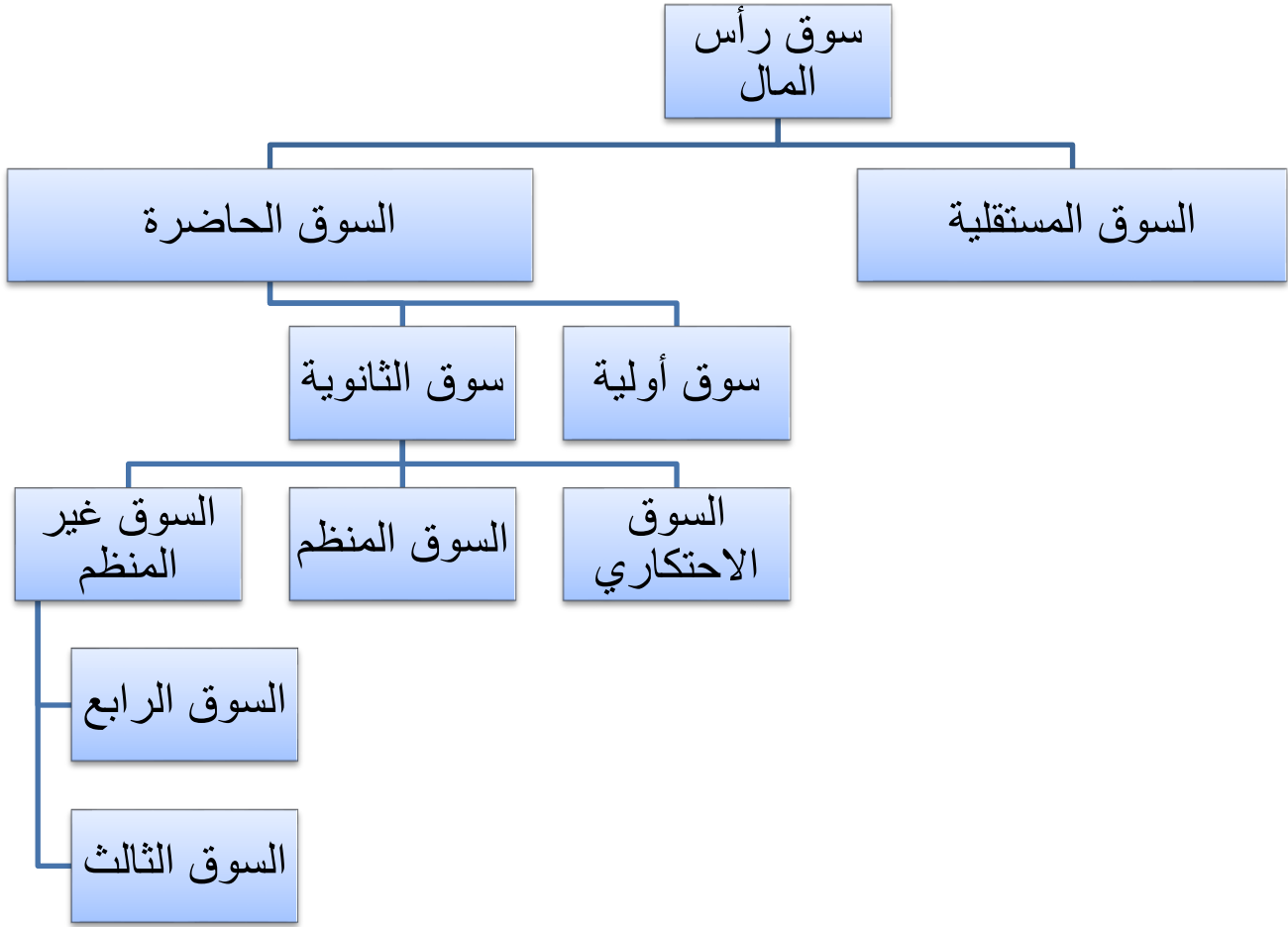
- **المجموعة الثانية:** مجموعة المستثمرين (الطالبين للأموال) وهم المقرضين من الحكومات والشركات وأفراد ومصدري الأسهم مثل شركات المساهمة.

مكونات سوق رأس المال

تتكون أسواق رأس المال من السوق الحاضرة والسوق المستقبلية ويمكن تحديد أنواعها من حيث شروط التداول فيها إلى عدة أسواق هي كما يلي:

الشكل رقم 3: مكونات سوق رأس المال

1 - عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص 6



أ. **السوق الحاضرة:** وهي الأسواق التي تتعامل في الأوراق طويلة الأجل كالأسهم والسندات ويتم خلالها انتقال ملكية الورقة عند إتمام الصفقة ودفع قيمة العقد، أي يتم تنفيذ الصفقات بصورة أنية مباشرة بعد عقد هذه الصفقات. وهي تتضمن :

السوق الأولية (سوق الإصدار)

تتعامل هذه السوق في الأوراق المالية طويلة و متوسطة الأجل (الأسهم العادية، السندات...الخ) التي تصدرها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل احتياجاتها المالية، وتتمثل الإصدارات في هذه السوق في إصدارات الأسهم التي تطرحها الشركات المساهمة للاكتتاب عند تأسيسها، أو الأسهم التي تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رؤوس أموالها، بالإضافة إلى السندات سواء كانت

صادرة عن شركات أو عن شخصية من الشخصيات الاعتبارية التي يحق لها الإصدار، ويمثل عرض الأوراق المالية في سوق الإصدارات في نفس الوقت الطلب عن لاستثمار¹.

ويتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات باستخدام ثلاثة أساليب هي²:

- أن تتولى مؤسسة مالية متخصصة عادة ما تسمى ببنك الاستثمار أو المتعهد عملية الإصدار لحساب الشركة أو الجهة الحكومية، ولا يخرج بنك الاستثمار عن كونه وسيط بين المستثمرين المحتملين للورقة المالية المصدرة والجهة التي قررت إصدارها.

- أن تقوم جهة الإصدار بنفسها أن تقوم بالإتصال مباشرة بعدد من المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة، لكي تبيع الأسهم والسندات المصدرة.

- أسلوب المزاد، وبمقتضى هذا الأسلوب تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شراؤها، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار، وعادة ما يتم استخدام ذلك الأسلوب لتصريف إصدارات السندات الحكومية وأذون الخزانة.

وتعد السوق الأولية هي الأولى التي تحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها، وتبعاً لذلك فهي بمثابة سوق الاستثمار الحقيقي لتلك الوحدات وسوق الاستثمار المالي للوحدات المشتري للأوراق المالية.

السوق الثانوية أو سوق تداول الأوراق المالية

هي السوق التي يتم من خلالها تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في الأسواق الأولية بين المستثمرين، حتى أصبحت تعرف بسوق الإصدارات القديمة، لذلك تعبر السوق الثانوية عن "المكان الذي تتم فيه جميع المعاملات المالية بيعاً وشراءً، والتي تترتب عليها

1 . محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية ، 2005، ص26

2 . عاطف وليم أندوروس، مرجع سبق ذكره، 2005، ص 7.

نقل ملكية الأوراق المالية السابق إصدارها من بائع لمشتري طبقا لسعر السوق السائد للورقة المالية وقت البيع وال شراء .

والجدير بالذكر أن السوق الثانوية تكون في أحيان كثيرة أهم من السوق الأولية، حيث إذا كانت السوق الأولية تتيح للمستثمرين الحصول على ما يحتاجونه من رؤوس الأموال فإن السوق الثانوية تقوم بتوفير عامل السيولة لجملة الإصدارات¹. فبدون هذه السوق يضطر الحملة للاحتفاظ بما لديهم من أدوات مالية حتى ميعاد استحقاقها، وبالتالي فإنه بالرغم من كونها تمثل استثمارا ماليا بحتا إلا أنها تسهل من تمويل الاستثمار الحقيقي. وعليه فالسوق الثانوية تؤدي الوظائف أدناها²:

- تحديد سعر عادل للأوراق المالية محل التداول فيما يسمى بعملية استكشاف السعر.
 - إتمام المعاملات عند ذلك السعر بسرعة ويسر (توفير السيولة).
 - المساعدة على إتمام المعاملات عند أدنى قدر ممكن من التكلفة.
- ويتم التداول في السوق الثانوية باستخدام احد الأسلوبين:
- أسلوب التفاوض، حيث يقوم كل وسيط بإعلان أسعار العرض أو الطلب وفي ضوءها يتم التفاوض للوصول إلى سعر إتمام الصفقة.
 - أسلوب المزاد العلني، والذي يمكن من خلاله الوصول إلى أفضل الأسعار بالنسبة للبائع والمشتري.

وتتخذ السوق الثانوية شكلين هما:³

1 محفوظ جبار ، سامية عمر عبده ، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الوطني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، سطيف، 2006.

2 . عاطف وليم أندوراوس، مرجع سبق ذكره ، 2005، ص ص 8-9.

3 - عاطف وليم أندوراوس، مرجع سبق ذكره ، 2005، ص 9.

- **السوق المنظمة**، وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تتحد أسعارها من خلال تفاعل قوي للعرض والطلب، لأن التعامل يجري في مكان مادي محدد في الكثير من الحالات.

- **السوق غير المنظمة**، و يطلق اصطلاح الأسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجري خارج السوق المنظمة. فهي سوق تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة في البورصة أو غير المسجلة فيها. ويتم التعامل في هذه السوق في أوقات غير أوقات العمل الرسمية للبورصة، وليس هناك مكانا محددا لعقد الصفقات فيها، حيث يتم التعامل من خلال شبكة معقدة من الاتصالات الفورية التي تتمثل في خطوط تلفونية، أو أطراف الحاسب الآلي أو غيرها من وسائل الاتصال الالكترونية التي ترتبط بين السماسرة والتجار والمستثمرين.

ويتحدد سعر الورقة في السوق غير المنظمة بالتفاوض. وعادة ما تسبق عملية التفاوض هذه محاولة الوقوف على الأسعار التي تعرضها مختلف التجار وتتضمن السوق غير المنظمة أسواقا فرعية أخرى هي السوق الثالثة والسوق الرابعة.

و تمثل السوق الثالثة قطاع من السوق غير المنظمة الذي يتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، ولكن لهم حق التعامل في الأوراق المالية المصدرة في تلك الأسواق. وتنشأ السوق الرابعة عن طريق المؤسسات المالية والاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية بكميات كبيرة، بهدف الحد من العملات التي يتقاضاها السماسرة في الأسواق الأخرى.

ب. السوق المستقبلية

وهي الأسواق الآجلة أي العقود الآجلة التي تتعامل بالأسهم والسندات خلال عقود و اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

أنواع أدوات سوق الأوراق المالية

يمكن تقسيم أدوات سوق الأوراق المالية إلى ثلاث مجموعات أساسية هي: أدوات الملكية، وأدوات الدين، والمشتقات.

أ. أدوات الملكية

يمكن تقسيم أدوات الملكية إلى نوعين هما: ¹الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

الأسهم العادية

يمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية. القيمة الاسمية تتمثل في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، والقيمة الدفترية تعادل قيمة حقوق الملكية (الاحتياطات، الأرباح المحتجزة، الأسهم العادية) مقسوما على عدد الأسهم العادية المصدرة. أما القيمة السوقية فهي القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الاسمية أو الدفترية.

وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس إلا أنه يمكن أن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم الذي يعطي المستثمر الحق في الحصول على جزء من سهم أو سهم كامل، وربما أكثر من ذلك عن كل سهم يملكه وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة، وعادة عملية استحقاق الأسهم لا يترتب عليها أي أثر على القوة الايرادية للشركة غير أن الهدف من هذه العملية زيادة الطلب على أسهم الشركة وزيادة قاعدة الملكية.

ولا يجوز لحامل السهم العادي الرجوع على المؤسسة المصدرة لاسترداد قيمته وإذا أراد التخلص من السهم فليس أمامه سوى عرضه للبيع في سوق الأوراق المالية، وفي حالة الإفلاس

1 . منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص8.

ليس هناك ما يضمن أن يسترد القيمة التي سبق أن دفعها لشراء السهم، بل قد لا يسترد شيئاً منها على الإطلاق.

وليس من حق حامل السهم العادي المطالبة بنصيبه من الأرباح إذا لم تحقق الشركة أرباحاً وتقرر توزيعها. إلى جانب ذلك، يصبح صاحب السهم العادي له حق نقل ملكيته بالبيع أو التنازل أو بأي طريقة أخرى، وأيضاً له الحق في التصويت في الجمعية العمومية إلى جانب ذلك فمسؤوليته محدودة بحصته في رأس المال.¹

وبصورة عامة، تختلف الأسهم العادية عن غيرها من أدوات سوق رأس المال في خصائص عديدة أهمها:

- حق الملكية: حيث يكون المساهم مالكا جزئياً لموجودات الشركة وذلك بقدر نسبة مساهمته في الأسهم المعروضة، وأن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة.
- إن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام، وفي الغالب يجري ذلك بالنسبة لهؤلاء المالكين من خلال جزء من حصص المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه سابقاً من الأسهم.
- يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسهم التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية، غير أنهم لا يحق لهم مطالبة الشركة بقيمة هذه الأسهم قبل تصفيتها وبذلك فإن الأسهم العادية قابلة للتحويل إلى سيولة حينما يحتاج أصحابها إلى ذلك.
- يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية.

- تتسم أسهم الكثير من الشركات ببعض المرونة من حيث الملكية، فهي قد تصدر بصيغ مختلفة (تسجل عليها أسماء مالكيها، تصدر لأمر أي شخص، حرة من حيث الملكية).

-تظهر قيم الأسهم العادية في عدة حالات هي القيمة الاسمية) تظهر عند الإصدار أو الاكتتاب)، القيمة الدفترية (تعادل قيمة السهم عند التصفية وتشمل جميع قيم الموجودات، المادية والمالية والنقدية مطروح منها الالتزامات)، القيمة السوقية، خلال التداول تخضع لقوى العرض والطلب.

بجانب الهندسة المالية ظهرت بفضل الهندسة المالية أنواع جديدة من الأسهم العادية وهي كالتالي:

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:الأصل أن يكون للشركة مجموعة واحدة من الأسهم العادية، ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح الذي حققتها الشركة ككل، ولكن بعض الشركات الأمريكية أصدرت في الثمانينيات أنواع أخرى من الأسهم الإنتاجية يرتبط كل نوع منها بالأرباح التي يحققها قسم معين من الأقسام المنتجة بالشركة وعلى الرغم من المزايا التي يحققها هذا النوع الجديد من الأسهم إلا أنه خلق نوعا من تضارب المصالح بين المشتريين.

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية لا يعتبر الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة، وفي الثمانينيات من القرن العشرين صدر في الولايات المتحدة الأمريكية تشريع ضريبي، يسمح للشركات التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها، بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل احتساب الضريبة، إضافة إلى إعفاء المؤسسة المالية التي تمنح قرضا لصندوق العاملين من دفع الضريبة على 50% من الفوائد التي تحصل عليها.

- الأسهم العادية المضمونة: في سنة 1984 ولأول مرة في أمريكا أسهمها تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محدّدة عقب الإصدار بغرض تجنب مخاطر انخفاض قيمة السهم أدنى من قيمة شراءه

والتعويض يكون إما في صورة أسهمًا عادية إضافية أو في صورة نقدية أو في صورة أسهمًا ممتازة.

- **أسهم المؤشرات:** وهي أوراق مالية تعطي لحاملها حق شائع على محفظة مماثلة لمكونات أحد مؤشرات البورصة حيث قيد السهم للمؤشرات في بورصة نازداك في 10 مارس 1999 وهو سهم نازداك 100 الذي يساعد البورصة على تحقيق نجاح في هذا الجانب.

الأسهم الممتازة

يطلق على الأسهم الممتازة الأوراق المالية المهجنة، حيث أنها تجمع في خصائصها بين الأسهم العادية والسندات، فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على هذا العائد قبل حملة الأسهم العادية وكذلك الحال عند التصفية، وهي تشبه الأسهم في تواجدها فهي دائمة رغم الاتجاه الحالي لتكوين احتياطات لإعادة شراء هذه الأسهم وتدفع التوزيعات بعد الضريبة كما يتم بالنسبة للأسهم العادية فهي لا تعتبر في حكم النفقات كالفوائد التي تعفى من الضريبة.¹

والأصل في الأسهم الممتازة أن تكون تراكمية، بمعنى أنه في حالة عدم تسديد التوزيعات الدورية فإنها تتراكم ويتعين سدادها كاملة قبل إجراء أي توزيع لحملة الأسهم العادية، بيد أنه قد ينص في عقود تأسيس بعض الشركات على أن الحق في التوزيعات تكون فقط في السنوات التي تحقق فيها الشركة أرباحاً.

وبالنظر إلى الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل، فإن تكلفتها تتميز بالارتفاع النسبي إذا ما قورنت بتكلفة الاقتراض، ومرد ذلك أن توزيعات الأسهم الممتازة، كما سلف الذكر بخلاف السندات، لا تعد من التكاليف واجبة الخصم عند تحديد الدخل الخاضع للضريبة ومن ثم لا تحقق المؤسسة أي وفورات ضريبية. وإلى جانب ذلك، يتعرض حملة الأسهم لمخاطر أعلى من

1 . عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص 41.

المخاطر التي يتعرض لها المقرضون، وتبعاً لذلك، يطالبون بمعدلات أعلى للعائد، في حين أن المقرضين يحصلون على عائد دوري دون النظر إلى نتيجة نشاط الشركة.

ومنه تتميز الأسهم الممتازة بالخصائص الآتية:

- يحدد العائد بنسبة معينة (ثابتة) من قيمة الأداة أو الأرباح المحققة.
 - لأصحاب الأسهم الممتازة حق الأولوية عند تخصيص عوائد الشركة للتوزيع.
 - هناك فترات محددة للاحتفاظ بالأسهم الممتازة بعكس الأسهم العادية تستمر حتى نهاية (التصفية) الشركة.
 - تضمن الشركة حقوق الأسهم الممتازة بموجداتها الاستثمارية.
 - لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشح لعضوية مجلس الإدارة أو التدخل في القرارات أو الشؤون الإدارية المختلفة.
- بجانب الهندسة المالية ظهرت بفضل الهندسة المالية أنواع جديدة من الأسهم الممتازة وهي كالتالي:

- **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** الأصل في الأسهم الممتازة أنها ذات عائد ثابت، أما عن الاتجاهات الحديثة بشأن الأسهم الممتازة، هو إصدار أسهم ذات توزيعات متغيرة تعطي حاملها الحق في الحصول على عائد كل ثلاث شهور، حيث يتغير هذا العائد وفقاً للتغيرات التي تطرأ على معدل الفائدة على سندات الحكومة، وعادة لا تقل التوزيعات لهذا النوع من الأسهم عن 75%.
- **الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت:** يعطي هذا النوع من الأسهم الممتازة لحاملها الحق في التصويت في مجلس الإدارة، وذلك كنوع من التعويض، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للأسهم المضمونة التي يمتلكونها عن حد معين.

- **الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:** هي أسهم ممتازة يمكن تحويلها إلى أسهم عادية إذا ما رغب حاملها بذلك، وعادة ما تكون قابلة للاستدعاء وذلك بهدف إجبار حالها إلى تحويلها في حالة ما إذا كانت قيمة التحويل أعلى من سعر الاستدعاء ويحدد في نشرة الإصدار طريقة تحويل الأسهم الممتازة ونسبتها وكذلك موعد تحويلها منذ بداية الإصدار.

- **الأسهم الممتازة ذات صكوك الشراء:** وهي صكوك تصاحب أسهما ممتازة، تمنح صاحبها أو حاملها خيار شراء عدد معين من الأسهم العادية الصادرة عن الشركة مستقبلا وبسعر معين متفق عليه خلال فترة زمنية محددة، ويمكن تداول هذه الصكوك بذاتها أو يتم تداولها مع السهم المصاحب لها.

. أدوات الدين

تمثل أدوات الدين اتفاقا تعاقديا بين المقرض والمقترض، ترتب بموجبه للمقرض مدفوعات ثابتة فضلا عن سداد قيمة أصل الدين. وترتب أدوات الدين فوائدها بأحد الأسلوبين: إما سدادها دوريا، أو من خلال بيع الأوراق المالية المصدرة بسعر خصم يقل عن القيمة الاسمية للورقة المصدرة، على أن يتم استرداد كامل القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق.

ويمكن تقسيم أدوات الدين تبعا لجهة إصدارها إلى أدوات دين حكومية، وأدوات دين غير حكومية.

ويتم تقسيم أدوات الدين إلى مايلي :

أ. أدوات الدين الحكومية

تؤدي الأوراق المالية الحكومية دورا هاما في الاقتصاد الكلي، فبالإضافة إلى أهميتها المالية باعتبارها مصدر غير تضخمي لتمويل الميزانية العامة بتكلفة معقولة إذا ما قورنت بمصادر التمويل الأخرى كالقروض من البنوك التجارية، فإنها تكسب أهمية خاصة في مجال

تطبيق السياسة النقدية.¹ إذ أن سعر الفائدة على الأوراق المالية الحكومية يعكس سعر الفائدة الخالي من الخطر والذي يتخذ كأساس لتحديد أسعار الفائدة ومعدلات العائد على الاستثمار في أنواع الأصول المالية الأخرى.

ويمكن تقسيم الأوراق المالية الحكومية إلى أذون الخزانة والسندات الحكومية.

أذونات الخزينة

تمثل أذونات الخزانة أوراقا مالية حكومية قصيرة الأجل، لا يزيد تاريخ استحقاقها عن سنة. وتتميز أذونات الخزينة بسهولة التصرف فيها دون أن تعرض حاملها إلى خسائر رأسمالية. فالإذن عادة ما يباع بخصم أي بسعر أقل من قيمته الاسمية وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على الإذن، ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يجنيه المستثمر. وإذا ما قرر حامل الإذن (المستثمر) التخلص منه قبل تاريخ الاستحقاق، فإنه يضمن - على الأقل - استرداد القيمة التي سبق أن دفعها لشرائه.²

السندات الحكومية

تمثل السندات الحكومية صكوك مديونية متوسطة وطويلة الأجل، تصدرها الحكومات بهدف الحصول على موارد غير تضخمية، لتغطية العجز في الموازنة أو بهدف مكافحة التضخم. وفي الدول التي تأخذ بنظام الحكم المحلي قد يعطى حق إصدار تلك السندات للحكومات المحلية إلى جانب الحكومة المركزية.³ وتتمتع سندات الحكومة المركزية بجاذبية أكبر من السندات التي تصدرها الحكومة المحلية، ذلك أن الأولى تتصف بتضاؤل مخاطر التوقف عن السداد، إذ يمكن للحكومة المركزية زيادة مواردها لخدمة الدين العام من خلال فرض ضرائب جديدة أو من خلال الإصدار النقدي، في حين أن الحكومات المحلية لا تتمتع بحق الإصدار

1 . عاطف وليم أندوروس، مرجع سبق ذكره، 2005، ص 19.

2 . منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1999، ص ص 66، 67.

3 . عاطف وليم أندوروس، مرجع سبق ذكره، 2005، ص 20.

النقدي وتنخفض قدرتها على فرض الضرائب. وتصدر الحكومة المركزية الأمريكية سندات الخزنة لأجل تتراوح بين (7-30) سنة يحق لحاملها بيعها إلى طرف آخر دون انتظار تواريخ الاستحقاق. وقد تتضمن تلك السندات حق الحكومة في استدعاء السند بقيم وتواريخ محددة سلفاً.

ب. أدوات الدين غير الحكومية (سندات الشركات)

تمثل سندات الشركات أهم أدوات الدين غير الحكومية، وهي تمثل صكوكاً قابلة للتداول، يعتبر حاملها دائناً في مواجهة الجهة المصدرة، وله الحق في الحصول على دخل ثابت يدفع سنوياً أو نصف سنوي دون النظر للدخل الذي حققته الشركة. ولحملة السندات الحق في الحصول على فوائد قبل دفع أي توزيعات لحملة الأسهم الممتازة والعادية، كما لهم الأولوية في الحصول على كافة حقوقهم في حالة تصفية الشركة.

وبخلاف حملة الأسهم العادية، فإن حملة السندات ليس لهم الحق في حضور الجمعية العمومية وليس لهم حق التصويت والتدخل في إدارة الشركة. والأصل في السندات أن تكون ذات عوائد داخلية، الأمر الذي قد يعرضها للتآكل بفعل معدلات التضخم المتزايدة.

ومن أهم خصائص السندات ما يلي:

- أداة استثمارية ثابتة الدخل بمعدل الفائدة السنوي المتفق عليه في شروط الإصدار.
- للسندات فترة إطفاء محدّدة إذ يتم إطفاء قيمة السند عند حلول موعد الاستحقاق المثبت في وثيقة الإصدار، ويرتبط معدل الفائدة على السند بفترة الإطفاء وسعر الفائدة السائد في السوق.
- يعد السند من الأوراق المالية القابلة للتداول في السوق المالي، ويسمح لحامله ببيعه ونقل ملكيته، وتساهم خاصية التداول في توفير السيولة لحاملي السندات عند تداولها في السوق الثانوي.

واستحدثت في الثمانينات من القرن العشرين سندات لها سمات تختلف عن سمات السندات التقليدية من أهمها:

- **سندات لا تحمل معدل الكبون:** تباع بخصم على القيمة الاسمية على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق، كما يمكن بيعها في السوق بالسعر السائد إذا رغب حاملها في التخلص منها قبل تاريخ الاستحقاق.

- **سندات المشاركة:** تعطي للمستثمر حق ليس فقط في القوائم الدورية بل في جزئ من الأرباح المنظمة.

- **سندات ذات الدخل:** إن حامل هذا النوع من السندات، ليس له الحق في المطالبة بالفوائد في السنوات التي لا تحقق فيها الشركة المصدرة للسند أرباحاً فإذا حققت الشركة فإن حامل السند سيحصل على فائدة أعلى من سعر الفائدة الثابت على السندات الأخرى.

- **السندات الرديئة (متواضعة الجودة):** حيث تباع السندات بقيمة أقل من قيمتها الاسمية، على أن يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند الاستحقاق، كما يحق لحامل هذا النوع من السندات أن يبيعها في السوق بالسعر السائد قبل تاريخ الاستحقاق.

- **سندات ذات معدل فائدة متغير:** استحدث هذا النوع لمواجهة التضخم والآثار المترتبة عليها من ارتفاع معدلات الفائدة، انخفاض القيمة السوقية للسندات، لذا فإنه يتم تحديد سعر الفائدة مبدئي ولمدة معينة ويتم إعادة النظر في هذا المعدل في نهاية المدة وتعديله وفقاً لمعدلات الفائدة السائدة في السوق.

- **سندات قابلة للتحويل:** هي تلك السندات التي ينص عقد إصدارها على إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية وذلك بعد فترة من تاريخ إصدارها وذلك بموجب تحديد سعر التحديد.

- **سندات صكوك الشراء:** تعرف بأنها حق اختيار طويل الأجل تصدره الشركة، ويعطي حاملها الحق في شراء عدد معين من أسهم الشركة بسعر محدد.

-السندات المضمونة بأصول (توريق): هي أدوات يتم تداولها في البورصة وتكون مضمونة بأصل له عائد أو إيراد تمتلكه الشركة المصدرة، وهي أدوات تجلب المستثمرين لارتفاع عوائدها ومن الممكن تضيق السندات المضمونة بأصول إلى سندات رهن عقاري أو سندات غير عقارية مثل ديون المشروعات الصغيرة، والسيارات المؤجرة والأوراق التجارية المضمونة بالأصول وبطاقات الائتمان...إلخ.

3.2. المشتقات

تمثل المشتقات أدوات ترتب لحاملها التزاما واختيارا لشراء أو بيع أصل مالي. تشتق قيمها من أسعار الأوراق المالية الأصلية (قد تكون أسهما أو سندات أو مجموعة من الأسهم والسندات). وتعد المشتقات أحد أهم ملامح التطور في أسواق المال.¹ وقد بدأ التعامل فيها مع أوائل السبعينيات مع التقلبات الحادة التي شهدتها العديد من الأسواق المالية في كل من أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأصول المالية، حيث تستخدم هذه الأدوات في التحكم في الخطر المصاحب للاستثمار في محافظ الأوراق المالية وكذلك الخطر المصاحب لإصدار الأوراق المالية. ولا يقتصر استخدام المشتقات بغرض التحوط ضد المخاطر في مجال الاستثمار المالي فقط بل يمتد إلى الأصول المالية الأخرى. وثمة أنواع من أدوات المشتقات لعل أهمها عقود الخيارات، العقود المستقبلية، والعقود الآجلة.

للمشتقات عدة أنواع يذكر منها ما يلي :

. أنواع المشتقات المالية

يمكن تمييز الأنواع الآتية من المشتقات كما يلي:

أ.العقود الآجلة

مفهوم العقود الآجلة:

1 . عبدالكريم احمد قندوز، المشتقات المالية، مؤسسة الوراق، الأردن، الطبعة الأولى، 2014 ، ص81

العقود الآجلة هي مشتقة بسيطة أي أنها اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي مقابل سعر معين محدد مسبقا، ويكون العقد عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من الشركات، ولا يتم تداوله في البورصات عادة.¹

ويتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركزا طويلا ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد تم الاتفاق عليه، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر، وسوف يشار للسعر المحدد في العقد الآجل باسمه سعر التسليم ووقت الدخول في العقد يتم اختيار سعر التسليم بحيث تكون قيمة العقد الآجل صفر بالنسبة للطرفين، ويعني ذلك أن اتخاذ مركز قصير أو طويل لا يكلف شيئا.

من التعريف لا تختلف العقود الآجلة عن المستقبليات باستثناء معيار التداول حيث يتم تداول المستقبليات في الأسواق المالية بينما لا يتم تداول العقود ولا يوجد لها سوقا ثانوية. وتبعا لذلك، فإن العقود الآجلة لا توفر الحماية لطرفي العقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد، حيث لا يمكن التخلص منها بيعا في الأسواق المالية كما هو الحال بالنسبة للمستقبليات.

أنواع العقود الآجلة

يمكن تصنيف العقود الآجلة إلى أصناف من أهمها:

العقود الآجلة لأسعار الفائدة: وتستخدم هذه العقود في الحماية ضد تقلبات أسعار الفائدة، وهنا يتم الاتفاق على سعر فائدة على قرض معين يتم الحصول عليه في المستقبل ويتم تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق وحتى تاريخ التنفيذ.

1 . طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية ، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2001 ، ص12.

العقود الآجلة لأسعار الصرف: وهي اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معينة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية وذلك في تاريخ آجل وبسعر يتم الاتفاق عليه عند كتابة العقد ويتم تثبيته حتى تاريخ التنفيذ وتستخدم هذه العقود للحماية ضد مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، إلا أنه يأخذ عليها عدم قابليتها للتحويل والتنازل عنها ولا يمكن الاستفادة من تحرك أسعار الصرف عند تنفيذ العقد مستقبلاً نظراً لالتزام بسعر تم تحديده مسبقاً.

خصائص العقود الآجلة

يمكن حصر السمات المميزة لهذه العقود فيما يلي:

- المرونة حيث لا تكون العقود الآجلة بصفة عامة معيارية وهذا يعني أن كلا من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد.
- مقارنة بالمشتقات الأخرى فهي لا تتمتع بالسيولة، حيث إذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصاً آخر ليحل محله ويقبل أن يتم بيعه إياه (بيع العقد له).
- يتضمن العقد مشكلة محتملة وهي مخاطر العجز أو مخاطر الائتمان أي العجز عن السداد وهي مخاطر ناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد الآجل على الوفاء بالتزاماته.
- يتحدد الربح أو الخسارة من العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي تم تصميمه في العقد من خلال الاتفاق بين طرفي العقد.
- في تاريخ انتهاء صلاحية العقد تتحقق قيمة الأصل الآجل، ولا توجد مدفوعات عن بداية العقد.

ب. العقود المستقبلية

مفهوم العقود المستقبلية:

هي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع سلعة معينة، أو ورقة مالية بسعر يحدد وقت إنشاء العقد في سوق مالية منظمة لهذه الغاية، على أن يتم استلامها أو لتسليمها في تاريخ لاحق في المستقبل. وعلى أن يلتزم كل من الطرفين بإيداع مبلغ معين يمثل نسبة مئوية معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه إما بصورة نقدية، أو في صورة أوراق مالية، وذلك لحماية كل طرف من المشكلات التي تترتب على عدم مقدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات المترتبة عليه.¹

وتهدف العقود المستقبلية إلى التحوط ضد مخاطر التغيير في معدلات العائد ومن ثم أسعار الأصول المالية. وتتم عملية تغطية المخاطر بأخذ مركز معاكس في السوق الآجلة للمركز الفوري.

وتختلف عقود المستقبلية عن الخيارات في أنه يكون للمشتري خيارات الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه بينما تكون العقود المستقبلية واجبة التنفيذ، كما أنه لا يجوز استرداد قيمة العلاوة المدفوعة في حالة الخيارات بينما يتعين على طرفي عقود المستقبلية إيداع هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد لدى بيت السمسرة يمكن استرداده في حالة تنفيذ العقد.

ورغم أن تنفيذ العقد المستقبلي إلزامي لكل من المشتري والبائع إلا أن هناك إمكانية أمام كل طرف للتخلص من التزامات العقد، وذلك بأخذ مركز مضاد على عقد مماثل.

فلو أن المركز كان مركزاً طويلاً أي مركز المشتري فيمكن التخلص من التزامات ذلك المركز بأخذ مركز قصير أي مركز بائع على عقد مماثل.

من خلال التعريف السابق يظهر لنا أركان العقد المستقبلي وهي:

-السعر: والذي يدفع عند تسليم الأصل وفقاً لآجل العقد.

-تاريخ التسليم أو التسوية: هو التاريخ الذي يتفق عليه طرفي العقد لإتمام عملية التبادل.

1 . حسين بني هاني، المرجع سبق ذكره، 2002، ص 179.

-**محل العقد:** ويقصد به الشيء المتفق على بيعه وشراؤه بين طرفي العقد والذي قد يكون بضاعة أو أوراق مالية، مؤشرات، عملات...إلخ.

-**مشتري العقد:** هو الطرف الملتزم باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في تاريخ المحدد في المستقبل.

-**بائع العقد:** هو الطرف الملتزم بتسليم الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في تاريخ محدد في المستقبل.

أنواع العقود المستقبلية

هناك عدة أشكال من العقود المستقبلية نذكر منها:

العقود المستقبلية على السلع: ويمثل التزاما من البائع بتسليم المشتري كمية متفق عليها من سلعة ما بمواصفات متفق عليها خلال موعد ما ذلك لقاء سعر معين متفق عليه، حيث يلتزم المشتري بدفع المبلغ عند الاستلام.

العقود المستقبلية على المؤشرات: يمثل العقد التزاما مع البائع إلى المشتري بدفع مبلغ من الأموال مساوي إلى حاصل جراء قيمة معينة بالمستوى الرقمي للمؤشر في بداية التداول يوم تسوية العقد وذلك لقاء مبلغ يمثل سعر العقد وسداده في ذلك اليوم وهنا يتم الاكتفاء بالتسوية النقدية. حيث تنطوي العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم على التزام بتسليم المشتري بمبلغ من النقود يساوي قيمة ثابتة لمعظم المؤشرات يطلق عليها المضاعف مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم للتعامل على العقد (يوم التسليم) وسعر شراء العقد.

خيار العقود المستقبلية: وتمثل عقد مستقبلي بتاريخ مماثل لتاريخ التسليم المنصوص عليه في العقد المستقبلي، ففي خيار الأسهم يحق لمشتري الخيار عدم تنفيذ العقد المستقبلي مقابل مكافأة التي يدفعها محرر العقد.

العقود المستقبلية على أسعار الفائدة: استخدمت هذه العقود بسبب التقلبات الحاصلة لأسعار الفائدة على الأوراق المالية وتنقسم إلى عقود الفائدة قصيرة الأجل، أدونات الخزينة المستقبلية وسندات الخزينة المستقبلية.

خصائص العقود المستقبلية

- يتم الشراء في العقود المستقبلية بسعر محدد متفق عليه مسبقا في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد وبذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها، إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ الذي قد يكون مرتفعاً.
- يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت المقاصة توكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يوميا بين طرفي العقد.
- لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي، يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشوء العقد هامشا معينا تتراوح قيمته عادة ما بين 05-15% من القيمة الإجمالية للعقد، ولا يتم استردادها إلا عند التسوية أو تصفية العقد، ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد.
- إذا كان من الممكن تحرير العقود المستقبلية على أي سلعة فإن قليلا من السلع تتوافر فيها الشروط التي تناسب الأسواق المنظمة للعقود المستقبلية ومن أهمها:
 - قابلية التخزين بما يتيح توفيرها في التاريخ المحدد في العقد.
 - أن تكون السلعة قابلة للتنميط من حيث الكمية والجودة.
 - أن يوجد طلب نشط على السلعة بما يحقق السيولة لسوقها وذات قيمة مقارنة لحجمها.
- لضمان توفير سوق منظم للعقود المستقبلية لجأت بورصات العقود إلى تنميط شروط التعاقد.

ـ **وحدة التعامل:** ويقصد بها الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد التي تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد.

ـ **شروط التسليم:** وتتضمن الشهور التي سيتم التعامل فيها على العقد وعلى الفترة الزمنية التي يتم فيها التسليم والوسيلة الفعلية التي يسلم بها البائع الأصل ودرجة الجودة محل التعاقد.

ـ **حدود تقلب الأسعار:** حيث تعرف أسواق العقود حدًا أدنى للتغيرات السعرية يتفاوت حسب الأصل محل العقد وحدًا أقصى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم وحد.

ـ **حدود المعاملات:** ويقصد بها الحد الأقصى لعدد العقود المضاربة التي يمكن أن تكون بيد مستثمر واحد.

ـ **الهامش المبدئي:** ولكي لا يتعرض طرفي العقد للضرر نتيجة عدم تنفيذ أي طرف لالتزامه فقد تقرر فرض هامش مبدئي يدفعه كل من الطرفين لبيت السمسرة وتختلف قيمة الهامش المبدئي باختلاف الأصل محل التعاقد، تتراوح نسبته ما بين 05-15% من قيمة العقد.

ج. عقود المبادلات

مفهوم عقود المبادلات:

هي اتفاق بين طرفين لمبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل مقابل تدفق نقدي أو أصل يمتلكه الطرف الآخر، بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد على أن يتم الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق، هناك العديد من الميزات التي تدفع المؤسسات إلى استخدام عقود المبادلات منها:

أنواع عقود المبادلات: تتعدد عقود المبادلة إلى أنواع كثيرة نذكر منها:

ـ **عقود مبادلة العملات:** تتضمن في أبسط صورة لها مبادلة أصل قرض ومدفوعات فائدة ثابتة على قرض بعملة ما بأصل قرض ومدفوعات ثابتة على القرض مكافئ تقريباً بعملة أخرى، ويمكن استخدام مبادلة العملة في تحويل قرض بعملة ما إلى قرض بعملة أخرى.

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

عقود مبادلة البضائع: هي عبارة عن مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلع محل التعاقد بالسعر السائد ويتم سداد الثمن فوراً، وبيعها في نفس الوقت بيعاً آجلاً بسعر متفق عليه مسبقاً، بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها أيضاً.

عقود المبادلة الخيارية: هي عقد خيار مبادلة أسعار فائدة يعطى حاملها الحق وليس الالتزام للدخول في صفقة مبادلة أسعار فائدة، ثابتة أو متغيرة، خلال مدة محددة مستقبلية بشروط يتم الاتفاق عليها وقت التعاقد على الخيار، فالغرض من المبادلة الخيارية هو إتاحة الفرصة للعميل المقترض للاستفادة من أسعار الفائدة المنخفضة خلال فترة معينة قادمة.

إن المبادلة في صورتها الأكثر عمومية هي عقد يتضمن تبادلاً لتدفقات نقدية وفقاً لصيغة تعتمد على قيمة أو أكثر من المتغيرات ولذلك لا يوجد حد لعدد أنواع المبادلات المختلفة التي يمكن ابتكارها ومنها ما يلي:

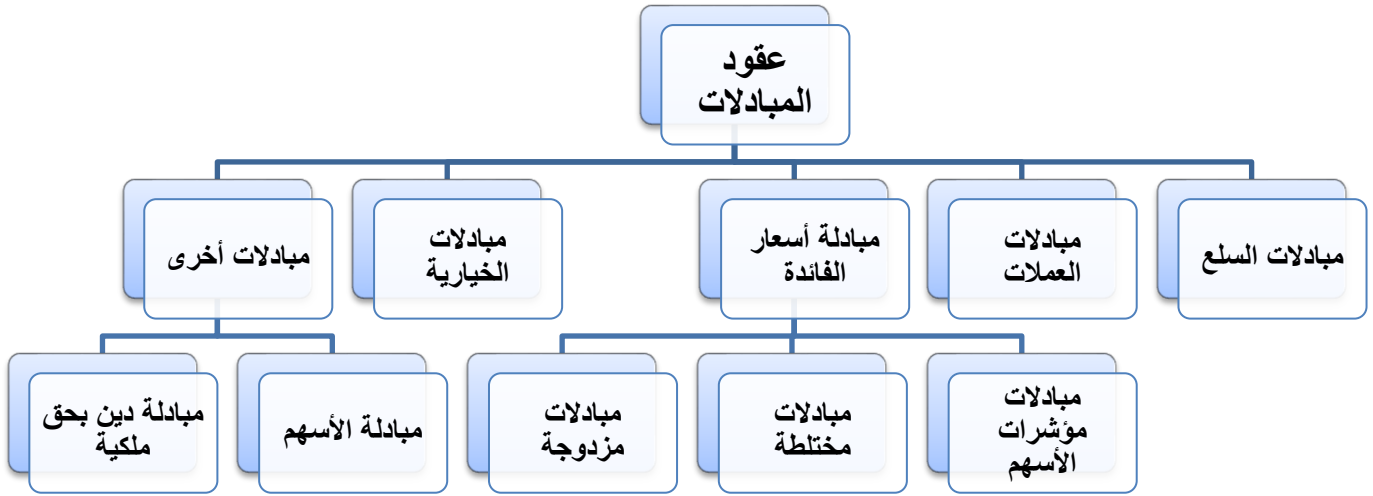
- مبادلة استحقاق المستثمر ومبادلة استحقاق الخزنة.

- مبادلة أصل دين.

- مبادلة حقوق الملكية.

الشكل الموالي يوضح أهم وأشهر عقود المبادلات.

الشكل رقم 5: انواع عقود المبادلات



د. عقود الخيارات

مفهوم عقود الخيارات:

تمثل الخيارات إحدى أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها، وهي تعتبر بديل عن المتاجرة المباشرة، وقد تعددت تعريف الخيارات نذكر منها:

يعرف عقد الخيار بأنه اتفاق بين طرفين يمنح بموجبه أحدهما للآخر الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع أصل معين أو أداة مالية معينة خلال فترة محددة أو في تاريخ محدد وبسعر يتم الاتفاق عليه مقدماً، والأداة المالية يمكن أن تكون سهماً أو سنداً أو سعر فائدة، أو عملة أو أية أداة مالية متداولة في الأسواق المالية العالمية.¹

ويعرف عقد الخيار هو عقد يعطي لحامله الحق في اختيار، وليس التزام، في شراء أو بيع أصل مالي محدد خلال فترة معينة، ونظراً لأن مشتري هذا الاختيار له الحق في تنفيذه من

1. حسين بني هاني، الأسواق المالية، دار كندي، عمان، الطبعة الأولى، 2002، ص 171.

عدمه، فإنه يدفع لمن أعطاه هذا الحق وهو محرر الاختيار مكافئة غير قابلة للرد تسمى ثمن الخيار أو العلاوات تدفع عند التعاقد ولا تعتبر جزء من قيمة العقد.

ويعرف على أنه عقد يمثل حقا للمشتري وليس التزاما في بيع أو شراء شيء معين، بسعر معين خلال فترة زمنية معينة، ويلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية.

ونظرا لأن للمشتري حق الخيار في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، فإنه يدفع لمحرر عقد الخيار (البائع) مكافأة مالية غير قابلة للرد (علاوة)، تمثل ثمن شراء حق الخيار، وعلى الرغم من ذلك، فإن حق الخيار لا يعطي حامله حقا مباشرا في ملكية الشركة المصدرة أو في أرباحها طالما لم يتم تنفيذه.

وبصفة عامة فإن الخيارات هي أدوات للتأمين ضد المخاطر التي يتعرض لها المستثمر خصوصا مخاطر تغيير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو يعتزم شراءها أو بيعها في المستقبل، فخيار البيع يتيح للمستثمر إلزام الطرف الثاني في عقد خيار البيع (محرر العقد) بتنفيذ الاتفاق إذا انخفضت أسعار الأوراق المالية محل الاتفاق عن سعر التنفيذ، حيث يضمن المستثمر (مشتري العقد) أن يقوم ببيع الأوراق المالية لمحرر الحق بنفس سعر التنفيذ بغض النظر عن مقدار الانخفاض الذي طرأ على أسعار الأوراق المالية، وذلك نظير مكافأة يدفعها مشتري الحق¹.

وعقد الاختيار يتضمن مجموعة من الأركان وهي:

- **مشتري الحق:** وهو الشخص الذي يقوم بشراء حق الخيار (خيار البيع أو خيار الشراء)، من محرر العقد.

1 . عاطف وليم أندوراوس، مرجع سبق ذكره ، 2005، ص 22.

- **محرر الحق:** وهو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المشتري، مقابل مكافئة ويجب عليه التنفيذ إذا رغب المشتري في ذلك.
- **سعر التنفيذ:** وهو السعر الذي يتم تحديده للأصل عند إبرام العقد، ويتم التنفيذ على أساسه.
- **تاريخ الانتهاء أو التنفيذ:** وهو التاريخ الذي يتم فيه تنفيذ العقد.
- **المكافئة أو العلاوة:** هو المبلغ المتفق على دفعه من مشتري حق الخيار أي محرره كتعويض عن الحق المكتسب في التنفيذ أو عدم التنفيذ.

أنواع أسواق الخيارات

إن أسواق الخيارات واحدة من أهم مزايا التعامل بالخيارات لأنها تساهم بشكل كبير في توفير خيارات ملائمة، فهي تنقسم إلى قسمين سوق المنظمة مثل البورصات، وسوق غير المنظمة التي يمكن إيجازها كما يلي :

الأسواق الغير المنظمة أو الموازية

ظهر هذا السوق عام 1972، وهو تاريخ إنشاء بورصة شيكاغو للاختيار حيث كان يتم التعامل من خلال مكاتب التجار وبيوت السمسرة، وكان يشمل على عدد محدود من تجارة السمسرة، حيث يلعب التاجر السمسار دور الوسيط بين مشتري الخيار ومحرر الخيار، ونادرا ما يقوم هذا السمسار بلعب دور أحد الطرفين في العملية (المشتري-المحرر)، ويكون عمل الوسيط من خلال الإعلان في الصحف أنه على استعداد لعقد صفقات مع المستثمرين في الأسواق سواء كانوا مستثمرين أو محررين للخيار، وإنه على استعداد للتفاوض مع الطرفين للوصول إلى تاريخ وسعر التنفيذ محدد للاستحقاق وتحديد أيضا مقدار المكافأة، وداخل هذا نوع من السوق لا يمكن تحديد نمط وشكل محدد للعقد المبرم بين الطرفين لأن شروط التعاقد على سهم لشركة ما لا يعني توافق هذه الشروط على عقد لسهم آخر بشركة أخرى، أما المشاكل والصعاب التي تواجه طرف التعامل في سوق الخيار فهو متعددة وخاصة في الأسواق

الغير المنظمة، وكما ذكرنا سابقا فإن هذه العقود تصبح عقود شخصية بين أطراف التعامل، بل وفي أحيان كثيرة قد يستحيل التخلص من الاختيار قبل تاريخ انتهاء صلاحيته، وهذه الصعوبات تعني ضعف في سيولة الاختيار، وهو الثمن الذي يدفعه المشتري الذي يتعامل في السوق غير المنظم،

والسوق نفسه يقدم ثمنا جراء هذه الصعوبات وهي انصراف المستثمرين عن التعامل به، وفعلا فإن نسبة تعاملات السوق لا تتجاوز نسبتها 10 % من إجمالي حجم التعامل في عقود الاختيار في الو.م.أ .

الأسواق المنظمة

تم إنشاء أول سوق منظمة للتعامل في عقود الخيارات من قبل المؤسسين في بورصة شيكاغو 1973، الذي أطلق عليه بورصة شيكاغو للخيارات ، و منذ ذلك الحين توسعت شعبيه عقود الخيارات، تطورت أسواق عقود الخيارات المنتظمة خاصة سنة 1983، وأصبحت تؤلف جزء منها من عملية سوق المال في الوقت الحاضر وترجع بدايات التعامل بها إلى عام 1970 في أسواق المالك الأمريكية ثم بدأت عملها كسوق ثانوي منظمة عام 1973 في بورصة شيكاغو (CBOT)، وقد عملت تلك الأسواق منذ نشأتها على إدخال تعديلات جوهرية على أساس التعامل بها في السوق المنظمة بشكل جعل التعامل على عقود الخيار سهل ويسر فضلا عن قصر نشاطها على اختيار أسهم الشركات المعروفة، فقد أدخلت إدارة البورصة تعديلات شملت مجالين : المجال الأول تعلق بشروط التعاقد، أما المجال الثاني فيتعلق بتحديد المسؤولية عن الصفقات، ولقد استهدفت تلك التعديلات في المقام الأول تعديل سيولة الخيار، مما يمكن حامله من سرعة التصرف بأقل تأثير ممكن على القيمة السوقية، بعد الاختلاف المهم بين الأسواق المنظمة هو في تنميط خصائص أو فقرات العقد وبالأخص تاريخ الاستحقاق وسعر التنفيذ فضلا عن إنشاء مؤسسة تسوية الخيارات.

- أعضاء سوق المنظمة للخيارات :

في الأسواق الحاضرة يتعامل كل متخصص بأسهم معينة وذلك خلال قيامه بوظيفتين:

- **الوظيفة الأولى :** وهي إمساك دفتر الأوامر المحددة لكل سهم يتعامل فيه، وهو ما يتطلب منه ضرورة متابعة الأسعار في السوق حتى يمكنه مقابلة أو توقيف أوامر الشراء بأوامر البيع التي تحمل ذات السعر لذات السهم و من ممارسة المتخصص لهذه الوظيفة لا يخرج عن كونه سمساراً يحصل مقابلها على عمولة.

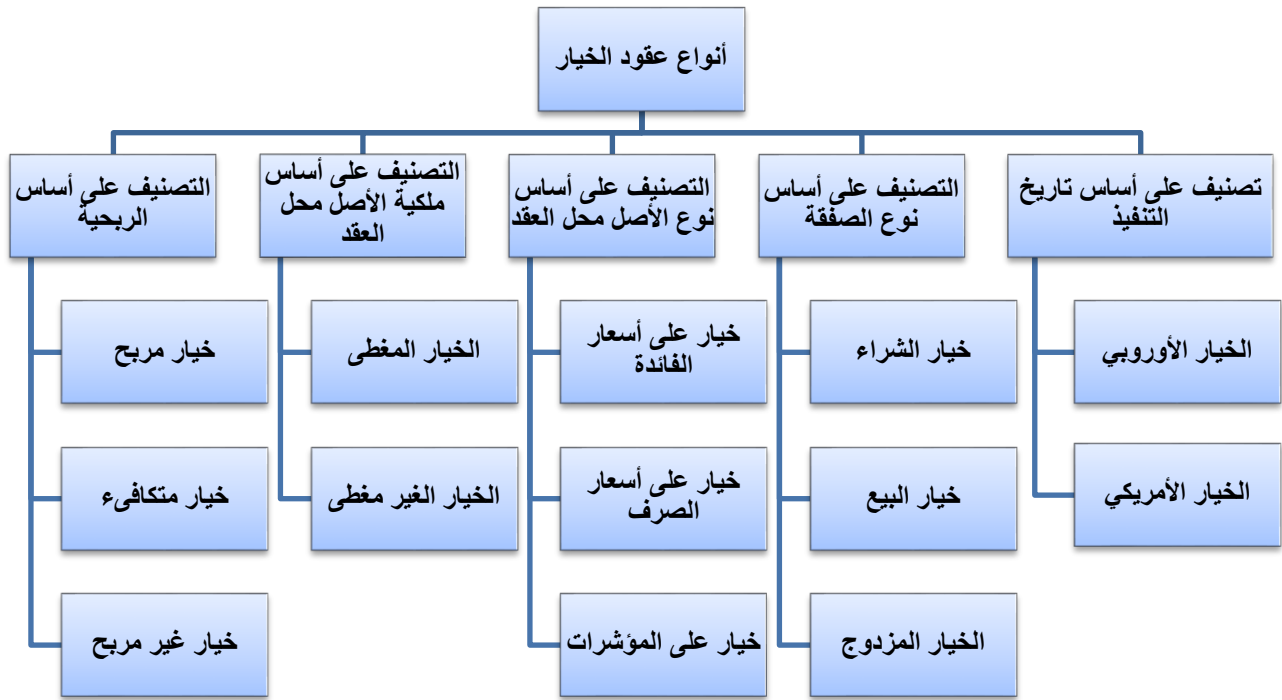
- **الوظيفة الثانية :** هي وظيفة صانع السوق وفيها يقف المتخصصة على استعداد دائم لتنفيذ أوامر الشراء وأوامر البيع لحسابه الخاص .

والى جانب مسؤولي دفتر الأوامر وصناع السوق، يوجد في بورصة شيكاغو للخيارات سماسرة الصالة الذين ينفذون الأوامر لصالح بيوت السمسرة، وهناك كذلك تجار الصالة الذين يتعاملون لحسابهم الخاص فقط وذلك في محاولة لاغتنام فرصة وجود خيار يباع أو يشتري بقيمة أكبر أو أقل مما ينبغي .

أنواع عقود الخيارات

يوجد عدة أنواع لعقود الخيار في أسواق الخيار، وتستطيع القول أن من أهم هذه العقود عقود خيار الشراء، عقود اختيار البيع، من ثم يليها عقد الخيار على أسعار الفائدة، وخيارات مؤشرات السوق وغير من مستجدات عقود الخيار، والشكل الموالي يلخص أهم هذه العقود:

الشكل رقم 6: أنواع عقود الخيار



التصنيف على أساس تاريخ التنفيذ: وتنقسم إلى:

أ-الخيار الأمريكي: تتميز بأنها تستمر في ممارستها أو تعاملها حتى نهاية الفترة المتعاقد عليها.

ب-الخيار الأوروبي: تمارس الخيارات الأوروبية فقط في نهاية فترة صلاحيتها.

ج-خيار برمودا: هو خليط بين الخيار الأمريكي و الخيار الأوروبي حيث أن حامل هذا الخيار يستطيع التنفيذ في أوقات محددة ومعيّنة سلفا خلال الفترة المحددة لانتهائه.

التصنيف على أساس نوع الصفقة: وتنقسم إلى:

أ-خيار الشراء: وهو عقد يتيح للمستثمر الحق في شراء أصل معين بسعر محدد وفي تاريخ معين نظير مكافئة يدفعها مشتري حق الخيار لمحorre مقابل ممارسته لهذا الحق.

ب-خيار البيع: وهو عقد يتيح للمستثمر الحق في بيع أصل معين بسعر محدد وفي تاريخ محدد نظير مكافئة يدفعها مشتري الخيار لمحorre مقابل ممارسته لحقه.

ج-الخيار المزدوج: وهو عقد يشمل حق خيار البيع وخيار الشراء.
من حيث التغطية :

تنقسم الخيارات حسب التغطية إلى :

أ-عقود خيارات الشراء المغطاة :

هي عقود يمتلك فيها محرر العقد (البائع) للأصول موضوع العقد أي انه يستطيع يغطي التزامه بالبيع إذا اختار مشتري العقد تنفيذ العقد .

ب-عقود خيارات الشراء غير المغطاة :

هي عقود لا يمتلك فيها محرر العقد (البائع) للأصول موضوع العقد ولذلك إذا اختار مشتري العقد التنفيذ فان البائع سيضطر الى شراء الأصل من السوق ثم تسليمه .

. التصنيف على نوع الأصل: وينقسم إلى:

أ-عقد خيار أسعار الفائدة: هو عقد يلتزم بمقتضاه بائع الحق بضمان الحد الأقصى لمعدل الفائدة في حالة الاقتراض أو الحد الأدنى في حالة الاستثمار وبالجمع بينهما مقابل مكافأة أو علاوة يدفعها محرر العقد.

ب-عقد خيار أسعار الصرف: عقد خيار أسعار الصرف يعطي الحق للمشتري في إتمام عملية بيع أو شراء كمية من عملة معينة في تاريخ محدد في المستقبل مقابل دفع علاوة للمحرر.

ج-عقد خيار المؤشرات: وهو عقد يكون موضوعه مؤشر ما لسوق المال ويمثل تشكيلة مكونة من الأوراق التي لا يتم تسليمها.

. التصنيف على أساس الربحية: وتكون مربحة، غير مربحة ومتعادلة وهو ما يوضحه الجدول
الموالي:

الجدول رقم 1: تصنيف الخيارات على أساس الربحية

عقود خيار البيع	عقود خيار الشراء	
سعر السوق > سعر التنفيذ	سعر السوق < سعر التنفيذ	الخيار المربح
سعر السوق < سعر التنفيذ	سعر السوق > سعر التنفيذ	الخيار غير المربح
سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ	الخيار المتكافئ

أنواع أخرى للخيارات :

و تتمثل في خيار السوفكس SOFFEX بمعنى الخيارات المالية المستقبلية السويسرية يتم هذا النوع من العقود وفقا لنمطا معين حيث يتصف العقد بالخصائص الآتية :

أ-حجم العقد : يتضمن العقد 5 أشهر أو سندات و هذا يعني أن ثمن الخيار يساوي ثمن الخيار أي المكافأة أو التعويض عن كل سهم $5 \times$.

ب-سعر الممارسة و التنفيذ : عبارة عن القيمة التي يدفعها المشتري لشراء أو بيع الأسهم موضع العقد، ففي

ظل السوفكس لا يفتح إلا اذا وجد على الأقل ثلاث خيارات للشراء و البيع متتابعة للسهم فسليلة الخيار قد تكون خيار الشراء أو البيع بنفس القيمة تساوي سعر التنفيذ أو الممارسة .

ج-تاريخ التنفيذ النهائي : فلكل خيار تاريخ محدد حيث يكون للمشتري ممارسة هذا الحق في أي لحظة خلال تلك الفترة حتى تاريخ التنفيذ النهائي .

. خصائص عقود الخيار

مهما كان نوع الخيار فهو يتمتع بمجموعة من الخصائص والمتمثلة فيما يلي:

- عقد الخيار غير ملزم لصاحبه وإنما يعطيه الحق في أن يختار تنفيذ أو عدم تنفيذ الصفقة مع دفع حق الممارسة حيث تعتبر العلاوة أو المكافأة هي ثمن مقابل المخاطر التي يتحملها الطرف الآخر بصرف النظر عن الظروف السائدة في السوق.

- يتميز عقد الخيار بأنه عقد نمطي لا يكن تغيير مواصفاته من قبل طرفي العقد، وهذا التتميط يشمل حجم العقد، تاريخه وسعره وقيود التنفيذ، حدود المراكز، نظام الهامش، والتسوية اليومية، كما أن هذا التتميط أدى إلى تسير التداول وتوفير السيولة للعقد مما أدى إلى السرعة في تنفيذ الأوامر بتكلفة معاملات أقل.

- يحق لصاحب عقد الخيار بيعه للغير بثمن يتناسب مع العرض والطلب عليه في الأسواق المالية للأصل محل العقد، حيث أن عقود الخيار قابلة للتداول ويوجد علاقة فردية بين سعر الأصل في السوق وثن عقد الخيار.

- لا يدفع صاحب عقد الخيار إلا ثمن العقد أي ثمن الخيار ولا يدفع ثمن كامل الصفقة إلا إذا قرر تنفيذها، وبذلك يمكن لصاحب العقد بعقد صفقات كبيرة في المستقبل.

- يمكن لصاحب عقد الخيار الاستفادة من سمة الرفع المالي من خلال دفع مكافأة قليلة نسبيا مقارنة بالقيمة السوقية للموجود الضمني بدلا من شراءه نقدا واستغلال المبلغ المتبقي باستثماره في مجالات أخرى يتوقع أن يحصل من خلالها على إيرادات مرتفعة.

- إن ثمن الخيار قابل للزيادة أو النقصان، يرجع لذلك لمدة العقد ونوع الأصل وكذلك ظروف السوق المالية، وتزداد قيمة الخيار (ثمن الخيار) خلال مدة العقد وتصبح تساوي الصفر في نهاية العقد ويدفع ثمن الخيار عند الشراء أو البيع للعقد وليس له علاقة بثمن الأصل أو السلعة.

. العوامل المؤثرة في عقود الخيارات

إن عقد الخيار يتحدد بقوى العرض والطلب أي بتوازن العرض والطلب، حيث إن القيمة السوقية للاختيار تتأثر بحجم الطلب عليها و المعروضة منها في الأسواق المالية، فمن المعروف أنه كلما زادت الكميات المعروضة للبيع بالمقارنة مع الطلب فإن القيمة السوقية

للاختيار سوف تتجه إلى الانخفاض، وهذا التوازن يتأثر لعدد من العوامل الفردية المؤثرة على سعر الخيار أهمها :

سعر السهم السوقى :

يلاحظ أن لمستوى سعر السهم تأثير مباشر على القيمة الحقيقية للخيار فأي زيادة في أسعار السهم لها تأثير موجب على القيمة الحقيقية لخيار الشراء بينما يكون لها تأثير سلبي على القيمة الحقيقية لخيار البيع، أما في حالة انخفاض في أسعار السهم تؤدي إلى خفض أسعار خيار الشراء بينما تؤدي إلى زيادة قيمة خيارات البيع، فكلما زادت القيمة النقدية للخيار زاد تأثير سعر السهم على سعر الخيار .

إذا كان سعر السهم أعلى من سعر الممارسة لخيار الشراء أو أقل من سعر ممارسة لخيار البيع، وبالتالي من الضروري أن يكون سعر الخيار مناظر للقيمة الحقيقية وتأثير العوامل الأخرى أقل تأثيرا .

في حالة ما إذا كانت قيمة أو سعر الخيار تساوي صفر، فإن سعر الخيار يتضمن القيمة الزمنية فقط (بينما القيمة الحقيقية تساوي الصفر)، و في هذه الحالة فإن سعر السهم أقل تأثيرا في اتخاذ القرار، ومع ذلك فإن العوامل الأخرى كالمدة المتبقية من حياة الخيار، ودرجة التقلب في سعر السهم لها تأثير حيوي .

سعر الممارسة أو التنفيذ لعقد الخيار

لسعر الممارسة أو التنفيذ تأثير مباشرا أيضا على القيمة الضمنية للخيار هذا يعني أنه في ظل سعر معين للسهم، فإن خيار الشراء ذو سعر الممارسة المرتفع، أما فيما يتعلق بخيار البيع فإنه ذو سعر الممارسة الأعلى أكثر تكلفة بالنسبة للمستثمر .

المدة المتبقية من حياة الخيار

للمدة المتبقية من حياة الخيار تأثير على القيمة الزمنية للخيار، فبافتراض وجود خيار بين متماثلين في مختلف الأوجه فيما عدا المدة المتبقية حتى نهاية الخيار، فإن ثمن الخيار الذي مدته المتبقية أكبر بالمقارنة بالآخر الأعلى، ويرجع ذلك إلى تفاوت القيمة الزمنية .

بالنسبة لمشتري خيار معين فلا بد أن يكون مستعداً لدفع مبلغ أكبر للحصول على الخيار كلما طالت المدة المتبقية من حياة الخيار، ومن الناحية أخرى فكلما زاد النطاق الزمني للخيار زادت المخاطر بالنسبة للبائع لذلك فهو يطلب ثمن أو مكافأة أعلى .

إذا ما تم الحصول على خيار معين فلا بد على صاحب هذا الخيار أن يعرف أن عنصر الزمن ليس في صالحه بمعنى أن القيمة الزمنية تصبح صفراً عند تاريخ نفاذ الخيار، بينما على العكس فإن البائع يستفيد من مرور الزمن كما يلاحظ أن القيمة الزمنية للخيار تتخفض بسرعة في الأسابيع القليلة من حياته مقارنة ببداية حياة الخيار.

. درجة تقلب في أسعار السهم

يشار إلى درجة التقلب أو التغير في أسعار السهم بالحساسية مع بقاء الظروف كما هي، فكلما زادت درجة حساسية سعر السهم للتغير كلما ارتفعت أسعار الخيار.

فالسهم الذي تتعرض أسعاره للتقلب السريع، يعرض مشتري الخيار لمخاطر محتملة من خلال مدته و مع ذلك فهو مستعد لدفع سعر أعلى للخيار، و العكس بالنسبة للمخاطر الخاصة بالبائع للخيار، فهذه المخاطرة متزايدة لذلك فهو يطلب سعر أعلى.

من هذا يتضح أن التقلبات في أسعار السهم لها تأثير كبير على ثمن الخيار.

. التوزيعات

إذا استحققت توزيعات معينة لسهم معين خلال الفترة المتبقية من حياة الخيار فلا تعدل عقود الخيار و مع ذلك تعكس خيارات الشراء و خيارات البيع هذه التوزيعات عن حدوثها .

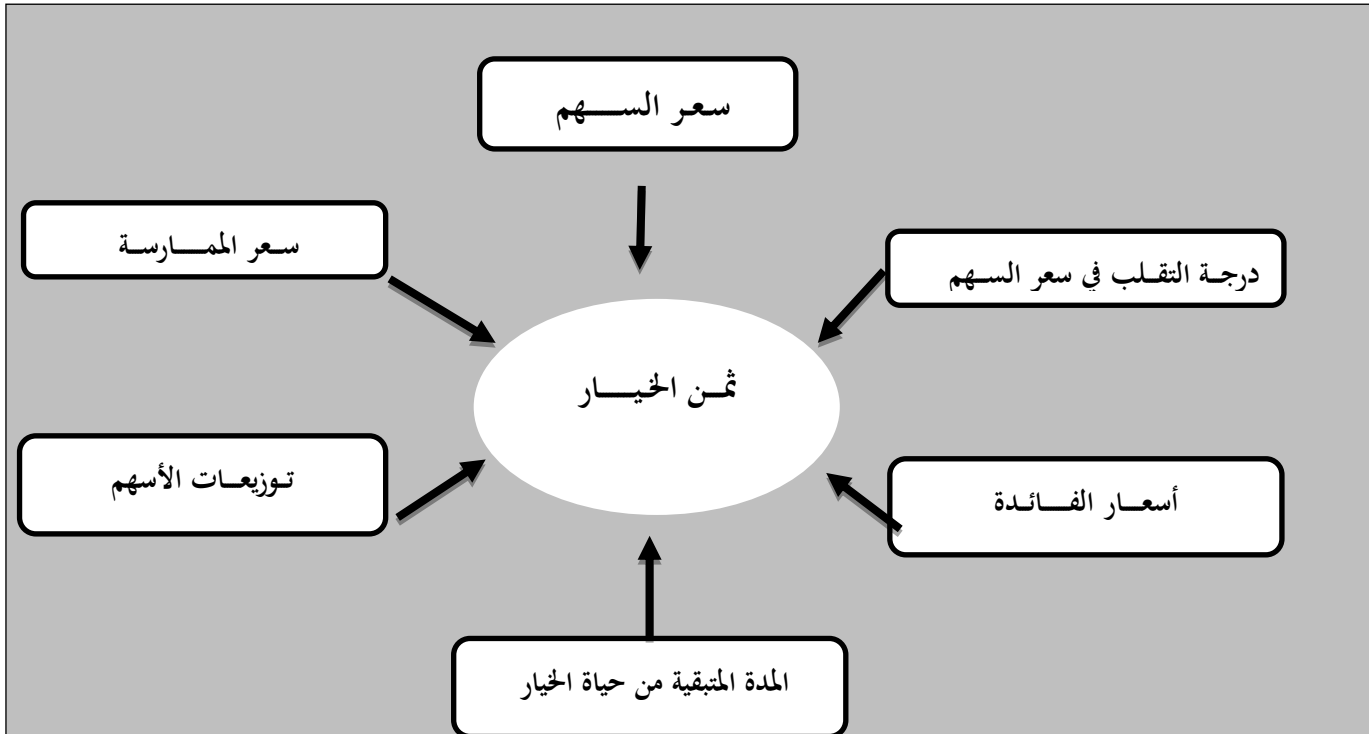
فالتوزيعات المرتفعة تؤدي إلى تخفيض أسعار خيارات الشراء بينما تؤدي إلى ارتفاع أسعار خيارات البيع .

معدلات الفائدة

ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى أن تصبح أسعار الشراء أكثر تكلفة، و رخص أسعار خيارات البيع و يرجع ذلك إلى أن تكلفة التمويل للسهم المستثمر محل التداول أكثر تكلفة، و مع انخفاض أسعار الفائدة فتصبح أسعار خيارات الشراء أقل تكلفة بينما تزيد تكلفة خيارات البيع، و يرجع إلى مدة الخيار (ستة أشهر على الأكثر) نظرا لانخفاض أسعار الفائدة على الاستثمارات القصيرة الأجل، لذلك نجد أن تأثير أسعار الفائدة على أسعار الخيارات محدودة .

نعطي فيما يلي شكلا بيانيا يبين العوامل المؤثرة على سعر عقد الخيار:

الشكل رقم 7: العوامل المؤثرة على سعر عقد الخيارات



كما يوضح الجدول الموالي تأثير العوامل المؤثرة في ثمن الخيار على اتجاه السعر سواء

من خلال الجدول يمكن توضيح كيف تؤثر هذه العوامل على ثمن الخيار:

الجدول رقم 2: ملخص العوامل المؤثرة على ثمن الخيار

العوامل المحددة		اتجاه تأثير على السعر
الخيار الشراء	خيار البيع	
زيادة	نقص	القيمة السوقية للسهم
نقص	زيادة	سعر التنفيذ
زيادة	زيادة	تاريخ التنفيذ
زيادة	زيادة	درجة التقلب في سعر السهم
زيادة	نقص	أسعار الفوائد
نقص	زيادة	توزيعات النقدية

4.2 - تقييم الأوراق المالية

تعتبر القيمة الحالية الأساس الموضوعي للوصول إلى تقييم حقيقي للورقة المالية وتتطلب نماذج التقييم من افتراض أساسي مفاده أن القيمة الحقيقية لأي أصل مالي تتساوى مع القيمة الحالية لجميع التدفقات النقدية التي يتوقع حائز الأصل الحصول عليها خلال مدة حياة هذا الأصل، ويتضمن اتخاذ قرار الاستثمار مقارنة القيمة الحقيقية أو الحالية للأصل المالي بقيمته السوقية للتأكد مما إذا تم تسعيره بشكل مناسب أم لا.

1.5. تقييم الأسهم

يتحدد السعر الحقيقي للسهم في البورصة غالبا وفقا لتقديرات المتعاملين للنتائج المحققة أو الأرباح الموزعة على المستثمرين، وغيرها من العوامل التي يمكن الاعتماد عليها في عملية التقييم، وهناك العديد من نماذج تقييم الأسهم، سنركز على أكثر النماذج شيوعا واستعمالا، والمتمثلة أساسا في نموذج التوزيعات المخصصة ونموذج مضاعف الربحية.

1.1.5. نموذج التوزيعات الخصومة

يقوم هذا النموذج على افتراض أن القيمة الحقيقية للسهم تتمثل في القيمة الحالية لتدفقات النقدية التي يتوقع المستثمر أن يحصل عليها نتيجة ملكيته للسهم، ممثلة في التوزيعات النقدية المتوقعة، ويمكن التعبير عن هذه الفكرة بالمعادلة التالية:

$$p_v = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

حيث : P_v : قيمة السهم عند الفترة t_0 .

K : معدل العائد المطلوب ($0 < k$).

D_t : مقدار التوزيعات المتوقعة في الفترة t .

ونظرا لاستمرارية نشاط المؤسسة عبر الزمن مما يعني استمرارية توزيعاتها بالتبعية لفترة غير محدودة، وبالتالي يمكن صياغة المعادلة السابقة على النحو التالي:¹

$$P_v = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

وانطلاقا من المعادلة السابقة، يمكن استنتاج ثلاثة نماذج أساسية لتقييم الأسهم هي:

1.1.1.5. نموذج النمو الصفري

يعبر نموذج النمو الصفري أو نموذج التوزيعات الثابتة على الحالة التي يكون فيها التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم ثابتة ومتساوية عبر الزمن، يعني هذا أن النمو الدوري لتلك التوزيعات يساوي الصفر وفي ظل هذه الفرضية يمكن صياغة المعادلة على النحو التالي:²

$$P_v = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D}{(1+k)^t}$$

حيث:

¹ -B.jacquillat & B.Solnik, les marches financiers, 3^{ème} édition, paris, 1997, p155

² - حنفي عبد الغفار، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004، ص304.

$$D = D_0 = D_1 = \dots = D_{\infty}$$

وبما أن المعادلة السابقة عبارة عن متتالية هندسية، يمكن صياغتها على النحو التالي:

$$P_v = \frac{D}{k}$$

2.1.1.5. نموذج النمو الثابت

يعتمد هذا النموذج والمسمى أيضا بنموذج مايرون قوردين، حيث هذا النموذج على التوزيعات المدفوعة لجملة الأسهم في الشركة يتوقع أن تزداد وفق نمو ثابت حتى نهاية الحياة، من خلال هذا النموذج يمكن تبسيط معادلة القيمة الحقيقية للسهم وفق ما يلي:¹

$$P_v = \frac{D_t}{k - G} = \frac{D_0(1 + G)}{k - G}$$

حيث:

G: يمثل معدل نمو التوزيعات وهو ثابت

D₀: التوزيع الحالي في سنة التقييم

$$G < K$$

3.1.1.5. نموذج معدل النمو غير ثابت (متغير)

إن ثبات معدل نمو التوزيعات خلال فترة نشاط الشركة المصدرة هو افتراض غير منطقي، حيث يقوم هذا النموذج على أساس أن التوزيعات لا تنمو على وتيرة واحدة، باعتبار أن الكثير من الشركات خاصة حديثة النشأة منها التي يتم توزيعها بتقلبات في معدلات النمو.

ويمكن تقدير القيمة الحقيقية لسهم الشركة التي تتسم معدلات نمو توزيعاتها بعدم الاستقرار

بالمعادلة التالية:²

¹ -A.choinel, Introduction à d'ingénieries financier, revues banque éditions, 3^{ème} édition, paris, 2002, p137.

$$P_v = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{D_m(1+G)}{k-G} \times \frac{1}{(1+k)^n}$$

حيث:

n : تاريخ نهاية مرحلة النمو الغير العادي

G : معدل النمو الثابت الذي يستمر منذ نهاية مرحلة النمو الغير عادي.

2.5. نموذج مضاعف الربحية

يستخدم المحللون إضافة إلى نموذج خصم التوزيعات نموذج آخر وهو نموذج مضاعف الربحية، وهو عبارة عن حاصل قسمة السعر السوقي للسهم (سعر الإقفال) على ربحية السهم، وتغطي معادلته على النحو التالي:¹

مضاعف الربحية: السعر السوقي / الربح الصافي للسهم

ويشير هذا المؤشر إلى عدد السنوات اللازمة لاسترداد قيمة السهم من الأرباح السنوية التي يتوقع أن يحصل عليها حامل السهم.

3.5- تقييم السندات

بالرغم من أن السندات تعتبر أداة مهمة لتمويل شركات الأعمال، إلا أن التعامل بها غالبا ما يشهد انفصالا بين التغيرات التي تطرأ على قيمتها وطبيعة النشاط أو أداء الشركة المصدرة للسند على عكس الأسهم، وعند محاولة تقييم السندات بغية الحصول على القيمة الحقيقية، لا بد من القيام بعملية استحداث التدفقات المستقبلية بمعدل خصم يمثل معدل العائد الذي يطلبه المستثمر، ولتوضيح ذلك سوف نتناول ثلاث نماذج مستخدمة في تقييم ثلاث أنواع من السندات.

1.3.5.. نموذج تقييم السندات الدائمة

² -A.Choinel, op-cit, p :138.

¹ -Susbielle.J.F, comprendre la banse sur internet, paris 2001, p250.

السند الدائم هو سند ليس له تاريخ استحقاق محدد يستطيع بمقتضاه حامل السند استرداد قيمته من الجهة المصدرة له، إلاّ ببيعه في البورصة¹ ويمكن تقييم هذا النوع من السندات من خلال الاعتماد على المعلومات المتعلقة بمقدار وتوقيت التدفقات النقدية الداخلة والمتمثلة في الفوائد ومستوى المخاطر الذي على أساسه يتحدد معدل العائد المطلوب على المستثمر (معدل الخصم) ولتوضيح ذلك تستعمل المعادلة الموالية:²

$$P_v = \sum_{t=1}^{\infty} C_t (1 + k)^{-t}$$

حيث:

P_v : هي القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يباع بها السهم

C_t : الفائدة الدورية في نهاية السنة t

k : معدل الخصم

وبما أن C الفائدة الدورية ثابتة فإنه يمكن إعادة الصياغة كما يلي:

$$P_v = C \sum_{t=1}^{\infty} (1 + K)^{-t}$$

وانطلاقاً من قوانين المتتاليات الهندسية فإن المعادلة السابقة تصاغ كما يلي:

$$P_v = \frac{C}{k}$$

¹ - إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص505.

² -F.Quittard – Pinon, Marché des capitaux et théorème economica. paris, 1998, p279.

2.3.5. نموذج تقييم السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد

تتمثل القيمة الحقيقية لهذه السندات في القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة معبرا عنها بالفوائد الدورية والقيمة الاسمية للسند التي يتم استردادها عند نهاية تاريخ الاستحقاق، والمعادلة المالية توضح كيفية تقييم هذا النوع من السندات¹:

$$P_v = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+\bar{k})^t} + \frac{S}{(1+k)^A}$$

حيث:

F : القيمة الاسمية للسند

n : تاريخ الاستحقاق

$\bar{k}$: معدل العائد المتوقع - معدل المردود الداخلي

3.3.5. نموذج تقييم السندات القابلة للاستدعاء

يعطي بموجب هذا السند الحق للجهة المصدرة استدعائها في أي لحظة بعد تاريخ معين من إصدارها، مقابل سعر معين يطلق عليه سعر الاستدعاء، حيث يأخذ بالتدفقات النقدية عند التقييم والتي يتوقع أن تتولد حتى تاريخ الاستدعاء، والمعادلة المالية توضح كيفية تقييم هذا النوع من السندات²:

$$P_v = \sum_{t=1}^A \frac{C_t}{(1+k)^t} + \frac{S}{(1+k)^A}$$

حيث:

S : سعر الاستدعاء

¹ - جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002، ص72.

² - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1999، ص514.

A : تاريخ الاستدعاء

المحور الثاني: آلية التعامل السوق المالية

يتم تناول آلية التعامل في سوق الأوراق المالية من خلال ما يلي :

- الوساطة في عمليات سوق الأوراق المالية.

- عمليات سوق الأوراق المالية.

- أوامر وأسعار سوق الأوراق المالية.

1. الوساطة في عمليات سوق الأوراق المالية

يمثل نقص المعرفة والمعلوماتية عائقا أمام تبادل الأوراق المالية، سواء في سوق الإصدار أو في سوق التداول ويعود ذلك أساسا إلى نقص الخبرة عند المتعاملين في رأس المال، أو بالتوظيف الأمثل من حيث العائد والمخاطر المالية، لذا من الضروري وجود طائفة من الوسطاء الماليين تتمتع بخبرة كبيرة، وتحاول أن توافق بين رغبات العارضين والطالبين وتنفيذا لأوامر لклиهما، أو تحقيق التوظيف الأمثل والعائد والتقليل من المخاطر.

1.1. الوسطاء الماليون

لكي تؤدي سوق الأوراق المالية دورها بصورة سليمة فلا بد من توافر الوسطاء الماليين الذين يعملون على التقريب والتوسط بين طائفة المدخرين وطائفة المستثمرين.

أ. تعريف الوسيط المالي

الوسيط المالي هو الشخص المرخص بموجب أحكام قانون السوق المالي وأنظمتها وتعليماتها، يقوم بأعمال محددة علاقة تجعله وسيط بين جمهور المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية، يتقاضى عملة محددة مقابل خدماته المتمثلة في تنفيذ أوامر البيع والشراء الخاصة بعملائه من الطرفين (البائعين والمشتريين)، ومقابل تغطية وتسويق الإصدارات. وبعبارة

أخرى فإن الوسطاء الماليين هم عبارة عن أشخاص طبيعيين أو معنويين يشكلون حلقة وصل بين الأموال الباحثة عن الاستثمار وبين الاستثمار الباحث عن الأموال.¹

كما يعرف على أنه منظمات تصدر التزامات مالية على نفسها (بمعنى أنها تتبع أصول مالية تترتب التزامات مالية على نفسها مقابل النقدية التي تحصل عليها) ثم تستخدم الحويلة النقدية من هذه الإصدارات - بصورة أساسية- في شراء أصول مالية من الغير.

ب.الخدمات المقدمة من طرف الوسيط المالي

يقدم الوسطاء الماليون خدمات متنوعة تتنوع حسب تنوع الفرص المتاحة داخل البورصة في ظل الواجبات التي يجب احترامها، يمكن حصر الخدمات التي يقدمها الوسطاء فيما يلي.

تنفيذ أوامر العملاء

يقوم الوسطاء بتنفيذ أوامر عملائهم سواء في حالة البيع أو الشراء مقابل عمولة يحصلون عليها تحددها لجنة إدارة في البورصة ويصادق عليها وزير المالية، ويقتصر المالي على الصفقات دون أن يقدم رأيه في الأوراق محل الصفقة لذلك يجب النظر لهم كخبراء استثمار أو مستشارين ماليين.

تخفيض الخطر من خلال التوزيع

تهدف تلك الوظيفة إلى تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر الفرد، وذلك من خلال تحويل الأصول المالية الخطرة إلى أصول مالية اقل خطورة، ووسيلة الوسيط المالي في ذلك هي تنويع أصوله، الأمر الذي لا يكون متاحا للأفراد بسبب انخفاض الموارد المالية المتاحة لهم، ولا شك أن انخفاض الخطر الناجم عن التنويع ، ومن ثم خفض التكلفة يعد أحد أهم المزايا الاقتصادية لسوق المال.

تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات وتجهيزها

1 . حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، 2002، ص32.

لكي يصل المدخر أو المستثمر إلى قرار بشأن شراء أو بيع أصل مالي معين، فإنه يحتاج إلى معلومات تساعد في صياغة قرار الشراء أو البيع. ويحتاج الحصول على معلومات إلى تكلفة تتمثل في تكلفة الحصول على المعلومات وتجهيزها.

إن وجود وسيط مالي لديه إمكانيات وخبرات تحليل الأوراق المالية والوصول إلى معلومات بشأنها، وذلك إلى جانب تمتعه بظاهرة اقتصاديات الحجم الكبير في مجال تجهيز المعلومات الخاصة بالأصول المالية نتيجة لضخامة أعماله ومن ثم انخفاض نصيب الوحدة من التكلفة، ومن شأنه أن يعود بالنفع على كل من المدخر الذي يقوم بشراء مطالبات الوسيط المالي بسعر أقل وعلى المقترض الذي يستفيد من تخفيض تكلفة الاقتراض.

توفير آلية لسداد المدفوعات

تتوافر للوسطاء الماليين القدرة على أداء المدفوعات بدون استخدام النقدية، وتظهر تلك الوظيفة بشكل واضح في مؤسسات الإيداع التي يمكنها تحويل الأصول التي لا يمكن استخدامها في تسوية المدفوعات إلى أصول يمكن استخدامها في أداء المدفوعات.

والى جانب وظيفة تحويل الأصول المالية، ثمة خدمات أخرى يقوم بها الوسطاء الماليون أهمها:

- تبادل الأصول المالية بالنيابة عن العملاء، وترتبط تلك الوظيفة بالسماسة وشركات السمسرة.
- تبادل الأصول المالية لحساب الوسيط المالي وترتبط بتلك الوظيفة بتجار الأوراق المالية .
- تقديم النصائح المالية والاستثمارية للأطراف المشاركة في السوق.
- إدارة محافظ الأوراق المالية للأطراف المشاركة في السوق.
- المساعدة في خلق الأصول المالية للعملاء ثم بيعها لأطراف أخرى في السوق (وظيفة المتعهد).

يؤدي الوسطاء الماليون دورا هاما في الاقتصادات المتقدمة التي تتوفر لديها أسواق أوراق مالية نشطة وذات كفاءة، حيث يؤدون دورا حيويا في توجيه الموارد المالية إلى الاستثمارات المختلفة التي يطلب تمويلها من سوق الأوراق المالية. وزادت من أهميتهم قدرتهم على تقديم أشكال مختلفة من الأوعية المالية، والتي تسند حاجة كل المدخرين والمقترضين، وتعمل على حمايتهم بقدر الإمكان من تقلبات السوق.

2.1. المؤسسات التي تقوم بعملية الوساطة

تتم التفرقة بين المؤسسات التي تقوم بدور الوساطة المالية في سوق الأوراق المالية من خلال الحصول على الأرصدة النقدية في مقابل إصدار مطالبات في شكل أسهم وسندات ثم يتم استخدام هذه الأرصدة النقدية في التعامل في الأصول المالية. وبين المؤسسات المالية التي تحصل على الأموال بوسيلة أخرى غير إصدار الأسهم والسندات ثم تستخدم تلك الأموال أو بعضها في التعامل في أسواق الأوراق المالية، وأخيرا مؤسسات الادخار التعاقدية.

أ. المؤسسات التي لا تحصل على أرصدها بناء على إصداراتها المالية

لا تعمل تلك المؤسسات بأموال الغير كالبنوك التجارية مثلا، إنما تعمل على التقريب بين المقرض والمقترض، ومن أهمها بنوك الاستثمار والسماسة والوكلاء.

بنوك الاستثمار

تقوم بنوك أو بنكير الاستثمار بتغطية معظم الإصدارات الأولية التي تطرح للاكتتاب العام بالإضافة إلى تقديم عدد من الخدمات والتي تتوقف على نوع من الإصدار والشركة المصدرة لهذه الأوراق، فئات ونوع المستثمرين.¹

ويمكن تلخيص أهم الخدمات التي تقدمها بنوك الاستثمار فيما يلي:

1 . عبد الغفار حنفي، إساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص45.

- توجيه النصح والمشورة بشأن حجم الإصدار، ومدى ملائمة توقيته وما إذا كانت هناك وسائل بديلة وأكثر ملائمة.
- القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة، وما قد يتطلب ذلك اتصالات بجهات أخرى مثل لجنة الأوراق المالية في البورصة.
- التعهد بتصريف كل الكمية أو الحد الأدنى منها، وقد يدفع البنك مقدما للجهة صاحبة الإصدار قيمة الكمية التي تعهد بتصريفها، وفي بعض الحالات قد يقتصر تعهد البنك على بذل أقصى جهد لتصريف الإصدار، دون أن يلتزم بتصريف قدر محدود منه، وذلك في مقابل عمولة و عادة ما ينص الاتفاق على أن يكون بنك الاستثمار جاهزا ومتعهدا لشراء ما يتبقى من الإصدار
- التوزيع الفعلي للإصدار، وذلك ببيعه للجمهور أو لعملاء البنك الذين درجوا على التعامل معه من خلال نشاط السمسرة الذي يمارسه.

سماسرة ووكلاء التبادل

يعمل سماسرة وكلاء التبادل في السوق ثانوية للأوراق المالية (سوق التداول). وتقوم شركات السمسرة أو السماسرة بدور الوسيط بين البائع والمشتري في سوق الأوراق المالية مقابل عمولة. وفي حين يعمل وكلاء التبادل لحسابهم حيث يقومون بعمليات الشراء والبيع مقابل عمولة. ويلاحظ أن الاتجاه الحديث في الدول المتقدمة هو إنشاء شركات أوراق مالية تجمع بين أنشطة السمسرة والتجارة والبنوك الاستثمارية.

ج. المؤسسات التي تحصل على أرصدها عن طريق الإصدارات المالية

تقوم تلك المؤسسات بالحصول على الأموال من المدخرين نظير إصدار مطالبات (كالأسهم أو السندات أو وثائق الاستثمار) لكي تقوم باستخدام تلك الأموال في سوق الأوراق المالية، ومن أمثلة تلك المؤسسات صناديق الاستثمار، وشركات التمويل.

صناديق الاستثمار

تحصل صناديق الاستثمار على الأموال عن طريق إصدار أسهم وبيعها للأفراد، وتستخدم حصيلة بيع الأسهم في شراء الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية، وثمة ثلاثة عوامل أكسبت صناديق الاستثمار جاذبية وأسهمت في انتشارها تتمثل في تحقيق التنوع، توافر إدارة على درجة عالية من الكفاءة، والسيولة. وتساعد تلك العوامل على تخفيض الخطر وتدنية تكاليف المعاملات نتيجة لضخامة حجم معاملاتها وتنوع وتعدد أصولها المالية، الأمر الذي يساعد على تحويل صغار المدخرين إلى مستثمرين، حيث تمثل الأسهم التي يشترونها حصة شائعة في أصول الصندوق.

وثمة نوعان أساسيان لصناديق الاستثمار هما صناديق الاستثمار المفتوحة وصناديق الاستثمار المغلقة.¹

وتقتصر صناديق الاستثمار المغلقة على فئة معينة مختارة من المستثمرين ولها هدف محدد وعمر محدد يصفى بعدها الصندوق وتوزع عوائده على المستثمرين، ويتمتع حاملو أسهم الصندوق المغلق بالحرية الكاملة في بيع أسهمهم في سوق الأوراق المالية، غير أنه لا يسمح لهم باسترداد قيمة أسهمهم إلا إذا نصت نشرة الاكتتاب على حق حملة الأسهم في استرداد قيمتها حال انتهاء أجل الصندوق.

بينما صناديق الاستثمار المفتوحة هي عبارة عن صناديق مشتركة يتم من خلالها إعادة شراء حصص الأسهم من ملاكها وفي أي وقت يرغب حامل الأسهم، بالإضافة إلى ذلك تقدم صناديق الاستثمار المفتوحة حصص من الأسهم بأي كمية للمستثمرين المرتقبين في أي وقت يشاءون.

ومن ناحية طبيعة الاستثمار يمكن تقسيم صناديق الاستثمار إلى الآتي:²

1 . عاطف وليم أندوراوس، مرجع سبق ذكره، 2005، ص 47.

2 . عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 391.

. صناديق الاستثمار ذات الدخل الثابت

وتهدف تلك الصناديق إلى تحقيق دخل ثابت ومحدد بغض النظر عن نمو رأس المال، وتقتصر استثمارات تلك الصناديق على أدوات الدين، غير أن عائدها يكون عرضة لمخاطر التغيير في أسعار الفائدة.

.صناديق الاستثمار ذات الدخل المتغير

تهدف تلك الصناديق إلى الحصول على عائد مرتفع بالمقارنة بالعائد الذي تحققه الصناديق ذات الدخل الثابت، وعادة ما تكون محفظة الأوراق المالية لصناديق الدخل المتغير على أسهم الشركات، لذلك فهي تتطوي على قدر أكبر من المخاطر نظر لطبيعة الاستثمار في الأسهم.

.صناديق النمو

تهدف صناديق النمو إلى تحقيق زيادة في قيمة الاستثمار بصرف النظر عن العائد الدوري الذي تحققه، وعادة ما تتجه تلك الصناديق إلى الاستثمار في أسهم شركات صغيرة تتمتع بإمكانيات نمو عالية. وبوجه عام يتم تدوير العوائد الدورية لتلك الصناديق للحصول على المزيد من المكاسب المالية.

. صناديق الاستثمار المتنوعة

تهدف تلك الصناديق إلى تحقيق عوائد رأسمالية مع تحقيق عائد دوري شبه مستقر، ولتحقيق ذلك الهدف عادة ما تقوم تلك الصناديق بالاستثمار في كل من الأسهم العادية والسندات وأذون الخزنة وشهادات الإيداع والأوراق التجارية. وتتفق تلك الصناديق مع أهداف الكثير من المدخرين الذين يرغبون في تحقيق ربحية عالية مع نمو رأسمالي طويل الأجل للاستثمار في ظل أقل قدر ممكن من المخاطر السوقية المتوقعة.

. صناديق الاستثمار النقدية

تتميز تلك الصناديق بان أصولها قصيرة الأجل وتتمتع بدرجة سيولة مرتفعة، وتختلف أهداف الصناديق وفقا لنوعية استثماراتها من الأوراق المالية ونوع العائد المرغوب فيه. فثمة صناديق تهدف إلى تحقيق عائد أعلى بقليل من العوائد المصرفية على الودائع قصيرة الأجل، وتبعا لذلك تتشكل معظم استثماراتها من أذون الخزانة وشهادات الإيداع وغيرها من أدوات سوق النقد. وثمة صناديق أخرى تهدف إلى تحقيق عائد أعلى مما تحققه الصناديق السابقة مع وجود ميزة السيولة المرتفعة، وتبعا لذلك فإنها تضيف إلى محفظتها المالية أدوات سوق النقد السندات ذات الثابت المتغير.

صناديق الاستثمار المتخصصة

تهدف تلك الصناديق إلى تحقيق عائد رأسمالي مرتفع في الأجل القصير، وتشمل صناديق الاستثمار في العملات الأجنبية، و صناديق الاستثمار في المعادن النفيسة و صناديق الاستثمار في سوق العقارات. وقد يقتصر استثمار تلك الصناديق على قطاع معين من الصناعات كالكيمائيات أو الصناعات الغذائية، كما قد تقتصر استثماراتها على مناطق جغرافية.

صناديق الاستثمار عبر القارات (الدولية)

تهدف تلك الصناديق إلى الاستثمار في الأسواق الاقتصادية الأسرع نموا في العالم. حيث يتم الاستثمار في الأوراق المالية الأجنبية، ولا تتأثر عوائد تلك الصناديق فقط بأسعار الأسهم والسندات المكونة لمحافظها المالية، بل تتأثر أيضا بالتقلبات التي تعتري أسعار صرف العملات التي تقوم بها تلك الأصول.

وتتحدد القيمة السوقية لسهم الاستثمار المفتوح بقيمة الأوراق المالية لدى الصندوق . ونظر لأن تلك الأوراق تتقلب كثيرا في السوق، فإن قيمة أسهم الصندوق تتقلب أيضا، لذلك فان الاستثمار فيها يتصف بالخطر، أما صناديق الاستثمار المغلقة فتتحدد قيمة أسهمها وفقا

لمحددات الطلب والعرض، لذا فقد تتخفف أسعارها أو ترتفع عن صافي قيمة السهم الحقيقية المتمثلة في الفرق بين القيمة السوقية لاستثمارات الصندوق وقيمة التزاماتها مقسوما على عدد الأسهم.¹

شركات التمويل

تعتبر شركات ترويج مالي، وهي تحصل على الأموال من السوق ببيع أوراق مالية قصيرة وطويلة الأجل، تصدر أسهم وتقرض من البنوك، وبعد ذلك تقرض هذه الأموال إلى القطاع العائلي الذي يشتري سلعا معمرة معينة أو يحصل على قروض نقدية.² تؤثر هذه الشركات بعض الأجهزة للمشروعات وتوفر لهم النقود التي تكفلها، وبالتالي فإن تلك الشركات تعمل كوسيط مالي بهدف تجميع كميات كبيرة من المدخرات لتقوم باقتراضها نظير الحصول على فوائد تستخدم في خدمة الأوراق المالية التي تصدرها.

مؤسسات الادخار التعاقدية

تشمل مدخرات الادخار التعاقدية شركات التأمين وصناديق المعاشات، وهي مؤسسات مالية وسيطة تجمع مواردها على فترات دورية وعلى أساس تعاقدية، ويمكنها التنبؤ بدرجة معقولة من الدقة بمقدار ما ستدفعه من أموال لصالح المنتفعين في سنوات مقبلة، ومن ثم لا تنزعج تلك المؤسسات كما هو الحال في مؤسسات الإيداع حول التدفق الخارجي لمواردها.³ وتبعاً لذلك فإن سيولة الأصول ليست على نفس الدرجة من الأهمية التي تمثلها لدى مؤسسات الإيداع. وعادة ما تميل تلك المؤسسات لاستثمار أموالها في أوراق مالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات بالإضافة للقروض العقارية.

2. عمليات سوق الأوراق المالية

1 . عاطف وليم أندوروس، مرجع سبق ذكره، 2005، ص 49.

2 . توماس ماير وجيمس دوسينبري وروبرت زدالبر، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، النقد والبنوك والاقتصاد، دار المريخ، الرياض، ص 63.

3 . عاطف وليم أندوروس، مرجع سبق ذكره، 2005، ص 49.

ينقسم التعامل في البورصة الأوراق المالية سواء بالبيع أو بالشراء إلى عمليات عاجلة وأخرى آجلة.

1.2. العمليات العاجلة

ويقصد بالعمليات العاجلة، التي يتم من خلالها تسليم الأوراق المالية مباشرة من البائع إلى المشتري، أو خلال فترة قصيرة جدا من الزمن تتراوح من يوم إلى ثلاثة أيام، مع دفع قيمتها فورا، حيث يقوم البائع بتسليم الأوراق المالية، ويقوم المشتري بدفع الثمن، بذلك يكون كل من الطرفين قد وفى بالتزاماته كاملة فورا وتعتبر العملية منتهية.

وهذه العمليات التي تطلق على الصفقات التي يجري تنفيذها في قاعات التداول بسوق الأوراق المالية، يلجا إليها الراغبون في استثمار أموالهم بشراء أوراق مالية، ثم بيعها عند توافر فرصة للربح، ويرجع لجوء المتعاملين بالعمليات العاجلة في سوق الأوراق المالية إلى التعامل بهذه العمليات لواحد من سببين أو كليهما هما:¹

- الاحتفاظ بهذه الأوراق، والاستفادة من أرباحها عند توزيع الأرباح.
- المضاربة على ارتفاع أسعارها، حيث يتربح المشتري ارتفاع السعر فيعتمد إلى البيع عندئذ، مع ملاحظة أن أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة أقل ارتفاعا من أسعارها في السوق الآجلة.

كما يجب أن تتضمن أوامر سوق الأوراق المالية المتعلقة بالعمليات العاجلة العناصر التالية:²

- بيان نوع الصفقة وصفة الورقة المالية.
- كمية الأوراق المالية المطلوبة أو المعروضة.
- تحديد السعر الذي يرغب المتعامل في السوق ينفذ أوامره بموجبه.

1 . محمد فتح الله الناشر، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2006، ص 102.

2 . شمعون شمعون، البورصة، دار هومة، الجزائر، الطبعة الثانية، 1999، ص 53.

2.2. العمليات الآجلة

وتتعلق العمليات الآجلة بالصفقات التي يوجد مدى زمني بين إبرامها وتنفيذها، أي أن تسليم الأوراق ودفع الثمن لا يتمان لدى عقد الصفقة بل بعد فترة لاحقة تسمى بيوم التسوية، أو يوم التسوية

وتجري التسوية في كل شهر مرة واحدة، فتسوى الصفقات نهائيا بين المتعاملين، يتم دفع الثمن وتسليم الأوراق -فعليا- خلال عدة أيام من تاريخ التسوية.

وقد يختلف هذا الموعد من سوق إلى أخرى حسب أنظمة كل سوق، ويمكن لكل طرف من أطراف الصفقة أن يتحمل من التزامه في الدفع والتسليم بدفع الفرق بين السعر المتفق عليه والسعر حين حلول الأجل.

ومن ثم فإن عملية التسوية تتم من خلال إحدى الصور الآتية:¹

- التسليم والتسلم الفعلي للأوراق المالية والثمن، من قبل الفرق بين السعريين قبل موعد التسوية برضا الطرف الآخر.

- تأجيل التسوية إلى موعد التسوية المقبلة، بدفع مبلغ يسمى ببديل التأجيل.

وتتنوع العمليات الآجلة في سوق الأوراق المالية إلى عدة أنواع منها ما يلي:

أ. العمليات الآجلة الباتة أو القطعية

العمليات الآجلة الباتة وهي العمليات التي يلتزم فيها طرفا العقد أو الصفقة بائع أو مشتري بضرورة تنفيذ عقد لهما حين يحل أجله، وذلك بدفع الثمن وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة، ولا يمكن في أي حال من الأحوال الرجوع في تنفيذ العقد ولو تعرض المتعاملون لخسارة كبيرة غير أنه يجوز للمتعاقدين في هذه العمليات تأجيل موعد التسوية إلى موعد لاحق.

1 . محمد فتح الله الناشر، مرجع سبق ذكره، 2006، ص176.

ولابد أن يبين الحد الأدنى للأوراق المالية التي يتم إجراء الصفقة عليها.

ويؤدي تنفيذ هذا البيع إلى خسارة أحد الطرفين المتعاقدين - بائع أو مشتري - لامحالة حيث أن ربح أحدهما يكون على حساب خسارة الآخر، إلا في حالة واحدة وهي ما إذا كان السعر يوم التسوية معادلاً لسعر البيع.¹

ب. العمليات الآجلة الشرطية

وهي عبارة عن عمليات يمكن فيها لأحد طرفي العقد أو الصفقة أن يعدل من صفقته يوم موعد التسليم المتفق عليه مقابل أداء التزامات مالية معينة، مما يجعل التنفيذ اختيارياً.²

يمكن تقسيم هذه العمليات الآجلة الشرطية إلى أربعة أنواع هي:

العمليات الآجلة بشرط التعويض يقصد بها تلك العمليات التي يلتزم فيها البائع والمشتري بتصفيتها لاحقاً في تاريخ معين، على أنه يحق للطرفين البائع أو المشتري عدم تنفيذ العملية، وذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال يتم الاتفاق عليه مسبقاً، ليكون بمثابة تعويض عن عدم تنفيذ العملية.

ويسمى اليوم الذي يسبق التصفية يوم جواب الشرط، فإما أن ينفذ من له خيار الصفقة فيرفع عنه التعويض، ويكون قد تنازل عن التعويض وهذه العملية نوعان:³

- **العمليات الشرطية للمشتري** وهي العمليات التي يكون فيها الخيار للمشتري بين استلام الصكوك، وبين التخلي عن التعويض، ويكون البائع ملزم بالقرار النهائي للمشتري.
- **العمليات الشرطية للبائع** في هذا النوع من الخيار يكون الخيار للبائع، بين دفع لثمن وتنفيذ الصفقة، أو التنازل عن تنفيذها، وبالتالي التخلي عن التعويض.

1. محمد فتح الله الناشر، مرجع سبق ذكره، 2006، ص 179.

2. محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، ص 153.

3. محمد فتح الله الناشر، مرجع سبق ذكره، 2006، ص 188 - 189.

. العمليات الآجلة بشرط الزيادة

وهذه الصفقة تعطي الحق لكل من المتعاقدين في إتمام الصفقة حين تاريخ التصفية، أو إلغاء العقد بطلب من أحد الطرفين، على أن يدفع تعويضا للطرف الآخر حتى يتمكن من اكتساب حق الاختيار - بيع أو شراء.¹

. العمليات الآجلة بحق الانتقاء

وتتميز هذه العمليات في كون أن المتعاملين لهم حق الخيار بموجب هذا الشرط في الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى.²

. المربحة والوضعية

ويقصد بالمربحة والوضعية إعطاء الحق للمتعاملين في طلب تأجيل تسوية الصفقة حتى موعد التصفية اللاحق، وذلك يحدث عندما يشعر المتعاملون في السوق بأنهم لن يستطيعوا تنفيذ الصفقة التي عقدها، نظرا لتطور الأسعار خلافا لتقديراتهم.³ لذلك طلب التأجيل يأخذ شكلين هما:

- **المربحة** وهي الحالة التي تكون فيها الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من قبل المستثمرين يفوق بكثير الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من قبل البائعين، وتتم العملية لقاء دفع فائدة من طرف الشاري للممون تدعى فائدة التأجيل أي المربحة.

- **الوضعية** وهي الحالة التي تكون فيها الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من قبل البائعين يفوق عدد الأوراق المؤجل في موعد تصفيتها من قبل المستثمرين، وتتم العملية بدفع فائدة من قبل البائع للمشتري تدعى بالوضعية.⁴

1 . محمد براق، مرجع سبق ذكره، 1999، ص154.

2 . شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، 1999، ص 60.

3 . محمد فتح الله الناشر، مرجع سبق ذكره، 2006، ص199.

4 . محمد براق، مرجع سبق ذكره، 1999 ص 155.

3. أوامر وأسعار سوق الأوراق المالية

يتم استعراض أهم أوامر و أسعار سوق الأوراق المالية كمايلي:

1.3. أوامر سوق الأوراق المالية

ويقصد بأوامر سوق الأوراق المالية التوكيل الذي يعطيه الزبون لأحد الوسطاء كي يبيع أو يشتري له في السوق أوراقا مالية معينة، ولا يكون لهذا الأمر مفعوله إلا إذا أعطي للشخص المختص أي الوسيط. ويجوز أن يوجه الأمر إلى احد مستخدمي الوسطاء المكلفين بالعمل داخل الردهة الذي ينقله بدوره إلى الوسيط. وفي جميع الأحوال، يجب تنفيذ الأمر وإجراء العملية وفقا للقواعد المقررة في البورصة.

كما أن هذه الأوامر يجب أن تكون واضحة منعا لأي التباس يقع فيه الوسيط من حيث: ¹

- نوع الأوراق المالية موضوع الصفقة.

- كمية الأوراق موضوع الصفقة.

- السعر المطلوب موضوع الصفقة.

- ذكر الفائدة وسنة الإصدار لبعض الأوراق المالية.

وتتنوع أوامر سوق الأوراق المالية إلى أربعة أنواع وهي أوامر محددة لسعر التنفيذ، أوامر

محددة لوقت التنفيذ، الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ والأوامر الخاصة.

ب.الأوامر المحددة لسعر التنفيذ

ويقصد بها الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ

الصفقة من عدمه.² وفي هذا الصدد يوجد بديلان من الأوامر: أوامر يطلب منها العميل من

السمسار تنفيذ الصفقة بأفضل سعر يجري على أساسه التعامل في السوق وقت استلام الأمر

1 . محمد يوسف ياسين، البورصة، عمليات البورصة، تنازل القوانين، اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي، بيروت، الطبعة الأولى ، 2004، ص99.

2 . أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم والوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص 128.

ويطلق عليها اسم أوامر السوق، وأوامر يشترط فيها العميل سعرا محددًا لإتمام الصفقة ويطلق عليها الأوامر المحددة.

. أوامر السوق

يعتبر هذا الأمر أسهل وأكثر أنواع الأوامر انتشارا وكذلك أدق تعليمات يصدرها العميل للسماسر، ويقصد بأمر السوق أن يقوم الوسيط بشراء أو بيع الأسهم بالسعر السائد في السوق وقت صدور الأمر.

ولكن يفترض أن يبذل السماسر جهوده بالحصول على أفضل سعر للعميل، وهذا يتطلب بعض المهارات الخاصة، ونظرا لأن الأمر لا يتضمن سعرا محددًا فإن الصفقة تنفذ عادة في دقائق معدودة.

. الأوامر المحددة

في هذا النوع من الأوامر لا ينفذ السماسر الأمر إلا بالسعر الذي حدده له العميل، وعلى سبيل المثال إذا اصدر العميل أمرا بشراء احد أنواع الأسهم بسعر 100 دينار للسهم الواحد، وكان سعر نفس السهم في ذلك الوقت 120 دينار فمتى انخفض السعر إلى 100 دينار فإن الأمر يجب أن ينفذ فوراً.

ج. الأوامر المحددة لوقت التنفيذ

ويقصد بها الأوامر التي يكون الزمن هو الفاصل في تنفيذها ، وقد تكون مدة الأمر يوما، أو أسبوعا، أو شهرا، وقد يكون مفتوحا لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه،¹ وفي هذه الحالة يجب على الشركة عرضه في أول جلسة تالية لوروده، وإلا يصبح باطلا ما لم يتفق على غير ذلك.²

. الأمر المحدد بيوم

¹ السيد متولي عبدالقادر، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر، عمان، الطبعة الأولى، 2010، ص171

2 . احمد محمد لطفي احمد، مرجع سبق ذكره، 2006 ص 130.

يقصد بالأمر المحدد بيوم الأمر الذي يظل ساريا خلال ما تبقى من ساعات اليوم فإذا تسلم السمسار الأمر في الساعة التاسعة صباحا فإنه يظل ساري المفعول إلى أن تغلق السوق أبوابها في ذلك اليوم، ويعد الأمر المحدد بيوم من أكثر الأوامر شيوعا، وغالبا ما يكون مبنيا على توقعات مسبقة بأن ذلك اليوم هو أفضل يوم للتعامل في الورقة المالية المعنية.

أوامر محددة بأسبوع أو شهر

بالنسبة للأمر الذي مدته أسبوعا فإنه ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه، فإذا ما صدر الأمر يوم السبت، فإنه يظل ساري المفعول حتى نهاية يوم الخميس، كذلك فإن الأمر الذي مدته شهر ينتهي سريانه بنهاية الشهر الذي صدر فيه، وغني عن البيان أي مدة الأمر قد تتحدد بفترة أطول.

الأمر المفتوح

يقصد بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغائه، ويرتبط بالأوامر المفتوحة نوعان من المخاطر؛ مخاطر النسيان ومخاطر تغير المعلومات، فقد ينسي المستثمر أنه أصدر أمرا مفتوحا نظرا لطول الفترة التي انقضت منذ إصداره، وحتى إذا ما نبهه السمسار بوجود أمر فقد لا يكون الوقت ملائما لتنفيذه.

كذلك قد تصل إلى السوق معلومات مشجعة بشأن الشركة التي أصدرت الورقة في هذه الحالة تعطي الأولوية لأوامر البيع المحددة بيوم أو أسبوع أو شهر، بينما قد لا تتاح فرصة أصلا لأوامر البيع المفتوحة.

الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ

وفيها يحدد الأمر السعر المعين خلال فترة زمنية معينة، قد تكون هذه الفترة يوما أو شهرا أو أكثر وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة لسعر التنفيذ، والأوامر المحددة لوقت التنفيذ.

د.الأوامر الخاصة

وهي الأوامر التي تقيد من حرية السمسار، كالأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر الورقة المالية مستوى معين أو تعداده، وقد يضع العميل حدا أدنى لسعر البيع، وحدا أقصى لسعر الشراء، ولا يتم التعامل إلا بذلك أو أفضل منه.

ومن أبرز الأوامر الخاصة أوامر الإيقاف، وأوامر الإيقاف المحددة:

. أوامر الإيقاف

يقصد بها الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعداده وهناك نوعان من أوامر الإيقاف أوامر تتعلق بالبيع وأخرى تتعلق بالشراء، ففي حالة البيع كما هو واضح، تعد الأوامر أداة للحد من تضائل هامش الربح أو زيادة الخسائر التي يمكن أن يمتد بها العميل، وتختلف أوامر الإيقاف عن الأوامر المحددة كون الأمر المحدد لا يمكن أن يتحول إلى أمر سوق. يضاف إلى ذلك أنه على عكس أوامر الإيقاف يكون المستثمر متأكدا بشأن السعر الذي سينفذ به الأمر المحدد، ومن ناحية أخرى فإنه على عكس الأوامر المحددة، يكون سعر البيع في أوامر الإيقاف أقل من سعر السوق، وسعر الشراء أعلى من سعر السوق.

. أوامر وقف الخسائر

هي نوع من أوامر السوق والأوامر المحددة، وهذا النوع من الأوامر من أكثر عمليات السوق فائدة للمستثمر إذا عرف كيف يستعمله، ومثال على ذلك إذا ما أعطى احد العملاء أمرا لسمسار بشراء أو بيع سهم، فعندما يصل سعر السهم إلى هذا الحد يصبح الأمر المحدد أمرا واجب التنفيذ.

2.3. أسعار سوق الأوراق المالية

تتحد أسعار الأوراق المالية في السوق وفق مجموعة من تقنيات، الهدف منها تعظيم الكميات المتبادلة من مختلف الأوراق المالية وتنشيط السوق، ويمكن التمييز بين أنواع عدة من تقنيات التسعير في سوق الأوراق المالية أهمها:

أ. تسعيرة المناذاة

تطبق هذه التقنية على مستوى العمليات المسددة شهريا، وكذلك بالنسبة للقيم الهامة على مستوى سوق العمليات الفورية، وهذه تعطي الإحساس بمعزوفة تجمع الأصوات والإشارات. وحسب هذه الطريقة، يجتمع ممثلو جميع العروض والطلبات (المتدخلون لحسابهم الخاص أو لحساب زبائنهم) في مقصورة البورصة، وتبدأ الجلسة بقراءة كل القيم محل التسعيرة حسب التسلسل الأبجدي من طرف محافظ البيع على أساس التسعيرات المتفق عليها عند إقفال الجلسة السابقة، ثم يبدأ الطالبون والعارضون بمناذاة أوامر الشراء بهتاف "آخذ" وأوامر البيع بهتاف "عندي" مع تحديد الكميات، ونظرا للفوضى التي تعم المقصورة، يلجأ المتفاوضون إلى إرفاق طلباتهم الشفوية بإشارة اليد عن طريق وضع الساعد أفقيا باتجاه الجسم في حالة الشراء، وعموديا في حالة البيع.

عادة ما تتم الدورة الأولى على بياض، أي لا يتم أي مبادلة كون أن السعر المحدد لا يعطي التوازن بين حجم أوامر الشراء وحجم أوامر البيع، فيقوم محافظ البيع بتعديل مؤقت للسعر إلى نشأة سعر التوازن أو شبه التوازن بين العرض والطلب بعد الوصول إلى سعر التوازن، يسجل هذه الأخيرة على السبورة المعدة خصيصا لهذا الغرض، كسعر أولي في انتظار تغييره نتيجة لتغيير العرض والطلب، ثم يمر إلى الورقة المالية الموالية وهكذا.

ب. التسعيرة بالعارضة

تدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء، وتؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى المعرفة بمقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأسهم وحدود الأسعار

المعروضة، ويعتمد نجاح هذه الطريقة على فعالية شخصين: المسعر وهو موظف البورصة، والخبير وهو مندوب احد الوسطاء.

ويعمد المسعر في هذه الطريقة إلى تعبئة السجل حسب البطاقات التي يتلقاها كل صباح من الوسطاء الذين سجلوا طلباتهم في حدود معينة.

ج. تسعيرة الصندوق

تستعمل هذه الطريقة بصورة خاصة عندما لا يستطيع السوق الوصول إلى توازن عن طريق التسعير بالعارضة، حيث يعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص كصندوق البريد، وتعتمد إدارة البورصة إلى تحديد الأسعار، حسب ما يتضمنه الصندوق من عروض وطلبات.

هـ. تسعيرة المطابقة

يتم العمل بهذه التسعيرة عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين، يأمر أحدهما ببيع كمية من الأوراق المالية، ويأمر الآخر بشراء نفس الكمية من ذات الأوراق، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني هذه الأوراق، ويجب عليه أن يتأكد بواسطة أحد أعضاء نقابة السماسرة من أنه لا يوجد عرض أو طلب أكثر ملائمة.

المحور الثالث: تنظيم السوق المالية والممارسات غير القانونية فيها

نظرا للدور الهام الذي تؤديه أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد الكلي، فقد عمدت الحكومات على تنظيم تلك الأسواق، وتنشأ الحاجة لتنظيم سوق الأوراق المالية لحماية صغار المستثمرين الأقل خبرة ومعرفة وقدرة من المستثمرين المحترفين والمؤسسات المالية، حيث يكون صغار المستثمرين أكثر عرضه لمخاطر الغش والتدليس.

ومن خلال ما سبق سنحاول من خلال هذا المبحث التطرق إلى الهيئات التي تسهر على تنظيم ومراقبة عمليات سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى التطورات العالمية التي تؤثر على الهيكل سوق الأوراق المالية.

1. الهيئات التنظيمية لسوق الأوراق المالية

تشرف عدة هيئات على تنظيم ومراقبة سوق الأوراق المالية وهي تختلف من دولة لأخرى، وعموما تتمثل هذه الهيئات فيما يلي:¹

1.1. الهيئات الإدارية

وتتكون الهيئات الإدارية من:

أ. مديرية الخزينة

وهي هيئة إدارية تابعة لوزارة المالية، وتمثل الدولة في جميع الأنشطة النقدية والمالية، تتدخل في عدة ميادين بتطبيق المبادئ الأساسية المستمدة من السلطات الواسعة الممنوحة لها، كذلك لها وظيفة العليا تتمثل في الحفاظ على التنسيق والتكامل وتبادل المعلومات ونشر الثقة بين مختلف هيئات السوق وكذلك تعيين الموظفين الساميين.

ب. لجنة عمليات البورصة

تقوم هذه الهيئة بالإشراف على سير السوق ومراقبة المعلومات، وحمايتها من التسرب إلى بعض المستثمرين قبل وصولها إلى السوق، كما تقوم بمراقبة جميع العمليات المتعلقة بالإصدار والتداول، حماية المستثمرين ومراقبة كافة الأسواق والمنتجات المالية المتعلقة بالادخار طويل الأجل، فتكوين هذه الهيئة يختلف من دولة إلى أخرى من حيث أعضاء اللجنة والمهام الموكلة لها، وذلك حسب تأثير مجموعة من العوامل، من عدد الأسواق المالية وحجم نشاط السوق... الخ.

¹ . Alain Choinel & G. Royer , le marché financier : structures et acteurs, Edition revue banque, Paris, 8eme édition, 2008, pp : 56,57 .

وعادة تتكون هذه اللجنة من الرئيس ومجموعة من الأعضاء يتم اختيارهم لتمثيل الهيئات الآتية :

- ممثل عن البنوك.
- ممثل عن الشركات المقيدة في البورصة.
- ممثل عن الجمعيات المعنية المختصة في المجال الاستثمار.
- ممثل عن الحكومة.
- ممثل عن المحكمة العليا.
- ممثل عن المجلس الأعلى.

وتتمتع هذه الهيئات بسلطة تأديبية على الممارسات غير الأخلاقية في سوق الأوراق المالية، وذلك من أجل المحافظة على السوق من الأزمات والانهيال وعمليات المضاربة المفرطة. يتعرض المتدخل إلى عقوبات ومخالفات وفقا للأحكام والقوانين المتعلقة بالبورصة، وذلك بدعوة من رئيس المجلس التأديبي خلال مهلة من تاريخ إحالة القضية على المجلس التأديبي وتعليق كل أعماله إلى غاية صدور قرار المجلس التأديبي الذي يكون ملزم.

كما تمارس هذه اللجنة أيضا صلاحية دراسة طلبات الدخول إلى سوق الأوراق المالية، وعليها الخروج منها.

2.1. الهيئات المهنية

وتتمثل هذه الهيئات فيما يلي:

ب. شركات السوق (شركة البورصة)

شركة البورصة هي هيئة التسيير أو الجهاز التنفيذي للسوق وتتكون من مجموعة أعضاء ممثلين في المؤسسات المالية المعتمدة والسماصرة، وتكون أسهم الشركة ملكا للوسطاء، إلا أنه يمكن لشركات ليست لها صفة الوسطاء أن تدخل في رأس المال وتكون حيازة عدد أدنى من

الأوراق المالية لشركة البورصة شرط ضروري للحصول على الإعتماد، وتتولى هذه الهيئة المهام الموالية:

- تسجيل ونشر المفاوضات من طرف الوسطاء في عمليات البورصة، حيث تسمح هذه المهمة بضمان التصفية المركزية للعمليات ما بين المتعاملين قصد الخروج برصيد - نقدي أو بالأوراق المالية، يتكفل به كل طرف متفاوض، وتكون الشركة أيضا مكلفة بنشر الأسعار لضمان الشفافية التامة للسوق.

- تسيير نظم الإعلام الآلي للتسعير ونشر أسعار الأوراق المالية بواسطة الإعلام الآلي.

- دعم صندوق الضمان، إذ تعمل شركة البورصة على دعم صندوق الضمان الذي يفرض شروط على الوسطاء في عمليات البورصة لاحترام التزاماتهم حيال الزبائن، ويتم تمويل هذا الصندوق من خلال مساهمات الوسطاء في عمليات البورصة، ومن الأموال الناتجة عن العقوبات المالية المفروضة من طرف هيئة السوق.

- مراقبة نشاطات الوسطاء في عمليات البورصة حيث هذه المهمة ضرورية بالنظر للتعقد المستمر للعمليات، تسمح للشركة التي لها صلاحية طلب تقديم معلومات مستمرة من أن الوسطاء في عمليات البورصة قادرين على احترام التزاماتهم.

- ضمان النهاية الحسنة للعمليات عن طريق الرقابة.

- تنفيذ قرارات مجلس السوق والتكفل بتطبيق القوانين والأحكام.

ب. مجلس سوق الأوراق المالية

عبارة عن هيئة مكونة من مجموعة أعضاء يتم تعيينهم بقرار وزاري لمدة تصل في أغلب الأحيان إلى أربع سنوات بناء على اقتراح من الهيئة الممثلة للمؤسسات التي تقوم بالإصدار والمستثمرين والوسطاء ومؤسسات الاستثمار، وتقوم هذه الهيئة بالمهام الموالية:

- تسجيل قيد وشطب القيم من القائمة الرسمية للسوق الثانوية، ويمكن للجنة عمليات البورصة معارضة قراراتها.
 - تحديد قواعد سير سوق الأوراق المالية.
 - الرقابة على الصفقات التي تتم على الأوراق المالية من خلال تحديد الأسعار، والإشراف على العروض العامة للشراء.
 - مراقبة المتعاملين الموجودين تحت وصايتها من خلال اعتماد شركات البورصة، وتسليم ونزع البطاقات المهنية للأفراد الذين يعملون باسمها
 - مراقبة ومعاينة كافة الهيئات والمتعاملين الموجودين تحت وصايتها، إذ لم يحترموا القاعد العامة للتعامل أو عدم الوفاء بالتزاماتهم.
 - تبني الأطراف المشاركة في الصفقات.
 - تحديد قواعد السير الحسن لمؤدي الخدمات الاستثمارية.
 - القيام بالتحقيق في ملف الترشح للحصول على وظيفة الوساطة.
- كما يتمتع هذا المجلس بسلطة فرض عقوبات تأديبية على مؤدي الخدمات الاستثمارية في السوق.

3.1. الهيئات النقدية والبنكية

وتتكون هذه الهيئات واللجان الآتية:

أ. لجنة التنظيم البنكي والمالي

تعيين هذه اللجنة يكون عادة من طرف وزير المالية، تقوم بمهمة التدخل في مجال التنظيم المطبق على سوق الأوراق المالية، والمؤسسة المالية وذلك فيما يتعلق بالتسيير والرقابة بالإضافة إلى قواعد المحاسبة.

ب. لجنة المؤسسات المالية ومؤسسات الاستثمار

تعمل هذه اللجنة على مراقبة ما إذا كان الشكل القانوني للمؤسسات المالية أو المؤسسات الاستثمار مطابق للقوانين السارية المفعول أم لا، وكذلك تركيبة المساهمين وتوازنها، كما أنه في حالة أي تحيز في الهيكل المالي لأي شركة استثمار ينبغي إبلاغ اللجنة ومجلس سوق الأوراق المالية معاً، ويتأسس هذه اللجنة محافظ البنك المركزي، وله سلطة منح الإمضاءات لمؤسسات بناءً على اقتراح من مجلس سوق الأوراق المالية.

ج. اللجنة البنكية

يتأسسها محافظ البنك المركزي وتقوم بمراقبة مجموع مؤدي الخدمات وأعضاء السوق، وكذلك العناصر أدناه:

- مخاطر الوضع والإحلال.
- المخاطر القانونية والتجارية.
- مخاطر السيولة.

4.1. هيئات الرقابة في سوق الأوراق المالية الإسلامية

كأي مؤسسة مالية، فإن سوق رأس المال الإسلامية تحتاج إلى هيئات وسلطات رقابية وتنظيمية وإشرافية لحماية أموال المستثمرين وضمان سياسات إعادة التوزيع بالإضافة إلى العمل على تجنب الأزمات المالية، وهذا من خلال وضع أطر ومعايير تنظم عمل هذه الأسواق.

ويعتبر اللجنة الشرعية الإشرافية Sharia adirsory counacil الجهاز الأساسي في هيكل سوق رأس المال الإسلامي الذي يعمل على ضمان أن كل المنتجات والمعاملات التي تتم في هذه السوق تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية، ولمراجعة والإشراف على المنتجات الجديدة في حالات خاصة ترجع له، المتعلقة فيما إذا كانت طلبات مؤسسات خاصة مقبولة في مؤسسة مالية.

البنوك الإسلامية والمؤسسات التي تعرض منتجات مالية تحتاج لتأسيس مجلس وهيئة إشراف إسلامية لاستشارتها لضمان أن العمليات والمعاملات التي تقوم بها تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية¹.

وفي هذا الإطار هناك عدة هيئات كما يلي:

- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)
- مجلس الخدمات المالية الإسلامية (IFSB) Islamic Financial Services Board
- السوق المالية الإسلامية الدولية International Islamic Financial Market
- مركز إدارة السيولة Liquidity management Center
- المنظمة الدولية لإدارة السيولة الإسلامية International Liquidity Islamic Managemet Corperation
- المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية General Council for Islamic Banks and Financial Institutions (G.C.I.B.A.F.I)
- الوكالة الدولية الإسلامية للتقسيط International Islamic Rating Agency

2. التطورات العالمية التي تؤثر على هيكل السوق.

عرف هيكل سوق الأوراق المالية تطورات سريعة خلال العقود الأخيرة تتمحور فيما

يلي:²

أ. الابتكارات المالية

قام المتخصصون في عالم المال والاستثمار بابتكارات عديدة في مجال الأصول المالية حيث قسمت إلى نوعين من الابتكارات هما: ابتكار أصول مالية تتناسب مع البيئة الاقتصادية

¹ Nouredine Kriche, **Islamic Capital Markets, Theory and Practice**, John Wiley and Sons, 2012.

² . عاطف وليم أندوراس، مرجع سبق ذكره، 2007، ص 53.

والمالية الجديدة ومن أمثلتها المشتقات، والثانية ابتكار سياسات ديناميكية للتعامل مع الابتكارات الجديدة من الأصول المالية.

وترتبط الابتكارات الجديدة بما يسمى بالهندسة المالية التي تعني التطوير والتطبيق الملائم للتكنولوجيا المالية لحل المشاكل التمويلية والاستفادة من الفرص المالية. كما أن مفهوم التكنولوجيا المالية واسع يدخل ضمنه الابتكارات المالية الجديدة كالمشتقات وصناديق الاستثمار، ويرجع ظهور الابتكارات المالية لأسباب عدة لعل أهمها ما يلي:

- تزايد التقلبات في أسعار الفائدة وأسعار الأسهم وأسعار الصرف، وتزايد معدلات التضخم.
- التقدم في التكنولوجي للاتصالات.
- تزايد خبرات وقدرات الأطراف المشاركة في السوق بسبب تقدم أساليب التدريب.
- المنافسة القوية بين مؤسسات الوساطة المالية.
- تزايد الحوافز للالتفاف حول اللوائح وقوانين الضرائب.

ب.العولمة

بدأت كل من مجلة الشؤون الخارجية فورين إفيروز ومجموعة أي آتي كيرني الاستثمارية في علوم الإدارة بإصدار مؤشر العولمة منذ عام 2001، لقياس درجة التكامل والاندماج في الاقتصاد العالمي، وقال معدو هذا المؤشر أنه على الرغم من تدهور الأسواق المالية العالمية عام 2000، وما تلاها من حوادث مختلفة لم تؤثر على تيار العولمة¹.

ويقصد بعولمة الأسواق المالية هو تحقيق التكامل فيما بينها على المستوى العالمي لكي تصبح سوقا عالمية واحدة، حيث أنه هناك عوامل عدة تتجه بنا إلى تحقيق تكامل أسواق المال أو على الأقل تحقيق اندماج الأسواق المالية المحلية في السوق العالمية ومن أهمها:

. إزالة القيود

¹ . رشيد بوكساني ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص135.

تتامي الاتجاه العالمي لإزالة القيود المفروضة على المعاملات والمؤسسات المالية وذلك لتحرير الأسواق المالية، ولا يقصد بها القيود التي تتخذها الحكومات لحماية المستثمرين والسير الحسن للسوق كمتطلبات الإفصاح وغيرها، بل يقصد بها القيود التي تقف عائقاً أمام التعامل والتدفق الحر للأموال.

ويتعلق جانب التحرير على محورين، الأول بإزالة القيود المفروضة على السوق، والثاني بإزالة القيود المفروضة على المؤسسات المالية، يختص المحور الأول من تحرير السوق بكل من¹:

- إزالة القيود على الصرف الأجنبي، وتخفيض الضرائب على المستثمرين.
- تخفيض حدة القيود على كل من إصدار سندات عن طريق المقترضين الأجانب، شراء الأجانب للأوراق المالية المحلية، ومشاركة البنوك التجارية في مجال ترويج السندات التي يتم بيعها في الأسواق المحلية.

فيما يختص المحور الثاني على إزالة القيود المفروضة على أنشطة المؤسسات المالية الوطنية الأجنبية، كتخفيض القيود على مجالات الاستثمارات التي يسمح لها بدخولها، وقد يبلور تحرير أسواق المال على المستوى العالمي في إطار الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات GATS والتي تمخضت عنها جولة أورغواي لتحرير التجارة العالمية، وقد تضمنت هذه الاتفاقية اتفاقاً لتحرير الخدمات المالية، ويقصد بالخدمات المالية محل الاتفاق تلك الخدمات التقليدية للبنوك كالإقراض وقبول الودائع وغيرها، وأعمال أسواق المال والتعاملات في الأدوات المالية الحديثة، والهدف من هذه الاتفاقية هو ضمان وصول الخدمة بشكل سريع ودون أي قيود إلى الأسواق الخارجية.

ب. التقدم التكنولوجي

¹ . عاطف وليم أندوراس، مرجع سبق ذكره، 2007، ص 54.

يؤدي التقدم التكنولوجي إلى زيادة كفاءة الأسواق المالية نسبياً، إضافة إلى زيادة درجة تكامل تلك الأسواق، فالتقدم في وسائل الاتصال يعمل على إيجاد حلقة اتصال قوية بين المتعاملين والتجارة في جميع أنحاء العالم، وهو الشيء الذي يساعد على تنفيذ أوامر البيع والشراء في ثوان معدودة، كما يؤدي التقدم التكنولوجي في الإعلام الآلي بجانب التقدم في وسائل الاتصال إلى سرعة تدفق المعلومات بشأن الأوراق المالية، الأمر الذي يساعد المتعاملين في أسواق المال على مراقبة ومتابعة ما يحدث من تطورات في الأسواق العالمية، ويمكنهم في نفس الوقت من تقدير تأثير تلك العوامل على محافظ أوراقهم المالية.

ج. تنامي أهمية استثمارات المؤسسات المالية

عرف العالم في الآونة الأخيرة زيادة كبيرة في حجم استثمارات وتعاملات المؤسسات المالية، خاصة استثمارات صناديق الاستثمار وصناديق المعاشات، مقارنة بحجم استثمارات وتعاملات المستثمرين الأفراد في الأسواق العالمية للأوراق المالية، كما تعمل المؤسسات المالية على أن تكون لديها أكبر ما يمكن من تحويل الأموال إلى استثمارات مالية بالخارج لكي تحسن من درجة تنوع محافظها المالية، وتستفيد من فرص الربحية المتوفرة بالخارج، فعلى خلاف ذلك، فإن الأفراد المستثمرين عندما يكون لديهم الرغبة في الاستثمار بالخارج، فإنهم يلجأون إلى المؤسسات المالية كصناديق الاستثمار.

وبالرغم من تزايد نصيب المؤسسات المالية من الاستثمارات المالية في الأسواق العالمية، إلا أن نصيبها من حجم التعاملات كان أكبر، ونظراً للحجم الكبير لتعاملات المؤسسات المالية فإنه مارس ضغوطاً كبيرة أسهمت في خفض تكاليف التعامل في أسواق الأوراق المالية، قد أدى ذلك إلى تغيرات كبيرة أسهمت في تعدد نظم التعامل ومن ثم خفض من تكلفة التعامل، إضافة لذلك أسهم الوجود القوي للمؤسسات المالية في أسواق الأوراق المالية في حفز الابتكارات المالية كما ساهم في تشجيع عملية تدويل الأسواق.

د. الترابط بين البورصات

تعمل أسواق الأوراق المالية على ربط بعضها البعض بأساليب عدة، وذلك من أجل توسيع نطاق التداول وتنويع الأوراق المالية بغرض تخفيض المخاطر، وتنتهج أساليب مختلفة منها على سبيل المثال¹.

. الربط الآلي للبورصات

وذلك بوجود شبكة متطورة من الإعلام الآلي في مختلف الأسواق عن طريق شبكتي الانترنت والهاتف، وهذا ما يلاحظ على أسواق الدول المتقدمة إذ قامت بربط خطوط مباشرة بين شبكة نقل المعلومات لكل سوق مع الشبكة العالمية مثلاً في الولايات المتحدة الأمريكية 35 شبكة معلومات، كما توجد شبكة تربط بين بورصة لندن وباريس وفرونكفورت من خلال شبكة المعلومات البريطانية.

. الربط بالوسطاء الماليين

وذلك من خلال السماح لممثلي البورصات العالمية بالتواجد في مختلف الأسواق والتسجيل فيها، وهم يلعبون دوراً هاماً في ربط أسواق الأسهم والسندات والعملات بين أكثر من دولة.

. الربط بين الشركات المالية العالمية

ويكون ذلك من خلال تكوين محفظة الاستثمار ذات أوراق مالية متعددة الجنسيات وهذا التنوع لضمان أعلى عائد بأفضل مخاطر مشتركة.

. الربط بالسياسات المالية

وذلك من خلال محاولة توحيد السياسات المالية بين مختلف الأسواق من حيث سياسة الإقراض والاقتراض والاستثمار وقوانين شركات المساهمة وشروط التسجيل للأوراق المالية فيها.

¹ . رشيد بوكساني ، مرجع سبق ذكره، ص ص 138 - 139.

. الربط التنظيمي

تقوم بعض البورصات باستخدام هياكل تنظيمية متوافقة مع هياكل البورصات الأخرى التي تريد الربط معها بجعل جميع الأدوات والآليات موحدة مما يسهل الاتصالات التسويقية بين تلك الأسواق.

. الربط المتكامل

حقق الاتحاد الأوروبي ربطا للبورصات بطرق متعددة وآليات مختلفة، حيث ترتبط البورصات الأوروبية بالحاسوب والبريد السريع وتوحيد نظم التسجيل والإفصاح..الخ. إضافة إلى ذلك تستخدم الأقمار الصناعية في الاتصالات واستقبال المعلومات كما تمتلك شبكة من المعلومات المعقدة.

المحور الرابع: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية

تقاس الكفاءة العالية لسوق الأوراق المالية بمدى قدرتها على توظيف الأموال في المشاريع الأكثر إنتاجية في الاقتصاد القومي، ومن شروط الكفاءة على السوق توفير البيانات والمعلومات اللازمة عن الأوراق المالية، وإيصالها إلى كافة المتعاملين في الوقت نفسه وبالكمية والنوعية المطلوبة وبكلفة منخفضة.

ويتناول هذا المبحث كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية، حيث يعرض مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية واستعراض متطلباتها وعلاقتها بالسيولة، ثم يتناول مؤشرات سوق الأوراق المالية وعلاقتها بالكفاءة.

1. مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية ومتطلباتها

سوف يتم التطرق من خلال هذا المطلب إلى ما يلي :

- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

1.1. مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

تتصف السوق بالكفاءة الكاملة إذا كان يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها إحدى المؤسسات كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها،¹ سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية، لحركة الأسهم، حيث يظهر في السوق ما يسمى بالسعر الحقيقي للورقة المالية، كما يتم تعديل الأسعار بصورة سريعة نتيجة لورود معلومات جديدة.

وفي ظل التغيرات المستمرة في أسعار الأوراق المالية في السوق الكفؤ استجابة لظهور معلومات جديدة، وقد تختلف الأسعار التي يتوقعها المستثمرون عن الأسعار السوقية، ويسمى ذلك بخطأ التنبؤ في التقدير، ويعكس الاختلافات بين تقديرات المستثمرين للعوائد المتوقعة والعوائد الفعلية ومن ثم تحقيق أرباح أو خسائر في ضوء ذلك.

وفي ظل سوق كاملة الكفاءة، تعكس القيمة السوقية للسهم تماماً قيمته الحقيقية التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم.

لكن في الواقع أنه في حالة عدم التأكد ، ثمة صعوبة لتحديد القيمة الحقيقية للسهم، نتيجة لاختلاف تقديرات المشاركين تجاه قيمة التدفقات النقدية المتوقعة للسهم، إضافة للمخاطر المصاحبة للاستثمار في هذا السهم.

¹ . مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، سوريا، 2014، ص 47

وفي ظل المنافسة الكاملة، فإن المستثمرين لن يتمكنوا من الاستفادة من الفروق السعرية في تحقيق أرباح غير عادية، ولكي تتحقق الكفاءة السعرية يتعين توافر شروط السوق الكاملة وهي:¹

- إتاحة المعلومات للجميع وبدون أي تكلفة.
 - لا توجد أي قيود على التعامل وذلك كما يلي:
 - * لا توجد تكاليف للتعاملات ولا توجد ضرائب.
 - * السماح للمستثمر شراء أو بيع أي كمية من الأوراق المالية.
 - * عدم وجود قيود تشريعية على الدخول أو الخروج من السوق.
 - وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق، وبالتالي فإن قراراتهم لا تؤثر على أسعار الأسهم، ذلك أن كل منهم قابل للسعر Pricetaker يتعين أن يقبله كقضية مسلم بها.
 - رشادة المستثمرين من خلال سعيهم إلى تعظيم المنفعة من مواردهم المتاحة.
 - وجود مؤسسات مالية وهيئات رقابة وحماية المستثمرين وبيوت الخبرة وصناديق الاستثمار ومستشاري الاستثمار، تعمل بكفاءة ومهنية عالية المستوى وبشكل نزيه.
- وتطمح أغلب الأسواق المالية للوصول إلى تطبيق هذه الشروط، إذ أنها تعد شروط مثالية لعمل سوق الأوراق المالية، وتختلف تطبيق هذه الشروط من سوق إلى آخر ومن دولة إلى أخرى، نظرا لاختلاف الواقع التشريعي والتنظيمي لكل سوق وآلية عملية التبادل للأوراق المالية، بالإضافة لاختلاف طبيعة المتعاملين وكلفة التعاملات في الأوراق المالية وحجم الاقتصاد ودرجة الانفتاح الاقتصادي ومدى استخدام تكنولوجيا المعلومات في التعامل.
- كما أن واقع التعامل في سوق الأوراق المالية يستند على فرضية رغبة المستثمر نحو تعظيم منفعته الخاصة وتحقيق أعلى ربح يجعل من عملية الوصول إلى المثالية في تطبيق

¹ .وليم عاطف أندرواس مرجع سبق ذكره، 2005، ص 57.

الشروط عامل مهم جداً، حيث أن تحقيق الكفاءة الاقتصادية للسوق المالي هو السبيل الأفضل لحماية المستثمرين وسمعة السوق والاقتصاد الوطني.

ولابد من إقرار الواقع بأنه من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة وبين انعكاس آثارها على أسعار السوق، هذا ما يؤدي إلى انحراف القيمة السوقية للسهم عن قيمتها الحقيقية لفترة ما، وهذا يعني تسابق المستثمرين نحو الحصول على المعلومات والبيانات خلال فترة الانحراف لتحقيق الأرباح.

انطلاقاً مما سبق، يمكن تعريف سوق الأوراق المالية الكفؤة¹ بأنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عالي من المرونة ويسمح لتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية، نتيجة التغيرات في نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، والذي يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

1.2. متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية

تعمل السوق الكفؤة على تحقيق التخصيص الأمثل للموارد المتاحة، حيث يتم توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ولكي يحقق السوق هدف التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة يتطلب أن تتوفر فيها سمتان أساسيتان هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

أ. كفاءة التسعير

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة - دون فاصل زمني كبير - بما يجعل أسعار الأسهم المرآة التي تعكس كافة المعلومات المتاحة، مع وصول هذه المعلومات إلى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، هذا يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات. بهذا

¹ . دريد آل شبيب وعبد الرحمن الجبوري، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي ، المؤتمر العلمي الرابع، الريادة والإبداع، جامعة فلادلفيا، الأردن، 2005.

يصبح التعامل في تلك 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.¹ إذا كان من الصعب الحصول على الأرباح غير العادية في هذا السوق ، إلا أنه أيضا غير مستحيل لأسباب الآتية:²

- إمكانية عدم خبرة المستثمر نظرا لدخوله السوق دون تحليل المعلومات المتاحة، هذا الأمر لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق، بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته.
- قد يستعمل عدد محدود من الأفراد وسائلهم الخاصة في الحصول على معلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية، وهذا لا يحدث إلا نادرا ولعدد قليل من المستثمرين.
- فالسوق الكفؤ لا يمكن في ظله لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات، ويحققوا بسببها أرباحا طائلة على حساب آخرين، لأن أي وسيلة كسب مميزة في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

ب. كفاءة التشغيل

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على إحداث التوازن بين العرض والطلب، ودون أن يتحمل المتعاملون فيها تكلفة عالية للسмсرة، ودون أن تتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه³، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون تكاليف إتمام الصفقة عند حدها الأدنى، بما يشجع المستثمرين على بذل الجهد

¹ . عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره ، 2001، ص ص 190-191.

² .رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، 2006، ص 70.

³ دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، الطبعة الأولى، 2012، ص 75

للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها، مهما كان حجم تأثير تلك المعلومات على سعر الورقة المالية.¹

- وثمة أساليب عدة لتحسين كفاءة التشغيل ومن ثم خفض تكاليف المعاملات أهمها:²
- السماح للمؤسسة بتسجيل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي يؤدي إلى تقوية حدة المنافسة بين التجار والمتخصصين ومن ثم انخفاض هامش الربح الذي يطلبونه وتم استعمال هذا الأسلوب في الأسواق الأمريكية، حيث صدر تشريع في أول ماي 1975 الذي سمح بموجبه للشركات تسجيل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي ساهم في تقوية شدة المنافسة بين صناع السوق.
 - جعل عمولة الشراء محلاً للتفاوض بين العميل والسمسار بشكل يخفض من تكلفة المعاملات وينشط من التداول في السوق.

2. سيولة السوق وعلاقتها بالكفاءة

- يقصد بسيولة سوق الأوراق المالية سهولة تسويق الأوراق المالية بأدنى تكلفة ممكنة، إضافة لذلك توفر سمة الانتظام أي استقرار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى.
- وعلى هذا الأساس سيتم استعراض ما يلي :
- خصائص سيولة سوق الأوراق المالية.
 - العلاقة بين السيولة و الكفاءة.

1.2. خصائص السيولة

- ثمة خصائص إذا توافرت فإن السوق تتصف بالسيولة وهي عمق السوق، واتساع السوق وسرعة استجابة السوق.³

¹ . عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، 2001، ص ص 191-192.

² . وليم عاطف أندوراس، مرجع سبق ذكره، 2005، ص 60.

³ . منير إبراهيم الهندي ، مرجع سبق ذكره، 1999، ص ص 406-407.

أ. عمق السوق

تكون السوق عميقة إذا كان التعامل فيها نشط، بمعنى أن هناك أوامر بيع وشراء مستمرة للورقة المعنية بعضها يحمل أسعار أعلى من السعر الجاري في السوق، وبعضها يحمل أسعار أقل وفي حالة السوق العميقة يؤدي الخلل في التوازن في الكمية المطلوبة أو المعروضة إلى تغيرات بسيطة في الأسعار، وهذا ما يعني ضالة الخسائر الرأسمالية إذا ما حدثت، أي أن التقلبات السعرية تكون في مدى أو نطاق محدود، بسبب الأوامر التي من شأنها أن تعيد للسوق توازنها بسرعة كلما حدث خلل فيها.

وعلى العكس من السوق العميقة، فإن السوق الضحلة تتصف بعدم استمرارية التعامل في الورقة المالية، أي قلة وعدم استمرارية أوامر البيع والشراء، ومن ثم فإن أي خلل في التوازن بين العرض والطلب من شأنه أن يؤدي إلى قفزات سعرية كبيرة، وفي حالة زيادة العرض على الطلب ينخفض السعر مما يعرض حامل الورقة المالية لخسائر ضخمة قد تجبره على تأجيل البيع، أما في حالة زيادة الطلب على العرض، فقد يرتفع السعر إلى الدرجة التي يضطر معها المستثمر الراغب في الشراء إلى الانتظار على أمل انخفاض سعرها، ومن هنا يظهر الفرق الجوهرى بين السوق العميق والسوق الضحل، أنه في السوق العميقة تكون التقلبات السعرية في نطاق ضيق مقارنة بالتقلبات السعرية في السوق الضحلة، كذلك يسبب الفرق الكبير في عدد أوامر البيع والشراء، ومما يذكر أن وجود وسائل اتصال جيدة بين المتعاملين في السوق يعد من أهم متطلبات السوق العميقة، حتى لا توجد أوامر شراء أو بيع حائرة لا تجد الطريق للتنفيذ.

ب. اتساع السوق

على عكس السوق المحدودة تتسم السوق بالسعة إذا كان هناك عدد كبير من أوامر البيع والشراء للورقة المالية، حيث يحقق في ظله الاستقرار النسبي في سعرها أي إعادة الخلل في الأسعار بسرعة، وفي مثل هذا السوق يضعف الدافع لدى البائع أو المشتري المحتمل لتأجيل

قرارات الشراء أو البيع، ومن المتوقع أن يقبل صانع السوق هامش ربح صغير على أمل أن يعوض ذلك ارتفاع معدل دوران الورقة المعنية.

ج. سرعة استجابة السوق

ويقصد بخاصية استجابة السوق أن أي خلل محتمل في العرض والطلب على الورقة المعنية يمكن معالجته بسرعة من خلال إحداث تغيرات طفيفة في الأسعار، ويضمن ذلك تدنية الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة المالية، وتقلل فرصة ترده في بيعها، كما يضعف أمل المشتري في إمكانية شرائها بسعر أقل في تاريخ لاحق.

كما يتوقع أن يقبل صانع السوق لتلك الورقة هامش ربح منخفض، نظرا لضالة المخاطر التي يتعرض لها مخزونه إذا ما انخفضت الأسعار، وتتطلب تلك الخاصية، شأنها شأن الخاصيتين السابقتين - توافر وسائل اتصال فعالة بين الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية.

وثمة أساليب متعددة يمكن أن تسهم في تحقيق السيولة للأوراق المالية التي تصدرها الشركات، لعل أهمها:¹

- طرح الأسهم للتداول العام بدلا من الطرح الخاص لها، إذ يتيح الطرح العام تداول الورقة بين عدد كبير من المتعاملين أي إمكانية إعادة بيع الأوراق المالية المشتراة في أي وقت، الأمر الذي ينشط من حركة التداول للسهم بالسوق ويسهم في رفع سيولة السهم.
- تسجيل الأوراق المالية في السوق، إذ من شأن ذلك أن يتيح للمستثمر الحصول باستمرار على معلومات عن الشركات المصدرة للأوراق المالية والصناعات التي تنتمي إليها، إضافة إلى المعلومات عن التغيرات التي تطرأ على القيمة السوقية للورقة المالية من يوم إلى آخر.

¹ . وليم عاطف أندراوس، مرجع سبق ذكره، 2005، صص 66-67.

الأمر الذي يشجع المستثمرين على التعامل في الأوراق المالية المقيدة في السوق بشكل يساعد على تحقيق سيولة أفضل للأوراق المسجلة مقارنة بغيرها.

- إصدار الأوراق المالية بقيمة اسمية صغيرة، على هذا الأساس من شأنه أن يجذب إليها جمهور كبير من المستثمرين من ذوي الموارد المحدودة بشكل يعزز من سيولة هذه الأوراق، الأمر الذي يؤدي إلى تزايد الإقبال على هذه الأوراق ومن ثم زيادة معدل دورانها، مما يشجع صانع السوق قبول هامش ربح منخفض بما يزيد من سيولة الورقة ومن ثم جاذبيتها بالنسبة للمستثمرين، يفسر ما تقدم قيام العديد من الشركات بتجزئة أسهمها عدة مرات وذلك بهدف تخفيض قيمتها السوقية لتنشيط حركة التداول عليها ومن ثم رفع مستوى سيولتها.

2.2. العلاقة بين الكفاءة والسيولة

هناك نوعان من التغيرات في أسعار الأوراق المالية، تغيرات سعرية عارضة وتغيرات سعرية غير عارضة.¹

وترجع التغيرات السعرية العارضة إلى تصرفات فريق الضوضاء - أي تصرفات المستثمرين الذين لا تتوفر لديهم أي معلومات - وهي تصرفات بوحى من أحاسيسهم الخاصة دون دراسة، والتي من شأنها إحداث خلل مؤقتاً بين العرض والطلب، وفي ظل هذا النوع من التغيرات السعرية تتأرجح الأسعار في حدود المدى أو الهامش بين سعر شراء الورقة المالية وسعر بيعها، ولا يتغير هذا الهامش، وحتى لو فرص تغيره فإنه سرعان ما يعود إلى ما كان عليه بعد قليل من الصفقات.

وترجع التغيرات غير العارضة إلى ورود معلومات جديدة تدفع الأسعار إلى مستويات جديدة، وهي تدوم لتبقى إلى أن ترد إلى السوق معلومات أحدث. وعادة ما يترتب على المعلومات الجديدة تحرك الأسعار إلى مستوى جديد، وبالطبع تكون الحركة بالزيادة إذا كانت

¹ . منير إبراهيم الهندي، مرجع سبق ذكره، 1999، ص ص 413-414.

المعلومات سارة، وإذا لم تكن كذلك فإن الأسعار تتجه نحو مستوى أقل مما كانت عليه، ليس هذا فقط بل إن التغير في السعر قد يكون كبيرا حتى في ظل الصفقات الصغيرة، وذلك عندما تعكس المعلومات درجة عالية من التفاؤل (أو التشاؤم) بشأن المؤسسة المصدرة للسهم.

وتأسيسا على ما تقدم، يمكن بحث العلاقة بين مفهومي الكفاءة والسيولة. ففي ظل التغيرات السعرية العارضة ينسجم مفهوما السيولة والكفاءة. فالتغيرات السعرية التي يحدثها فريق الضوضاء لا تكون على أساس من المعلومات، ومن ثم ينبغي أن تكون في أضيق الحدود أو لا تكون على الإطلاق، وهو ما يتفق ومفهوم الكفاءة التي تقضي بعدم حدوث تغيرات سعرية يعتد بها إلا بناء على توافر معلومات جديدة، كما ينسجم هذا أيضا مع متطلبات السيولة حيث يمكن بيع وشراء الأوراق المالية بأدنى تكلفة وأدنى خسارة ممكنة.

وتبعاً لما تقدم فإن أدوات تحقيق السيولة مثل إجراءات إيقاف التعامل في حالة وجود خلل بين العرض والطلب هي ذاتها أدوات تحقيق التعارض، يبدو واضحا بين السيولة والكفاءة في ظل التغيرات السعرية غير العارضة، إذ أن من المتطلبات الضرورية للسيولة توافر سمة انتظام واستقرار الأسعار، وفي ظل هذه السمة لا تصل الأسعار إلى مستوى التوازن الذي يعكس القيم الحقيقية للأوراق المالية، بل يكون تحركها تدريجيا الأمر الذي يتعارض مع سمة الكفاءة، الأسعار لن تعكس المعلومات المتاحة بالسرعة المطلوبة.

الأمر الذي يتيح لبعض المتعاملين فرصة تحقيق أرباحا غير عادية على حساب البعض الآخر.

ويشير فاما (Fama,1989) إلى أن البطء في الوصول بالأسعار إلى المستوى الذي يعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية قد يعني ضمنا أن السوق لن تتمكن من تحقيق هدف التخصيص الموارد المتاحة بالكفاءة المطلوبة.

ومن جهة أخرى، يضيف بلاك (Black,1986) أنه إذا ما كانت تصرفات فريق الضوضاء تحدث سيولة للسوق من حيث أن تصرفاتهم تسهم في توسيع وتعميق السوق، فإنها قد تؤدي إلى إضعاف كفاءته، لأن سعر الورقة المالية في ظل وجود هذا الفريق سوف لا يعكس فقط المعلومات المتاحة والتي يتعامل على أساسها فريق المعلومات بل ستعكس أيضا السلوك الذي سيتصرف على أساسه فريق الضوضاء، كما أن غيابهم (فريق الضوضاء) قد يؤثر على نشاط السوق، ذلك أن المتعاملين على أساس المعلومات يتعاملون مع فريق الضوضاء أكثر من تعاملاتهم فيما بينهم ومن ثم، فإن غياب فريق الضوضاء يعني بالتبعية هبوط حركة شديدة في تعاملات فريق المعلومات وهبوط في حركة السوق بصفة عامة. وهكذا يبدو أن السوق الكفوة والتي تتطلب عدم وجود فريق الضوضاء لا يمكن أن تجذب عددا كبيرا من المتعاملين في الوقت الذي يعد توافر عدد كبير من المتعاملين أحد أدوات تحقيق الكفاءة، بل ويضيف برنستين (Bernstein, 1987) أنه إذا كان السوق الكفوة غير جذاب بالنسبة للعديد من المستثمرين -خاصة المستثمرين من ذوي المعلومات- فإن السيولة في مثل هذه السوق سوف تكون عند حدها الأدنى.

ورغم التناقض الواضح في كثير من الأحوال بين السيولة والكفاءة إلا أنه يمكن التوفيق بينهما، حيث برزت عدة اتجاهات في الأسواق الأمريكية لتحسين الكفاءة والسيولة معا باستخدام أساليب عدة أهمها:¹

- السماح للعميل والسمسار تحديد قيمة عمولة السمسرة لأن ذلك يؤدي إلى تخفيض قيمة العمولة، ومن شأن ذلك أن يؤدي -مع بقاء العوامل الأخرى على حالها- إلى تخفيض تكلفة المعاملات بشكل يسهم في توسيع وتعميق السوق ومن ثم مستوى السيولة به، إضافة إلى ذلك يؤدي تخفيض تكلفة التعاملات إلى توافر أحد المتطلبات التي تستلزمها الكفاءة الكاملة.

¹ . وليم عاطف أندراوس، مرجع سابق ذكره، 2005، ص ص 69-70.

- استخدام أدوات في مجال التداول في الأسواق، الأمر الذي أسهم في تخفيض تكلفة المعاملات بشكل انعكس بالإيجاب على كفاءة وسيولة السوق.

- السعي نحو توحيد كافة أسواق الأوراق المالية -المنظمة وغير المنظمة- في سوق قومي واحد وذلك باستعمال شبكة إلكترونية متطورة لربط كافة الأسواق الذي من شأنه أن يزيد من حجم المعلومات المتاحة وضمان سرعة وصولها إلى الأطراف المتعاملة، وتقوم السوق الموحدة على أربع ركائز هي:

* مركزية التقارير عن كافة الصفقات التي تبرم في جميع الأسواق المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة.

* مركزية المعلومات عن الأسعار التي تمت بها الصفقات.

* تسجيل الأوامر المحددة الخاصة بكافة صناع السوق في البورصات في دفتر واحد يحفظ في حساب مركزي

* تحقيق منافسة حرة مفتوحة بين كافة صناع السوق، بحيث لا يقتصر التعامل في الأوراق المالية على عدد محدود من المتخصصين، وذلك بالسماح للأفراد والمؤسسات التي تتوفر لديهم الحد الأدنى من رأس المال، إضافة إلى استوفاء الشروط والمتطلبات القانونية أن يمارسوا مهنة صانع السوق لأي ورقة مالية.

3. مؤشرات سوق الأوراق المالية

يمثل مؤشر السوق مقياس شامل لاتجاه السوق، حيث يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم. لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعي للمستثمرين عن سوق الأوراق المالية، أو لمجموعة معينة من الأسهم، وذلك إزاء الأداء الفردي لسهم معين، وتستخدم مؤشرات السوق كمعايير لأداء السوق سواء في الدول النامية أو المتقدمة، حيث يستخدم مؤشر أو عدد من المؤشرات لتقييم سوق ما.

من خلال ما تقدم، سيتم التطرق إلى مايلي:

- مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية.
- الاستخدامات الأساسية لمؤشرات سوق الأوراق المالية.
- أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية.

1.3. مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية

مؤشر السوق هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيم المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية. وبعدها يتم التعرف على تحركات السوق سواء نحو الأعلى أو نحو الأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها.¹

ونظرا للأهمية التي تتمتع بها مؤشرات السوق يمكن تلخيص مزاياها في:²

- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد لذلك فهو يعتبر أسلوبا سهلا لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، كما تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية في سوق الأسهم، لذلك يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين.
- تساعد مؤشرات السوق على إعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى، كما تساعد المراجعين في السوق على تحديد مشاكل السوق والتي تؤدي إلى انحراف الأسعار، وتصويب اتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.
- تساعد المستثمرين على مقارنة أداء مؤشرات سوق الأوراق المالية بمؤشرات أسواق الأوراق المالية في العالم، الذي من شأنه أن يؤدي إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بالأسواق

1 . محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 251.

2 . جلال ابراهيم العبد، تحليل وتقييم المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003، ص ص 215-216.

الأخرى، مما يؤدي إلى زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواعدة.

- أحد العناصر الأساسية في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات بالزيادة أو بالنقصان فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين في السوق.

2.3. الاستخدامات الأساسية لمؤشرات سوق الأوراق المالية

نظرا لتعدد الأطراف التي تتعامل في أسواق الأوراق المالية، واختلاف اهتمامات كل طرف منها، تتعدد الاستخدامات لتلك المؤشرات فيما بين هذه الأطراف ومن بين هذه الاستخدامات مايلي:¹

أ. متابعة أداء محافظ الاستثمارات المالية

يعكس أداء مؤشر الأسهم أداء محافظ الاستثمارات المالية المتنوعة تنوعا جيدا فقد يتسع ليشمل كافة الأسهم المتداولة بالسوق، حيث يعبر أداء المؤشر عن العائد على الخطر المتوسط بالسوق. وبالتالي، يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على محفظة الاستثمارات التي يحتفظ بها وبين العائد السوقي، وإذا ما رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق، يمكن أن تكون محفظة الاستثمارات تكافئ محفظة الاستثمارات التي يتم على أساسها حساب المؤشر.

ب. التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالأسواق

يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل من خلال التحليل التاريخي للتغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق، وذلك باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة، كما يمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية والتغيرات في

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

أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية. وتفيد هذه التحليلات متخذ القرار الاستثماري في ترشيد عملية اتخاذ القرار.

ج. تقدير مخاطر محافظ الاستثمارات ومعامل المخاطرة المنتظمة

يمكن استخدام بعض المؤشرات كمقاييس لأداء محافظ الاستثمارات من حيث العائد والمخاطرة، إذ تمكن بعض المؤشرات من حساب معامل المخاطرة المنتظمة والمعروف باسم البيتا (β) ويشترط في هذه المؤشرات أن تكون متنوعة تنوعاً جيداً مثل مؤشر فينا نشيال تايمز لكافة الأسهم.

3.3. أساليب بناء مؤشرات سوق الأوراق المالية

تتعدد الطرق والأساليب التي تبني عليها مؤشرات للسوق أو قطاعات معينة داخل السوق، ومن أهم هذه الأساليب:¹

أ. حجم العينة

يختلف عدد الأسهم (حجم العينة) التي يشملها المؤشر الذي يقيس أداء السوق بصفة عامة عن عدد الأسهم التي يشملها المؤشر الذي يقيس أداء الأسهم في صناعة معينة، مثلاً يشمل مؤشر فينا نشيال تايمز لكافة الأسهم 750 سهم تمثل 80% من القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة بورصة لندن، في حين يشمل مؤشر فينا نشيال تايمز 30 سهم من أسهم كبرى الشركات الصناعية تمثل 25% من القيمة الإجمالية للأسهم المتداولة في البورصة.

وفي كل الأحوال لابد أن يكون حجم العينة المستعملة في حساب المؤشر ملائمة والهدف منه، وذلك من حيث تمثيل مجتمع الأسهم الكلي الذي يعبر عن المؤشر فإذا كان المؤشر يعبر عن كافة الأسهم في السوق، فينبغي أن تشمل العينة كافة القطاعات دون التحيز لقطاع معين،

¹ . أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، 1998، ص ص 235-236.

أما إذا كان المؤشر يعبر عن أهم قطاع معين، مثل، الصناعة، فيجب أن تشمل العينة كافة الشركات الصناعية دون التحيز لنوع معين من الشركات الصناعية.

ب. الوزن النسبي لكل سهم داخل المؤشر

يعتبر عامل الترجيح من المتغيرات الأساسية في تحديد قيمة المؤشر، حيث يتم ترجيح معظم مؤشرات سوق الأوراق المالية، إما على أساس الوزن النسبي لسعر السهم أو على أساس أوزان متساوية أو على أساس القيمة السوقية الإجمالية، ويمكن توضيح كل منها فيما يلي:

. الترجيح على أساس أسعار الأسهم الفردية

في ظل هذا المدخل يتحدد الوزن النسبي للسهم على أساس سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية للمؤشر، ويتم تحديد الوزن النسبي للسعر بقسمة سعر السهم الفردي إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر والتي تمثل القيمة المطلقة للمؤشر، وهناك مجموعة من الانتقادات لهذه الطريقة وهي:

- سعر السهم لا يعبر عن قيمة المؤسسة.
- تأثر قيمة المؤشر بعملية تجزئة الأسهم وتوزيع أسهم المنحة.

ج. الترجيح بالأوزان المتساوية لأسهم المؤشر

من خلال هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر باستعمال وزن متساو لكل سهم من أسهم المؤشر (معامل الترجيح)، حيث يتم حساب معامل الترجيح على أساس سعر السهم، والذي يساوي مقلوب سعر السهم. وبهذا يتم حساب الوزن النسبي المتساوي للأسهم وذلك بضرب سعر السهم في معامل الترجيح، إلا أنه يعاب على الطريقة أنها لا تعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المكونة للمؤشر، إذ يقتصر الترجيح على سعر السهم دون النظر إلى العدد. بالإضافة إلى تغير الوزن النسبي للسهم مع تغير سعر السهم بالسوق.

. الترجيح بالقيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر

من خلال هذه الطريقة يتم ترجيح أسهم المؤشر على أساس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم، ورغم معالجة هذه الطريقة لعيوب طريقة الترجيح على أساس سعر الأسهم الفردية للمؤشر، إلا أنها تتحيز للأسهم ذات القيمة السوقية الأكبر.

د. الطرق المستخدمة في حساب المؤشرات على أساس المتوسط الحسابي

يتم حساب معظم المؤشرات على أساس المتوسط الحسابي مثل مؤشر داو جونز Dowjones ومؤشر ستاندرد آند بور S&P 500، إلا أن هناك بعض المؤشرات التي تعتمد في حساب قيمتها وعائدها على المتوسط الهندسي، مثل مؤشر فينا نشيال تايمز 30 أو (FT 30)، والمؤشر العام للسوق ببورصة نيويورك major market index¹.

فبالنسبة للمؤشرات التي تعتمد في حسابها على المتوسط الهندسي فهي تتصف بارتفاعها ببطء شديد وانخفاضها بسرعة شديدة بالمقارنة بالمؤشرات التي يتم حسابها على أساس المتوسط الحسابي. لذلك، تستغرق المؤشرات الأولى فترة طويلة لتحسين أدائها الضعيف، وبمقارنة أداء محافظ الأوراق المالية التي يقوم بتكوينها المستثمرون بمثل هذه المؤشرات سوف تظهر دائما نتائج أفضل، حيث يستعمل المتوسط الحسابي لحساب العائد على هذه المحافظ. لذلك، يجب معرفة أساس حساب المؤشر قبل إجراء مقارنة بين أداء المحافظ الاستثمارية وأداء المؤشر، أو قبل استخدامه كمؤشر عام للمحفظة الاستثمارية.

المحور الخامس: أنواع سوق الأوراق المالية الإسلامية

تعتبر سوق الأوراق المالية الإسلامية أحد عناصر السوق المالية الإسلامية التي تضم بالإضافة إلى ذلك البنوك الإسلامية ومؤسسات التأمين (تكافل). وتنقسم هي الأخرى إلى:²

1.3.2. سوق الملكية، توفر المعاملات والأدوات المالية المتعلقة بالملكية مثل:

¹ أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، 1998، ص 236.

² Ahmad Audu Maijaki, "Principles of Islamic Capital Market", International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences Vol 3, N°4, October 2013, P: 279.

- شهادات الاستثمار.

- صناديق الاستثمار العقاري الإسلامي.

- المؤشرات الإسلامية.

- الملكية الخاصة.

2.3.2. سوق الصكوك الإسلامية

وتعرف الصكوك الإسلامية بأنها تحويل مجموعة من الأصول المدرة للدخل غير السائلة إلى صكوك قابلة للتداول مضمونة بهذه الأصول ومن ثم بيعها في الأسواق المالية مع مراعاة ضوابط التداول. أي أنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أو نشاط استثماري مباح شرعاً، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية مع الالتزام بالضوابط الشرعية.¹ وتضم عدة أنواع كما جاء في وثيقة هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسة المالية الإسلامية فيما يخص المعايير الشرعية للاستثمار في الصكوك كما يلي:²

- صكوك الملكية لحق الانتفاع بأصول موجودة.

- صكوك الملكية لأصول مستقبلية محددة.

- صكوك الملكية لخدمات جهة معينة.

- صكوك الملكية لخدمات مستقبلية محددة.

- صكوك السلم.

- صكوك الاستصناع.

- صكوك المراجعة.

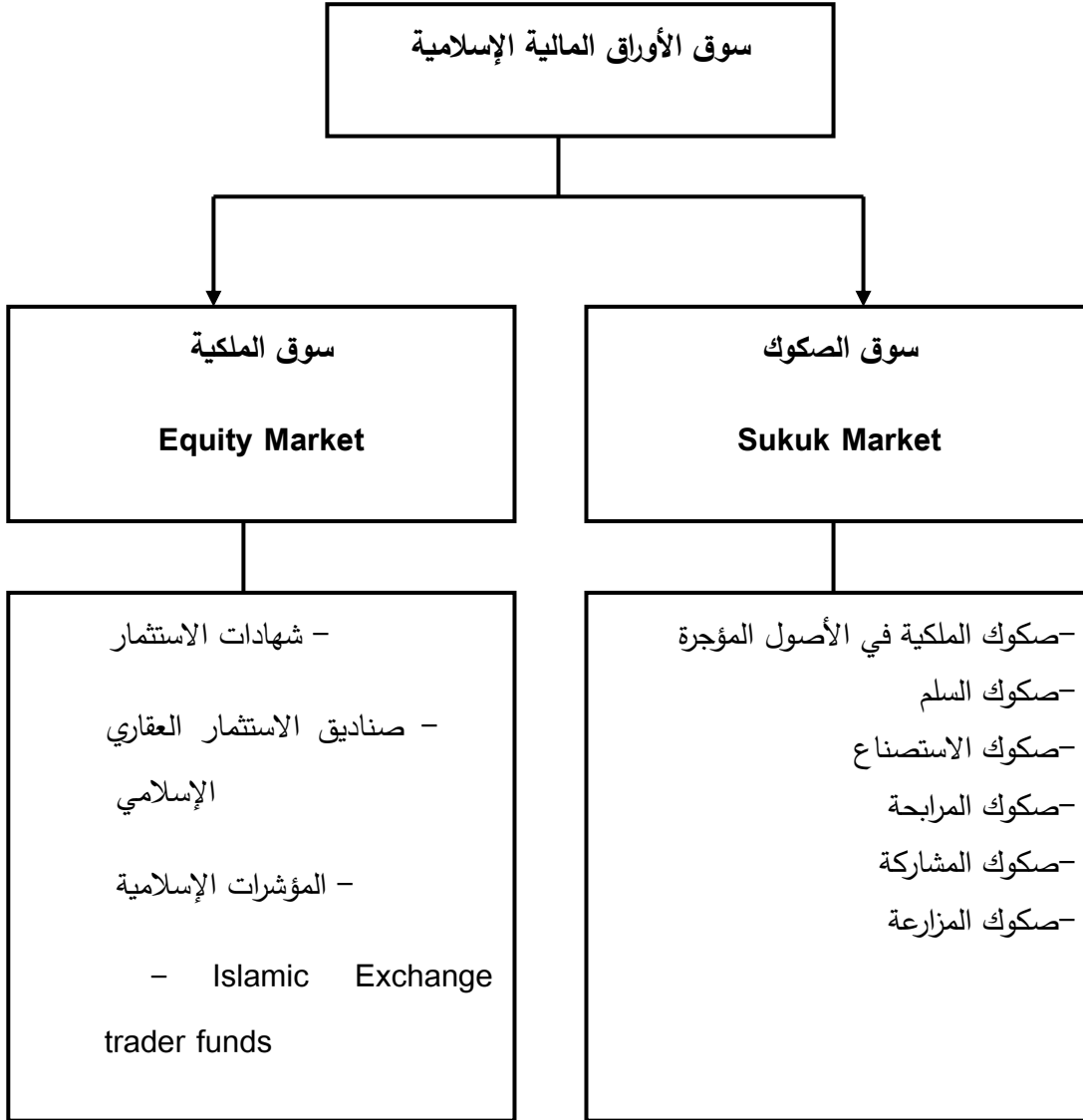
- صكوك المشاركة.

¹ نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودرها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين - مجلة الباحث، ورقة، عدد 09، 2011، ص 254.

² Muhammad Ayub, Understanding Islamic Finance, John Wiley and Sons, Asia, 2009.

ويظهر الشكل الموالي أنواع سوق الأوراق المالية الإسلامية:

الشكل رقم 4: أنواع سوق رأس المال الإسلامية



-تمارين مقترحة-

التمرين الأول:

I- أجب ب:صح أو خطأ ، مع التعليل:

1. الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية يعتبر من الأعباء التي تخصم قبل احتساب الضريبة.
2. نظرا لتعامل الأسواق النقدية بالأدوات قصيرة الأجل وارتفاع سيولتها تعاني من مخاطر أعلى لعدم التسديد مقارنة بأسواق رأس المال التي تتعامل بأدوات طويلة الأجل.
4. لا يحمل السهم العادي معدل عائد وإنما له الحق في فائض أرباح الشركة وتحمل خسائرها.
6. يتميز عقد الخيار الأمريكي باستمرارية ممارسته حتى نهاية الفترة المتعاقد عليها، كما يمكن اعتباره من عقود الخيار غير المغطاة.
7. يتم طرح الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات من خلال مؤسسات مالية متخصصة تسمى بنوك الاستثمار.
8. تباع ادونات الخزينة بسعر أقل من قيمتها الاسمية، وفي تاريخ الاستحقاق تلتزم الحكومة بدفع القيمة الاسمية المدونة على الإذن، ويمثل الفرق مقدار العائد الذي يحصل عليه المستثمر.
9. تصدر شهادات الإيداع القابلة للتداول عن البنوك التجارية بقيم اسمية مختلفة حسب قيمة الوديعة لدى البنك المصدر.
10. تمنح صكوك الشراء المصاحبة للأسهم الممتازة صاحبها أو حاملها خيار شراء عدد معين من الأسهم العادية الصادرة عن الشركة مستقبلا وبسعر معين متفق عليه خلال فترة زمنية محددة.

II. اجب عن الأسئلة الموالية:

1. اشرح باختصار المصطلحات التالية: سوق رأس المال، عقد المبادلة، اتفاقيات إعادة الشراء، الأسهم الممتازة؟

2. قدم أهم تصنيفات عقود الخيار من حيث التغطية وتاريخ التنفيذ؟

3. ماذا نقصد بالسند الصفري والسند القابل الاستدعاء ؟

التمرين الثاني:

بتاريخ 30 جوان 2024 كان سعر العقود المستقبلية على منتج القمح الأمريكي هو 550 دولار لكل طن، لنفرض أن أحد المزارعين قام بالدخول في عقد مستقبلي لبيع 80 طن من القمح، وشركة منتجة لمشتقات القمح قامت بالدخول في عقد مستقبلي لشراء 80 طن من القمح ، علما ان هامش مبدئي يقدر بـ: 05% من قيمة الصفقة ، هامش الصيانة بـ: 75% من قيمة الهامش المبدئي.

المطلوب:

- 1- ما الفرق بين الهامش المبدئي وهامش الصيانة؟ وما هو دور لجنة المقاصة في هذه العقود؟
- 2- أحسب الربح، رصيد الهامش والإشعار بالهامش إن عند مستويات الأسعار التالية:
557، 542، 548، 545، 551، 555، 557، 561، 564.

II. اجب عن الأسئلة الموالية.

1. تهدف السوق المالية الإسلامية إلى المساهمة الفعلية في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، ذلك من خلال تركيزها على الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي، وضح ذلك مبينا أهم أنواع أدوات هذه السوق ؟

2. ماذا نقصد بالسند الصفري والسند القابل الاستدعاء ؟

3. اشرح باختصار المصطلحات التالية مع إعطاء أمثلة إن أمكن ذلك : السوق المالية الإسلامية، صكوك المراجعة، صكوك المشاركة ؟

التمرين الثالث:

يتداول سهم شركة ما في السوق بسعر 79.5 يورو، آخر توزيع للأرباح على حملة الأسهم كان بقيمة 2.5 يورو، معدل نمو الأرباح يفترض انه ثابت ويعادل 5%، المعدل العائد بدون مخاطر يعادل 5% ومتوسط عائد السوق يعادل 9.5%، كما يقدر معامل بيتا للسهم بقيمة قدرها 0.75.

المطلوب:

- ما هو معدل العائد المطلوب (معدل العائد السوقي) من قبل المستثمرين ؟
- تقييم سهم الشركة (القيمة العادلة) باستخدام نموذج التوزيعات المخصوصة ؟
- احسب معدل النمو للتوزيعات عند سعر السهم المتداول ؟

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- حمزة محمود الزبيري، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة وراق للنشر والتوزيع ،عمان، الطبعة الأولى ، 2001.
- عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة،مصر،2005 .
- محمد صالح الحناوي، جلالى إبراهيم العبد ، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية ، 2005.
- محفوظ جبار ، سامية عمر عبده ، دور السوق الثانية في تمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، الملتقى الوطني حول المؤسسات الصغيرة والمتوسطة ، سطيف، 2006.
- منير ابراهم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
- عبد الغفار حنفي ورستمىة قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 1999.

- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- عبدالكريم احمد قندوز، المشتقات المالية، مؤسسة الوراق، الأردن، الطبعة الأولى، 2014.
- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2001.
- حسين بني هاني، الأسواق المالية، دار كندي، عمان، الطبعة الأولى، 2002.
- حنفي عبد الغفار، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2004.
- جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومة، الجزائر، الطبعة الأولى، 2002.
- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- توماس ماير وجيمس دوسينبري وروبرت زدألير، ترجمة السيد أحمد عبد الخالق، النقود والبنوك والاقتصاد، دار المريخ، الرياض.
- محمد فتح الله الناشر، التعامل بالأسهم في سوق الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2006.
- شمعون شمعون، البورصة، دار هومة، الجزائر، الطبعة الثانية، 1999.
- محمد براق، بورصة القيم المنقولة ودورها في تحقيق التنمية، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999.

- محمد يوسف ياسين، البورصة، عمليات البورصة، تنازل القوانين، اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي، بيروت، الطبعة الأولى ، 2004.
- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم والوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- السيد متولي عبدالقادر، الأسواق المالية والنقدية، دار الفكر، عمان، الطبعة الأولى، 2010.
- رشيد بوكساني ، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.
- مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، سوريا، 2014.
- دريد آل شبيب وعبد الرحمن الجبوري، أهمية تطوير هيئة الرقابة على الأوراق المالية لرفع كفاءة السوق المالي ، المؤتمر العلمي الرابع، الريادة والإبداع، جامعة فلادلفيا، الأردن، 2005.
- دريد كامل آل شبيب ،الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان، الطبعة الأولى ، 2012.
- محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- جلال ابراهيم العبد، تحليل وتقييم المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة، القاهرة، 1998.
- __ نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودرها في تطوير السوق المالية الإسلامية تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية - البحرين - مجلة الباحث، ورقلة، عدد 09، 2011.
- نبيلة نوي، سوق راس المال، دار المتنبي للطباعة والنشر، المسيلة، الجزائر، 2023.

- مراجع باللغة الأجنبية

- B.jacquillat & B.Solnik, les marches financiers, 3ème édition, paris, 1997.
- A.choinel, Introduction à d'ingénieries financier, revues banque éditions, 3ème édition, paris, 2002.
- Susbielle.J.F, comprendre la banse sur internet, paris 2001.
- F.Quittard – Pinon, Marché des capitaux et théorème economica. paris, 1998.
- Alain Choinel & G. Royer , le marché financier : structures et acteurs, Edition revue banque, Paris, 8eme édition, 2008.
- Nouredine Kriche, Islamic Capital Markets, Theory and Practice, John Wiley and Sons, 2012 .
- Ahmad Audu Maijaki, "Principles of Islamic Capital Market", International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences Vol 3, N°4, October 2013.
- Muhammad Ayub, Understanding Islamic Finance, John Wiley and Sons, Asia, 2009.