

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

République Algérienne Démocratique et Populaire

Ministère de l'enseignement supérieur
Et de la recherche scientifique

Université M'Hamed BOUGARA de Boumerdes

Faculté Des Sciences Economiques, Commerciales
Et des Sciences De Gestion



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة أمحمد بوقرة بومرداس

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

مطبوعة بيداغوجية تحت عنوان

محاضرات في الأسواق المالية الدولية

موجهة لطلبة: السنة الأولى ماستر تخصص: مالية وتجارة دولية

من إعداد الأستاذ الدكتور: شيوخ بلال. قسم: العلوم التجارية

السنة الجامعية: 2025/2024

الفهرس

أولاً: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

- 1- مفهوم سوق رأس المال وأقسامه
- 2- أقسام السوق المالية

ثانياً: إدارة وسير السوق المالية

- 1- إدارة السوق المالية.
- 2- أطراف عملية التداول.
- 3- طرق التعامل في السوق المالية.

ثالثاً: الدخول إلى السوق المالية

- 1- الأساليب المختلفة للدخول إلى البورصة.
- 2- العمليات التي تتم في البورصة.
- 3- القواعد التي تحكم عملية التداول.

رابعاً: وظائف وكفاءة الأسواق المالية ومنزلة الدخول إليها

- 1- وظائف الأسواق المالية
- 2- كفاءة الأسواق المالية
- 3- منزلة الدخول إلى السوق المالية.

خامساً: الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية

- 1- أصناف الأوراق المالية
- 2- الأسهم.
- 3- السندات.
- 4- الأوراق المالية الهيكلية.

ساوسا: الأوراق المالية المشتقة

- 1- عقود الاختيار
- 2- العقود المستقبلية
- 3- نزاي و عيوب الأوراق المالية المشتقة

سابعا: محفظة الأوراق المالية

- 1- مفوم وأهداف محفظة الأوراق المالية
- 2- خصائص محفظة الأوراق المالية

ثامنا: نظرية المحفظة

- 1- نموذج ماركوفيتش Markowitz.
- 2- نموذج السوق.
- 3- نموذج تقييم الأصول المالية.

تاسعا: تسيير محفظة الأوراق المالية

- 1- المبادئ الأساسية.
- 2- استراتيجيات تسيير المحفظة.

المقدمة

الحمد لله رب العالمين، والصلاة والسلام على خاتم الأنبياء والمرسلين، أرسله سبحانه وتعالى رحمة للعالمين، فأحل الطيبات وحرم الخبائث، وعلى أهله وصحبه الطيبين ومن سار على دربهم إلى يوم الدين، وبعد...

يشهد العالم دائما تزايد اتجاه التحول إلى اقتصاد السوق، خاصة مع تزايد الاختلالات الاقتصادية، من عدم استقرار البنية الاقتصادية الكلية وتفاقم مشكلات المديونية، خاصة عند الدول المتخلفة، حيث قامت هذه الأخيرة بتبني برامج إصلاحية شاملة، خاصة فيما يتعلق بالجانب التمويلي لاقتصادياتها بحثا عن تحقيق نتائج إيجابية وإحداث تنمية اقتصادية، من خلال اعتماد الطريقة المعاصرة في التمويل بالوساطة المالية عن طريق إنشاء الأسواق المالية، هذه الأخيرة التي شهدت انتشارا واسعا في كافة الدول وكذلك في المدن الرئيسية.

هذا وتحتل تنمية أسواق الأوراق المالية في الوقت الراهن، وإيجاد وسائل الربط فيما بينها أهمية كبيرة في تسيير حركة رؤوس الأموال واستثمارها، إذ أصبح تطوير وانفتاح هذه الأسواق يشكل ركنا أساسيا في تمويل التنمية المشتركة.

وحتى تقوم بتلبية احتياجاتها المالية ولأن مصادر تمويلها الداخلي جد محدودة، فإن المؤسسات الاقتصادية غالبا ما تقوم بتحديد المزيج المناسب من التمويل الداخلي والتمويل الخارجي على النحو الذي يوفر لها التغطية المطلوبة لتحقيق هدف التوسع والاستمرار.

ويتطلب الأمر من المؤسسات الاقتصادية الكبيرة في ظل اقتصاد السوق، وفي حالة ما إذا لجأت إلى الأخذ بصيغة التمويل الخارجي سواء بالرفع من رأسمالها أو الزيادة في مديونيتها (الاقتراض) أن تقوم بعملية إصدار أسهم و/ أو سندات. في حين أن الدولة ورغبة منها لتغطية عجزها الميزاني، فإنها تقوم بإصدار سندات (أذونات خزينة).

وعليه، فإن القيم المتداولة (أسهم، سندات... الخ) دون الأوراق التجارية لها دور رائد في تغطية الاحتياجات المالية لكل من المؤسسات الاقتصادية وكذا الدولة وهياتها. حيث تعتبر موردا من موارد التمويل الدائمة. كما أن هذه القيم هي موضوع التعامل في أسواق الأوراق المالية وذلك من خلال عملية التسويق.

وهناك فوائد كثيرة تتعلق بشراء المدخرين للأوراق المالية يمكن حصر أبرزها والتي تعود عليهم من جراء مختلف المبادلات التي يقومون بها داخل السوق على هذه الأوراق في ثلاث نقاط بارزة هي:

- **منظور المردودية:** ومعنى المردودية هو رغبة المدخرين في الحصول على غلة (ثمار) أموالهم المدخرة.
- **المنظور الضريبي:** كثيرا ما تكون هناك إعفاءات ضريبية على القيم الفائضة أو السندات وهذا من الأمور التي تشجع على الاستثمار أو التوظيف بداخل سوق الأوراق المالية.
- **منظور فائض القيمة:** وذلك بعمليات المضاربة التي يقصد من ورائها تحقيق أرباح من خلال عمليات بيع وشراء الأوراق آجلا.

وهذه المطبوعة التي جاءت بعنوان: "تدوة السوق المالي العالمي" والموجهة لطلبت السنة الثالثة تجارة دولية، كما يمكن للمهتمين بالقيم المتداولة ومكان تداولها والاستثمار فيها وكذا المحفظة المالية وتسييرها الاستعانة بها.

حيث ان هذه المطبوعة تهدف إلى التعريف بطبيعة وجوهر الأسواق المالية، وبالتحديد سوق الأوراق المالية، النقدية ومختلف الأدوات المالية المتداولة فيها، كما يهدف إلى التعريف بالمحافظ الاستثمارية وأساليب إدارتها من خلال التطرق إلى النماذج والنظريات المهمة لتشكيلها وتسييرها وقياس أدائها، ثم جوهر وطبيعة الازمات المالية ومختلف الأسواق العالمية المتقدمة منها والناشئة.

وعليه، فإن هذه المصطلحات تعتبر الأدبيات الأكثر تداولاً في هذه الدراسة التي نرى أهمية تناولها الآن بشيء من الشرح كما يلي:

يمكن تعريف القيم المتداولة بأنها قيم منقولة يصدرها أشخاص اعتباريون إما أن يكونوا عموميين كالدولة والهيئات التابعة لها أو مؤسسات اقتصادية أو مالية. ويأخذ المشترون لهذه القيم إما صفة الدائنين للجهة المصدرة أو صفة المشاركين في الملكية. وتعرف القيم المتداولة بمرادفات كثيرة منها القيم المنقولة، الأوراق المالية، الأدوات المالية، النواتج المالية وغيرها...

وسوق الأوراق المالية على غرار الأسواق الأخرى، لها مكان معين ونوع خاص من السلع وهي الأوراق المالية، كما أنها تشكل جزء من السوق المالي الموازي للسوق النقدي، كما يدخل في تنشيط هذه السوق عدد من المتعاملون كالمستثمرين السماسرة، والوسطاء من خلال إصدار أوامر البيع والشراء للأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات أو على أي نوع آخر من الأوراق كان التطور المالي سببا في ظهورها.

وإنشاء سوق للأوراق المالية يقتضي توفر مجموعة من الشروط حتى تؤدي الدور الموكل لها على جميع الأصعدة، من بيئة تشريعية ملائمة، ظروف اقتصادية جذابة وكذا استقرار الأوضاع السياسية، لتكون في مجموعها المناخ المناسب لإنشاء وتطوير هذا السوق.

ولقد أصبحت سوق الأوراق المالية تستقطب الكثير من المستثمرين نظرا لما قد تدر عليهم من أرباح، إذ أصبحوا يوظفون مبالغ ضخمة فيها، الأمر الذي يقتضي توافر قدر من البيانات والمعلومات حول السوق، فلا يختلف اثنان حول أهمية المعلومة والإفصاح عنها، بل يعد ذلك أساسيا لسلامة أي سوق واستمراره لذا يتوجب توفير المعلومات والبيانات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات التي يتم تداول أدواتها في السوق، حتى يتمكن المستثمرون ترشيد قراراتهم، فالإفصاح عن المعلومة قد سنت له قوانين تعمل على انتظام الإفصاح عنها ونشرها في الوقت المناسب، فتحديد قيمة الأوراق المالية بناء على المعلومات المتوفرة هو تحديد لقيمتها الحقيقية في هذا السوق فهذا الأخير يؤمن بأن أي معلومة ترد إلى السوق تنعكس بسرعة في سعر الورقة المالية ويسمى ذلك السعر: السعر العادل، ليس هذا فحسب بل يعتمد المستثمرون على المؤشرات البورصة التي ترسم اتجاه أسعار مختلف الأوراق

المالية المتداولة في البورصة فهي تعطي صورة مسبقة عن السوق للمستثمر الجديد والقديم على السواء، فهي بمثابة مقياس لدرجة تطور الاقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة، فهو يلخص بشكل عام أداء السوق، والمؤشرات ليست من شكل واحد بل هي على عدة أنواع، كما أن لكل دولة مؤشرات فندج مؤشرات في الو.م.أ وأخرى في اليابان وأخرى في الدول الأوروبية، كما أن داخل البلد الواحد تختلف المؤشرات من سوق لأخرى.

وبعد تحرير الخدمات المالية في إطار اتفاقيات الجات 1994 عرفت حركة رؤوس الأموال تطورا كبيرا مما انعكس على أداء وتطورات أسواق الأوراق المالية، فاتجهت بعض الأسواق نحو عمليات الاندماج خاصة بين أسواق الأوراق المالية الناشئة وأسواق الأوراق المالية المتقدمة.

لقد صاحب التطور الذي شهدته الدول الرأسمالية على اثر الثورة الصناعية تطور أسواق الأوراق المالية كنتيجة لزيادة الحاجة إلى التمويل، خاصة مع انتشار شركات المساهمة، صحيح كان بإمكانها توفير التمويل اللازم من داخل المنشأة من خلال الأرباح التي حققتها من تلك الفترة إلا أن النمو السريع المطلوب في الأصول يحتاج إلى توفير التمويل من خارج الشركة وهذا عن طريق إصدار الأوراق المالية من أسهم وسندات، فبدأ التعامل بمثل هذه الأوراق في أكبر الدول الرأسمالية كفرنسا وإنجلترا والولايات المتحدة الأمريكية، لكن هذا التعامل لم يكن له مكان محدد ولم يكن على درجة كبيرة من التنظيم، ولكن مع التطور التكنولوجي وتطور وسائل الاتصال عرفت بورصات تلك الدول تطورا وانتشارا كبيرين ساعد على رفع أداءها خاصة مع الحركة الكبيرة والسريعة للشركات المتعددة الجنسيات، فزادت حركة التداول بهذه الأسواق فأصبح السوق المالي الأمريكي من أكبر المراكز المالية حجما وأكثرها نشاطا كما كانت الولايات المتحدة الأمريكية دائما السبّاقة في الابتكارات المالية والتقنيات المالية الأكثر شهرة وأهمية على المستوى الدولي وإلى جانب السوق الأمريكي نجد الأسواق الأوروبية التي لا تقل أهمية عنه، أين نجد سوق لندن للأوراق المالية الذي يحتل مركز الصدارة على الصعيد الأوروبي، حيث عرف تطورا متلاحقا خاصة خلال الفترة التي أعقبت الحرب العالمية الثانية، كما يتمتع السوق المالي الياباني بأهمية كبيرة حيث تحتل بورصة طوكيو الرتبة الثانية على الصعيد العالمي.

وإلى جانب هذه الأسواق الكبيرة توجد بالمقابل أسواق حديثة العهد سجلت اسمها في وسط الأسواق المالية كما ازدادت أهميتها خاصة بعد إلغاء القيود على التدفقات المالية، أطلق عليها مصطلح أسواق الأوراق المالية الناشئة، حيث فتحت هذه الأخيرة أسواقها واستقطبت تدفقات مالية ضخمة، إذ تحولت من طبيعة القيود المصرفية إلى طبيعة أوراق مالية فشهدت بذلك هذه الأسواق نموا كبيرا، وأكثر مظاهر تطور هذه الأسواق هو عملية توجيهها نحو التحرر المالي والعالمية سعيا وراء الاندماج مع أكبر أسواق الأوراق المالية بهدف زيادة معدلات الاستثمار بها، ولكن هذا التحرر شكل لها مخاطر كبيرة إذ تسبب في حدوث أعنف الأزمات البورصية، كما أن الاندماج فيما بينها سرع انتشار الأزمة بها .

ولإنهاء مختلف تطلعات هذه المطبوعة، تم تقسيمها إلى تسعة محاور كما يلي:

أولاً: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية.

ثانياً: إدارة وسير السوق المالية.

ثالثاً: الدخول إلى السوق المالية.

رابعاً: وظائف وكفاءة الأسواق المالية ومزايا الدخول إليها.

خامساً: الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية.

سادساً: الأوراق المالية المشتقة.

سابعاً: محفظة الأوراق المالية.

ثامناً: نظرية المحفظة.

تاسعاً: تسيير محفظة الأوراق المالية.

وفي نهاية هذه المطبوعة عرض لقائمة المراجع العربية والأجنبية التي تم اعتمادها في إعدادها

وتهيئتها، متمنين بذلك للطلبة الأعزاء التوفيق والنجاح.

المحور الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

يهتم هذا المحور بالتطرق إلى العناصر المولوية:

- مفهوم سوق رأس المال وأقسامه
- أقسام السوق المالية

أولاً: مفهوم سوق رأس المال وأقسامه:

1: مفهوم سوق رأس المال

تقوم سوق رأس المال بربط العلاقة بين الطالبين والعارضين لرؤوس الأموال من خلال أدوات عديدة - أوراق مالية، قروض،... الخ، ويمكن التمييز بين نوعين من الأسواق، حسب معيار المدة التي على أساسها يتم حيازة أدوات التمويل، فهناك أسواق تتداول فيها أدوات مالية قصيرة الأجل ومتوسطة الأجل وهي الأسواق النقدية، وأسواق تتداول فيها أدوات مالية طويلة الأجل وهي الأسواق المالية.

2: أقسام سوق رأس المال

1-2: السوق النقدية:

1-1-2: ماهية السوق النقدية:

هي سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل، حيث يمكن إقراض واقتراض الأموال لمدة تتراوح بين عدة ساعات إلى غاية سنة، كما يمكن أن تتعدى ذلك إلى الآجال المتوسطة وذلك من خلال حيازة أموال مقابل سندات ذات تاريخ استحقاق يصل حتى سبع سنوات، مشكلة بذلك مصدراً لإعادة التمويل من طرف البنوك، كما أن السوق النقدية هي سوق مفتوحة أيضاً لأطراف أخرى لتداول أصول مالية قابلة للتداول⁽¹⁾.

ويتعامل في السوق النقدية المستثمرون الذين يفضلون تحمل درجة خطر منخفضة عند استثمار أموالهم في الأصول المالية المختلفة ذات السيولة المرتفعة وتحقق لهم درجة عالية من الأمان وتلعب البنوك ومؤسسات الوساطة المالية الأخرى دوراً أساسياً فيها⁽²⁾.

وتتمتع السوق النقدية بارتفاع درجة سيولة الأدوات التي تتداول فيها، كما تتميز المعاملات في هذه السوق بانخفاض تكلفة الصفقات لسهولة وسرعة انجازها وتنفيذها.

1 Gilles Jacoud, Un Panorama de différentes marches de capitaux, Revue Cahiers français, la documentation française, N° 361, mars- avril 2011, P 31

2 IDEM, P31.

ويعود سبب انخفاض درجة الخطر في الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية إلى كونها أدوات قصيرة الأجل وأغلب هذه الأدوات صادرة عن البنوك التجارية أو البنك المركزي أو الحكومة ممثلة في الخزينة العامة وهذه الجهات تتميز بملاءة عالية.

وتلعب السوق النقدية دورا مهما في إعادة تمويل البنوك، فالبنوك التي لها فائض في السيولة تقرر البنوك التي هي في حاجة إلى سيولة.

2-1-2: أقسام السوق النقدية:

تنقسم السوق النقدية إلى قسمين:

1-2-1-2: السوق بين البنوك:

وهي السوق التي تقوم من خلالها البنوك بعمليات الإقراض والاقتراض لمدة قصيرة كما انها عبارة عن سوق مخصص للمؤسسات والهيئات المالية، والمتمثلة فيما يلي:

- المؤسسات البنكية
- الخزينة العامة، البنك المركزي
- مصالح البريد
- المؤسسات التي تقوم بتسيير محافظ الأوراق المالية
- مؤسسات مالية أخرى: شركات التأمين، ... الخ

ويتم التعامل بين هذه المؤسسات على أساس ان هناك بعض المؤسسات البنكية والمالية تملك فائضا في الخزينة بينما هناك مؤسسات أخرى في حالة عجز مؤقت، وعليه يتم تداول هذا الفائض بين المقرض والمقترض لمدة قصيرة جدا وذلك مقابل معدل فائدة يحدد حسب العرض والطلب، ويتدخل البنك المركزي لإحداث عملية التوازن والاستجابة لاحتياجات إعادة التمويل الدائم للمؤسسات المصرفية وشراء وبيع سندات الخزينة ويجدر التنبيه إلى أن تداول رؤوس الأموال لا يتم في مكان محدد، غير أنه يتعلق بسوق ذات معنى اقتصادي يتم التعامل فيها على اساس وسائل الاتصال⁽¹⁾.

2-2-1-2: السوق النقدية الموسعة:

وهي سوق مخصصة لمجموع الأعوان الاقتصاديين: مؤسسات، بنوك، أفراد، وذلك لتداول رؤوس الأموال قصيرة الأجل من خلال أدوات مالية.

1 حسن علي خربوش، عبد المعفى رضا أوشيد، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، زهران، عمان، 1998، ص 36

وتنقسم هذه السوق بدورها إلى نوعين من الأسواق هما:

- سوق الخصم:

وهي السوق التي تلجأ إليها المؤسسات والأفراد لتسييل الحقوق القابلة للتداول التي بحوزتهم، وبالتالي فهي السوق التي تتداول فيها الحقوق القابلة للتفاوض والمتمثلة في الكمبيالات وأذونات الخزنة وشهادات الإيداع، حيث يتم خصمها لدى بنوك الخصم والبنوك التجارية مقابل معدل خصم⁽¹⁾.

- سوق القروض قصيرة الأجل:

ويبرم في هذه السوق عقود تتعلق بالقروض قصيرة الأجل بين الأفراد والمؤسسات من جهة، والبنوك التجارية من جهة أخرى، ويتولى الجهاز المصرفي القيام بهذه العملية.

2-2: السوق المالية:

السوق المالية هي ذلك الفضاء الذي يتم فيه يومياً شراء وبيع أدوات مالية، حيث يلتقي فيها مباشرة العارضين والطالبين لرؤوس الأموال طويلة الأجل، وهي بذلك أداة لتخصيص الموارد طويلة الأجل في خدمة المؤسسات والإدارات⁽²⁾.

وتعتبر السوق المالية إطار لإصدار وتداول الأوراق المالية الممثلة أساساً في الأسهم والسندات والأوراق المالية الهجينة وعقود الاختيار بين الأعوان الاقتصاديين، ومفهوم السوق هنا لا يرتبط بحيز جغرافي معين وإنما يرتبط بالمفهوم الاقتصادي للسوق، حيث يتم الربط بين مختلف الأعوان الاقتصاديين سواء الطالبين أو العارضين لرؤوس الأموال من خلال توافر قنوات اتصال فعالة، بحيث تجعل الأسعار السائدة في أي لحظة زمنية معينة متماثلة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة عبر قنوات لاتصال⁽³⁾.

وبهذا فالسوق المالية عبارة عن مفهوم واسع لا يرتبط بحيز جغرافي أو مكان معين، ولكن يرتبط بالمفهوم الاقتصادي الواسع للسوق وهو اللقاء العرض والطلب.

ثانياً: أقسام السوق المالية :

يتم تقسيم السوق المالية وفقاً لعدة معايير منها ما يلي:

1: أقسام السوق المالية حسب معيار طبيعة العمليات المجرىة.

يتم تقسيم السوق المالية حسب هذا المعيار إلى مايلي:

1. عبد الباسط وفاء حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الاعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر،

1996، ص 15

2 J.S.Geours, Les Marchés Financiers, Domino, France, 2ème Editions, 1996- P12

3 محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات، مؤسسة الوراق، الأردن، 1990، ص 139

1-1: أسواق مالية فورية

وهي الأسواق المالية التي تتداول فيها الأوراق المالية بصورة فورية بمعنى استلام وتسليم الأوراق المالية فوراً بمجرد اتمام الصفقة، ويتعلق الأمر بتداول الأسهم والسندات والأوراق المالية الهجينة.

2-1: أسواق مالية آجلة

وهي الأسواق المالية التي تتداول فيها الأصول المالية على أساس إبرام عقود آنية ويكون تنفيذها في المستقبل ويتعلق الأمر أساساً بعقود الاختيار والعقود المستقبلية.

2: أقسام السوق المالية حسب معيار الإصدار والتداول

إذا كانت الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب تصدر لأول مرة تسمى بالسوق الأولية أو سوق الإصدار وتكون فيها العلاقة مباشرة بين المصدر والمكتتبين، أما إذا كانت الأوراق المالية محل التعامل قد تم إصدارها من قبل، فيتعلق الأمر بالسوق الثانوية، وفي مثل هذا النوع من التعامل لا تكون المؤسسة المصدرة طرفاً في العملية، وتسمى سوق التداول.

2-1: السوق الأولية

هي جزء من السوق المالية مخصصة للأوراق المالية المصدرة لأول مرة، وعليه فهي السوق التي يمكن من خلالها للدولة والمؤسسات الاقتصادية والإدارات العمومية الحصول على رؤوس الأموال الطويلة الأجل الضرورية لتغطية احتياجاتها التمويلية مقابل إصدار أوراق مالية.¹

وإصدار الأوراق المالية الجديدة إما يكون من طرف مؤسسات قائمة سبق لها وأن أصدرت أوراق مالية وهي محل تداول أو شركات جديدة تدخل السوق لأول مرة بإصدار أوراق مالية يتم طرحها لأول مرة في السوق.

وتعد السوق الأولية هي الوسيلة التي تحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها، وتبعاً لذلك فهي بمثابة سوق الاستثمار الحقيقي للمؤسسات المصدرة للأوراق المالية وسوق الاستثمار المالي للأعوان المكتتبين في الأوراق المالية -المشتريين للأوراق المالية-، فإذا قام الأعوان الاقتصاديون بإعادة بيع الأوراق المالية المكتتب فيها في السوق الثانوية، فلن يوجد استثمار حقيقي، بل يوجد استثمار مالي للمشتري الجديد للأوراق المالية المباعة، وعليه فليس كل استثمار مالي يتم لتمويل استثمار حقيقياً لأن السوق الثانوية هي سوق الاستثمار المالي وليس الاستثمار الحقيقي.²

1J.B. Jacqueline, op-cit, 1990 , P 23.

2 عاطف وليم آندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي الإسكندرية 2006، ص 27

وفي السوق الأولية يلتقي الأعوان الاقتصاديون الذين هم في حاجة إلى أموال لتمويل مشاريعهم الاقتصادية بإصدار أوراق مالية، بمن لديهم فوائض مالية مباشرة عن طريق الاكتتاب في الأوراق المالية المصدرة من طرف الطالبين للأموال.

2-2: السوق الثانوية

2-2-1: مفهوم السوق الثانوية

وهي السوق التي يتم فيها تداول الأصول المالية التي تم إصدارها من قبل وتعرف بالبورصة⁽¹⁾، كما يمكن تعريفها أيضا بأنها السوق التي يتم تداول الأوراق المالية فيها شراء وبيعاً، لذلك يطلق عليها سوق التداول⁽²⁾.

2-2-2: أجزاء السوق الثانوية

تنقسم الاسواق الثانوية من حيث طبيعة التنظيم الى ما يلي:

- السوق المنظمة:

وتعرف تحديداً بالبورصة، وهي عبارة عن مكان معروف ومعلوم يتم فيه تداول الأوراق المالية عن طريق السماسرة نيابة عن المستثمر مقابل حصولهم على عمولة، وهناك قواعد واجراءات ينبغي اتباعها لتسجيل المؤسسات في البورصة.

وحالياً أصبحت هذه الأسواق عبارة عن شبكة من الاعلام الآلي منظمة ومسيرة من طرف مؤسسات تخضع لنظام المنافسة وهي بدورها مسجلة بالبورصة كباقي المؤسسات الأخرى، وتحت تأثير المساهمين، وتعمل باستمرار على التحديث لأدوات الاستثمار من خلال طرح أوراق مالية والاستثمار في التكنولوجيا العالية الكفاءة، كما أن بعض الأسواق المنظمة في الدول المتقدمة أصبحت لها بعد دولي على أساس عمليات الاندماج والاستحواذ، وكمثال على ذلك ثم في سنة 2000 انشاء اول بورصة ذات بعد دولي، من خلال اندماج بورصة باريس وبورصة نيويورك المعروفة باسم ⁽³⁾ NYSE تحت اسم مجموعة EURONEXT-NYSE وهي مسجلة في نفس الوقت في بورصة نيويورك وباريس، وذلك من اجل جلب أكبر عدد من المستثمرين وزيادة شهرتها، فالمؤسسات لها الإمكانية أن تكون مسجلة في عدة بورصات في نفس الوقت.

- السوق غير منظمة (الموازية)

وتتضمن المعاملات التي تجري خارج السوق الرسمية، فليس هناك مكان محدد لإجراء المعاملات ويتم التعامل من خلال بيوت السمسة وبواسطة شبكة معلوماتية، وعليه فالسوق الموازية

1 Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou-Huart, *Dictionnaire de marches financières*, Deboeck 2ème éd, 2008, P 328.

2 السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دارالفكر، الأردن، الطبعة الأولى، 2012، ص 96.

3 NYSE : New York Exchange.

مخصصة لتداول الأوراق المالية غير مسجلة في البورصة، وتتميز هذه الأسواق ببراءة المعلومات المتعلقة بالمؤسسات والأوراق المالية المتداولة فيها، حيث تعتمد المؤسسات إلى نشر هذه المعلومات بغرض التوضيح، ولا تكون مضمونة من طرف أي جهة، ولا توجد شروط تذكر تفرض على المؤسسات للدخول إلى مثل هذه الأسواق، وتكون عمليات التداول فيها ضعيفة⁽¹⁾.

ويتحدد سعر الورقة المالية بالتفاوض، وعادة ما تسبق عملية التفاوض هذه محاولة الوقوف على الأسعار التي يعرضها مختلف التجار - بيوت سمسة - وتوجد أنظمة معلوماتية تسمح بنشر الأسعار لكل ورقة مالية متعامل عليها لحظة بلحظة والتي على أساسها يبدأ التفاوض بين المستثمر والسمسار للشراء أو البيع، ومن الأنظمة المعلوماتية الموجودة في العالم نذكر NASDAQ وهي شبكة معلوماتية تابعة للاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية بالولايات المتحدة الأمريكية، تظهر لحظة بلحظة أسعار وحجم التداول على الأوراق المالية في السوق الموازية⁽²⁾.

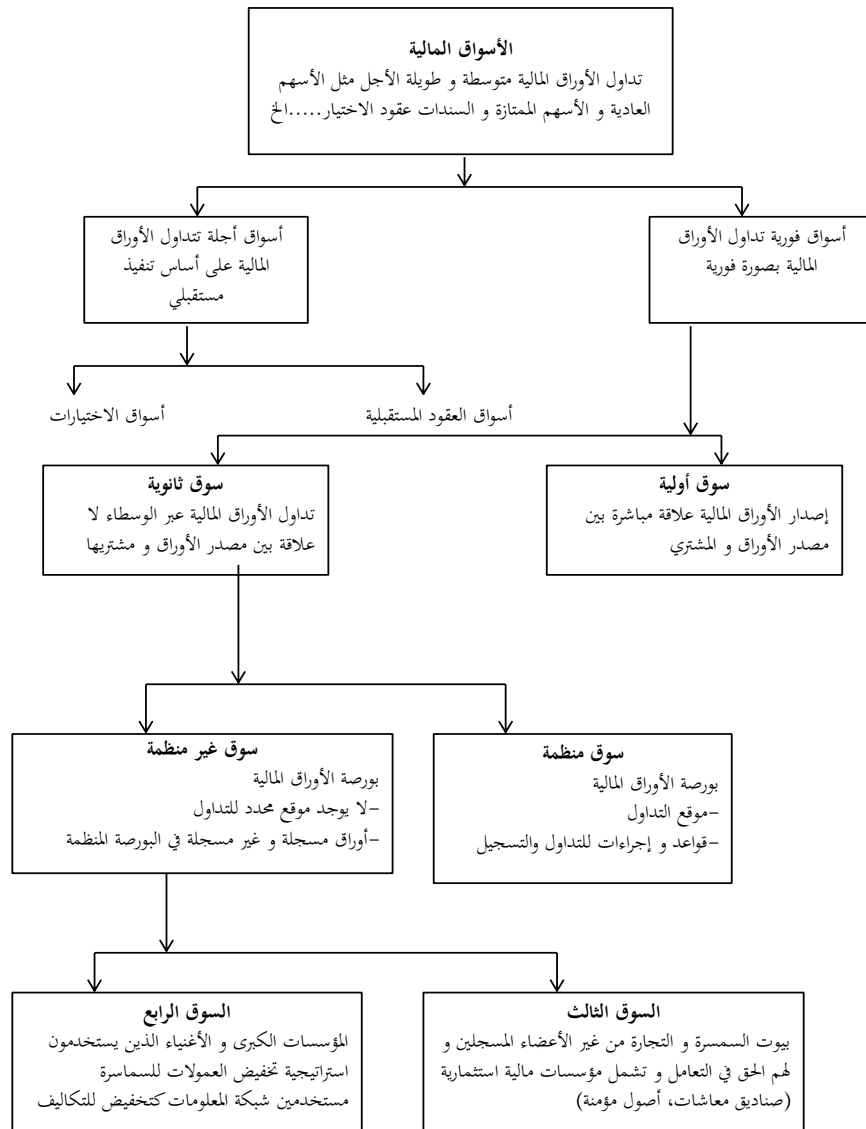
وتؤخذ على الأسواق الموازية أنها لا توجد آلية للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار الذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب، مثل هذا التوازن يمكن تحقيقه في الأسواق الرسمية بطرق عديدة من بينها: دخول المتخصصين بالبيع أو الشراء لإحداث عملية التوازن بين العرض والطلب، بالإضافة إلى إصدار قرار من إدارة البورصة بإيقاف التعامل على ورقة مالية معينة على أمل دخول متعاملين إضافيين من شأنه إحداث التوازن بين العرض والطلب.

وتجدر الإشارة إلى أن كل المعاملات المالية التي تتم خارج السوق الرسمية سواء تعلقت بأوراق مالية مسجلة أو غير مسجلة في البورصة فإنها تدرج في إطار السوق الموازية.

1R. Ferrandier & V. Koen, Marchés des capitaux et Technique Financiers, Economica, Paris, 2^{ème} édition, 1991, P 255.

2NASDAQ, National Association of Dealers Automated Quotation.

شكل رقم (1) أقسام السوق المالية



المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، الأردن، 2005، ص 45.

المحور الثاني: إدارة وسير السوق المالية

يتناول هذا المحور النقاط التالية:

- إدارة السوق المالية.
- أطراف عملية التداول.
- طرق التعامل في السوق المالية.

أولاً: إدارة السوق المالية

تختلف إدارة الأسواق المالية من دولة إلى أخرى من حيث الهيئات الإدارية والمهنية المشرفة على إدارة السوق، وعموماً تتمثل الهيئات المشرفة على إدارة السوق المالية فيما يلي:

- الهيئات الإدارية
- الهيئات المهنية
- عناصر السوق المالية

1: الهيئات الإدارية

تتكون هذه الهيئات من الأطراف التالية:

1-1: لجنة عمليات البورصة:

وهي عبارة عن هيئة إدارية تقوم بالإشراف على تسيير السوق، مراقبة المعلومات وحماية المستثمرين. وتنظيم هذه الهيئة يختلف من دولة إلى أخرى من حيث عدد أعضائها والصلاحيات الموكلة إليها، ويعود ذلك إلى عدة عوامل منها عدد الأسواق المالية الموجودة في دولة ما، تطور نشاط السوق المالية حجم التداول في السوق ... الخ.

وبصفة عامة نجد أن هذه الهيئة يرأسها رئيس يتم تعيينه من طرف وزارة المالية وتتضمن مجموعة من الأعضاء يتمثلون في السماسرة وأعضاء آخرون يتمثلون في هيئات إدارية أخرى.

فمثلاً لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة في فرنسا تتكون من الأعضاء التالية⁽¹⁾:

- ممثل مجلس السوق المالية
- ممثل البنك المركزي
- مجلس الدولة
- محكمة النقض

1 Monier Philippe, Les Marchés Boursiers, Verneuil, paris, 3^{ème} ed, 2007, P 12-13.

- مجلس المحاسبة
- ممثل الجمعيات المهنية المختصة في مجال الاستثمار في البورصة
- وتتمثل مهمتها في الرقابة على المعلومات المنشورة من طرف المصدرين وحماية المستثمرين ومراقبة صحة العمليات.

كما يمكن تقسيمها إلى لجان فرعية بحسب حجم نشاط السوق.

كما تختص لجنة البورصة بما يلي⁽¹⁾:

- تحقيق حسن سير العمل في البورصة باتحاد ما تقتضيه الظروف من الإجراءات والتدابير الرديعية، وهذا للحد من الممارسات غير الأخلاقية واستغلال السماسرة للثقة العملاء، اتفاقيات التلاعب، المحافظة على السوق من الأزمات والانهيال وعمليات المضاربة.
- قيد وشطب المؤسسات التي تريد الدخول والخروج من البورصة، حيث تتدخل هذه الهيئة بمراقبة المعلومات المقدمة من طرف المؤسسة الراغبة في الدخول إلى البورصة والتأكد من صحتها والتأكد من صحتها وتوفيرها على الشروط القانونية والمالية اللازمة للإدراج، كما يقوم بالتأشير على المعلومات الدورية التي تكون المؤسسات المدرجة ملزمة بنشرها، وتأشير لجنة عمليات البورصة يعطي الضمان بصحتها والوثوق بها من طرف المستثمرين.
- وبصفة عامة فإن لجنة عمليات البورصة تقوم بمراقبة كل الأنشطة المتعلقة بالأوراق المالية سواء في البورصة أو خارجها. وتؤمن أيضا معايير مالية دقيقة، وقوانين السيرة المطبقة على مؤسسات إصدار الأسهم والسندات.

كما ان لهذه اللجنة سلطة تأديبية على جميع أعضاء البورصة والأطراف المتدخلة فيها، حيث توقع عقوبات على كل الأشخاص الذين يسربون معلومات بحكم مناصبهم في البورصة، بالإضافة إلى توقيع عقوبات على المخالفات في حالة عدم احترام الإجراءات المعمول بها.

1-2: الخزينة العامة:

وهي عبارة عن هيئة إدارية تمثل الدولة في مجموع الأنشطة النقدية والمالية، وهي بذلك تتدخل في عدة ميادين بتطبيق المبادئ الأساسية والحفاظ على الوظيفة العمومية العليا وتقوم بالمهام الآتية⁽²⁾:

- تعيين المسؤولين وانتداب الموظفين السامين.
- تنسيق التشاور وتبادل المعلومات والثقة المتبادلة بين مختلف هيئات السوق.
- كما تملك السلطة التنظيمية من خلال الإشراف على العملية التشريعية والتنظيمية ومشاريع القوانين المحفزة والمقدمة للحكومة ووضع النصوص التطبيقية.

1 محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، 2008، ص 116

2A. Choinel & G.Rouyer, op-cit, 1999, P 15.

- كما يمكن في إطار المهام الإدارية للخرينة العامة التي لها علاقة بإدارة السوق المالية القيام بتعيين مندوب أو أكثر، تكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح كما ينبغي استدعاؤه لحضور جلسات لجنة تنظيم البورصة ومجلس التأديب، بالإضافة إلى تمتعها بصلاحيات تتمثل في الاعتراض على قرارات الجمعية العامة للجنة البورصة السارية المفعول⁽¹⁾.

2: الهيئات المهنية

وتشمل الهيئات المهنية في مجلس السوق وشركة البورصة

2-1: مجلس السوق المالية:

ويتولى الإشراف على تنظيم وتنمية السوق المالية ومراقبة حسن قيام السوق بوظائفها، كما يعمل أيضا على المساهمة في خلق وتدعيم المناخ الملائم للإدخار والاستثمار وتعبئة رؤوس الأموال اللازمة لتمويل عملية التنمية وذلك من خلال تشجيع وتطوير وتنمية السوق الأولية وسوق التداول، كما يعمل على ضمان توفير الشفافية وحماية المستثمرين من خلال إشرافه على توفير المعلومات عن الأوراق المالية وضمان تدفقها للمستثمرين والتأكد من أن العمل في السوق يقوم على أسس سليمة بعيدة عن الاستغلال وعمليات المضاربة الوهمية⁽²⁾.

ويتكون من مجموعة من الأعضاء المهنيين يتم تعيينهم في أغلب الأحيان بقرار وزاري لمدة معينة وذلك باقتراح الهيئات الممثلة للمؤسسات التي تقوم بعمليات الإصدار، المستثمرين، الوسطاء، مؤسسات الاستثمار ... الخ.

وتتمثل مهام مجلس السوق المالية فيما يلي⁽³⁾:

- تنظيم العمليات المالية، حيث أنه يقوم باختبار المشاريع المتعلقة بالعرض العام للشراء أو التبادل وذلك من حيث مدى مطابقتها للقواعد السارية المفعول وأن المساواة في المعاملة بين المساهمين قد احترمت.
- تحديد قواعد السير الحسن لمؤدي الخدمات الاستثمارية - بنوك، شركة البورصة ... -
- تحديد المبادئ والقواعد العامة للتنظيم وسير الأسواق المنظمة.
- القيام بالتحقيق في ملفات الترشح للحصول على وظيفة الوساطة وكذلك الدخول إلى السوق المالية من طرف المؤسسات.
- ويتمتع المجلس بفرض عقوبات تأديبية على مؤدوا الخدمات الاستثمارية في حالة الإخلال بقواعد السير الحسن.

2-2: شركة البورصة:

1 محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، 2008، ص 118

2 عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، 2006، ص 516

وهي عبارة عن مؤسسة مالية تخضع لقانون المنافسة ويمكن أن تكون مسجلة لدى سوقها الخاص، وتتكون من مساهمين يحوزون على أسهم ملكية ملكية، ويتمحور نشاطها في طرح منتجات مالية جديدة الاستثمار في تكنولوجيا المعلوماتية الأكثر نجاعة، والإندماج والاستحواذ من خلال العمليات المالية الدولية، بمعنى الاستحواذ على شركات بورصة أخرى في العالم،

وتعتبر الهيئة التنفيذية لمجلس السوق المالية وتتولى المهام التالية⁽¹⁾:

- تنفيذ قرارات مجلس السوق المالية والتكفل بالتطبيق المباشر للقوانين والأحكام على السوق.
- تسير كل العمليات المتعلقة بالدخول إلى البورصة من طرف المؤسسات.
- تمارس عملية الرقابة على كل المعاملات وضمان النهاية الحسنة للعمليات المجرة.
- تقوم بعمليات الوساطة بين أعضاء السوق لتسوية وتسليم الأوراق المالية.
- تقوم بنشر المعلومات في الوقت الحقيقي للمتعاملين فيها.
- نشر المعلومات المتعلقة بالسوق وتسعير الأوراق المالية بواسطة الإعلام الآلي.
- إجراء عمليات المقاصة.
- تحديد قواعد التسعير
- تنشيط الحملات الإعلامية وإرساء الثقافة البورصية.

ثانيا: أطراف عملية التداول في السوق المالية

هناك ثلاثة أطراف تتعامل فيما بينها في السوق المالية فيما يخص عمليات التداول، وتشمل هذه

الأصناف ما يلي:

- مصدر والأوراق المالية
- المستثمرون
- الوسطاء الماليون

1: مصدر والأوراق المالية:

وتتمثل هذه الفئة في المؤسسات الاقتصادية سواء الانتاجية أو الخدماتية أو المالية وحتى شركة البورصة ذاتها والهيئات العمومية كصناديق التقاعد وشركات التأمين والدولة والجماعات المحلية، وتأخذ هذه الفئة شكل قانوني خاص بمعنى ينبغي أن تكون شركات مساهمة وتتوفر على شروط مالية معينة من حيث تحقيق الربح، واتباع نظام محاسبي معين.

¹Daniel Goyeau, Amine Tarazi, Marchés, produits et acteurs, Revue Cahiers français N 361, Mars – Avril 2011, op-cit, P 35.

2: المستثمرون:

وتتمثل هذه الفئة في الأعوان الاقتصاديين الذين يملكون فائضا ماليا ويرغبون في استثمار هذا الأخير في السوق المالية، من خلال شراء أوراق مالية وتتضمن هذه الفئة صنفين من المستثمرين هما⁽¹⁾:

- مستثمرون طبيعيون: أجراء، عائلات
- مستثمرون مؤسساتيون: هيئات التوظيف الجماعي مثل شركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير، الصناديق المشتركة للتوظيف، هيئات التقاعد وصناديق وشركات التأمين والمؤسسات المالية المصرفية، والمؤسسات الاقتصادية العمومية والخاصة والاجنبية.

3: الوسطاء:**3-1: تعريف الوسطاء⁽²⁾:**

يلعب الوسطاء دورا أساسيا في عمليات بيع وشراء الأوراق المالية وترويجها، ومن ثم فهم عناصر أساسية لتنشيط السوق، حيث تقوم هذه الفئة بدور الوساطة بين فئة المستثمرين، وفئة المصدرين للأوراق المالية من جهة وعملية الوساطة أيضا بين بائعي الأوراق المالية ومشتريها في السوق الثانوية من جهة أخرى، فالتعامل في السوق المالية لا يكون مباشرة بين البائع والمشتري وإنما يكون عن طريق وسيط، فلن يقوم المستثمر بالدخول عمليا إلى البورصة والقيام بنفسه بعملية الشراء أو البيع للأوراق المالية التي يملكها في البورصة، ولكن التعامل يكون من خلال وسطائهم السماسرة الذين ينفذون أوامر العملاء.

3-2: أقسام الوسطاء:

ويمكن تقسيم الوسطاء في السوق المالية إلى العناصر التالية⁽³⁾:

3-2-1: شركات السمسرة في الأوراق المالية:**3-2-1-1: تعريف السمسار:**

يعرف السمسار على أنه شخص مفوض من شركة سمسرة يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية في البورصة بالوكالة نيابة عن عملائه مقابل عمولة دولة إدارية كافية بالشؤون المالية، كما يجب أن يكون مؤهلا قانونيا، كما يعرف أيضا بأنه وكيل بالعمولة يقوم بالتوسط لبيع وشراء الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى في السوق المالية.

ويمكن أن يكون السمسار شخصا طبيعيا أو معنويا في شكل شركة، وقد يؤدي هذه الوظيفة في بعض الدول البنوك التجارية باعتبارها سماسرة.

1P. Lamy, Les Bourses De Valeurs, Economica, Paris, 1995, P 33.

2Thami Kabbaj, Lestraders, maitres du front office, Revue problèmes économiques, N°2956, Oct 2008, P 39 – 40.

3 السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، 2010، ص 90

أما بورصة نيويورك فيعرف من يقوم بالوساطة بسمسار البورصة (Stock Broker) وهناك نوعان من السماسرة في بورصة نيويورك هما:

- السمسار الوكيل: وهويتبع إحدى الشركات ويقوم بتنفيذ أوامر البيع والشراء للأوراق المالية والتي يتلقاها من المستثمرين والتي يصدرونها على الشركات التابع لها هذا السمسار.
- سمسار الصالة: وهو سمسار لا يتبع أي شركة وإنما يقوم بتنفيذ أوامر البيع والشراء التي تطلب منه من قبل السماسرة الوكلاء.

3-2-1: أقسام شركات السمسرة:

تنقسم شركات السمسرة إلى نوعين من الشركات:

- شركات الوساطة وتقوم هذه الشركات بتنفيذ الأوامر الصادرة لها من العميل فقط حيث لا تقدم له أي تسهيلات إئتمانية من أي نوع فما عليها إلا أن تشتري للعميل في حدود الحساب المفتوح للعميل.
- شركات السمسرة: وهي شركات سمسرة تقوم بالدور السابق كوسيط ولكن يرخص لها من قبل الهيئة المسؤولة عن البورصة بفتح وإدارة حسابات جارية للأوراق المالية، ومسموح لها أيضا بالتعامل بنظام الشراء الهامشي، حيث تقوم بإقراض العميل وتمكينه من الشراء بحدود تزيد عن إمكانياته المالية ويقوم العميل بسداد القرض والفائدة عليه بالإضافة إلى عمولة الشركة عن أي عملية تداول بيعا أو شراء طبقا لأوامر العميل.

3-2: تجار الأوراق المالية⁽¹⁾:

هم أعضاء مسجلون بالسوق، ويقومون بشراء الأوراق المالية لحسابهم، وبيعها عند ارتفاع أسعارها والاستفادة من فارق السعر، ويتابع هؤلاء الأفراد البورصة عن كثب وباهتمام بحثا عن فرص الشراء والبيع، فهم عندما يشترون سريعا في البيع لاقتناص الفرص المربحة، ويعتمد ربحهم على حجم وسرعة ومعدل دوران السهم أو الورقة المالية محل التعامل، وعلى الدقة في تقدير التحركات السعرية المتوقعة في المستقبل للأوراق المالية، ولا تتحصل هذه الفئة على أي عمولات بيد أنهم يمكنهم الحصول على هامش أقل من نظائهم من الفئات الأخرى العاملة في البورصة ومرد من ذلك أنهم يخضعون لعدد ضخم من القواعد واللوائح التي تتحكم في أنشطتهم نتيجة لطبيعتهم الخاصة التي تميل إلى أنشطة المضاربة.

وفي بورصة نيويورك نجد نوعان من المتاجرين في الأوراق المالية هم:

- تجار الصالة: وهم تجار الجملة ويتعاملون داخل البورصة لحسابهم.
- تاجر التجزئة (الطلبات الصغيرة): وهو مضارب في كسور الأسهم حيث يتوسط في شراء وبيع الأوراق المالية التي تقل عن 100 ورقة والمضاربة بها.

1 عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، 2006، ص 33.

حيث يقوم تاجر الطلبيات الصغيرة بشراء الأوراق المالية بكميات كبيرة يقومون ببيعها بكميات صغيرة لمن يريد الشراء في مقابل الحصول على عمولة غالبا ما تكون أكبر قياسا بالعمولات التي يتقاضاها تاجر الطلبيات الكبيرة.

3-3: المتخصصون - صناع السوق:-

يجمع المتخصص بين نشاط السمسرة والاتجار، فهو يشبه السمسار من حيث أنه ينفذ معاملات لسماسرة آخرون نظير عمولة، كما أنه يشبه التاجر من حيث أنه يقوم بالاتجار لحسابه الخاص سواء بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق الربح، ويتخصص كل متعامل من المتخصصين في التعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة محددة من الأوراق المالية أو أسهم شركة معينة ويدفع المتخصص رسم عضوية البورصة من حسابه الخاص ومن أجل ضمان عملية التخصص التي تتميز بها هذه الفئة فإن المتخصص يقوم بالمهام التالية⁽¹⁾:

- إدارة عمليات المزاد للحفاظ على وجود سوق منتظمة وعادلة للورقة والأوراق المالية التي يتخصص فيها، فهو الذي يحدد أسعار الافتتاح لهذه الأوراق كل يوم، وأثناء النهار يقوم بتقديم العطاءات الجارية ويعرض الأسعار على السماسرة.
- تنفيذ أوامر الشراء والبيع لسماسرة الصالة.
- يلعب دور المحفز والمنشط في سوق الأوراق المالية المتخصص فيها، حيث يعبر المتخصص بمثابة نقطة اتصال بين السماسرة من خلال أوامر الشراء والبيع، حيث يجمع بين مندوبي المشتري والبائعين معا بما يضمن تنفيذ المعاملات.
- توفير رأس المال في الحالات التي يوجد فيها اختلال بين العرض والطلب على الأوراق المالية التي يتخصص فيها، فإذا كانت أوامر الطلب أكثر وأسرع من أوامر البيع يلتزم المتخصص باستخدام أموال شركته - أمواله الخاصة - لتدنية أوجه الاختلاف بين الطلب والعرض الخاصة بالأوراق المالية التي يتخصص فيها، ويتم ذلك من خلال الشراء والبيع في اتجاه معاكس لاتجاه السوق حتى يصل بالسعر عند المستوى الذي يتوازن عنده الطلب مع العرض من الأوراق المالية المتخصص فيها.
- استقرار الأسعار لكي يضمن المتخصص أن التعامل في الأوراق المالية التي يتخصص فيها يتم بشكل عادي وبأقل قدر ممكن من التقلبات السعرية، يقوم المتخصص بالتدخل على عكس اتجاه السوق، فهو يقوم بالشراء والبيع لكي يقلل ويخفض من أوجه الاختلالات السعرية غير المعقولة.

4-3: المحكمون أو المراقبون:

1 عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 34.

لا تتحصر وظيفة السوق المالية فقط في إتمام العمليات، ولكن تشمل أيضا على ضمان انتظامية وشرعية تلك العمليات والرقابة على الوقت ومنع أي انحراف والتأكد من أن السعر المتفق عليه يمثل السعر العادل، والفصل في جميع النزاعات التي تقع بين أعضاء البورصة شرط أن يتفق الطرفان على التحكيم وهذا ما يقوم به المحكمون المقيدون في السوق المالية⁽¹⁾.

ثالثا: طرق التعامل في السوق المالية

يتم تداول الأوراق المالية في السوق المالية على صورتين هما:

- العمليات العاجلة.

- العمليات الآجلة.

1- العمليات العاجلة:

تسمى العمليات العاجلة بالعمليات النقدية وهي العمليات التي تسوى فورا، حيث يدفع المشتري الثمن ويسلم البائع الأوراق المالية محل الصفقة، بمعنى " يدفع المشتري قيمة الورقة المالية أجزء منها فورا عند التعاقد في مقابل انتقال ملكيتها له"².

وتتم هذه العمليات في السوق الحاضرة، ويلجأ المتعاملون إلى مثل هذه العمليات للأسباب الموالية:³

- الرغبة في الاحتفاظ بالأوراق المشتراة في محافظهم المالية، وذلك لفترة زمنية بغية الحصول على العوائد التي تدرها بانتظام خلال مدة حيازتها.
- قصد المضاربة على ارتفاع أسعارها حيث يقومون ببيعها عندما تتحسن السوق المالية للحصول على العوائد الناتجة عن عملية البيع هذه بغية تحقيق وتوفير السيولة المطلوبة وذلك ببيع الأوراق المالية في السوق الفورية.

2- العمليات الآجلة:

1-2: تعريف العمليات الآجلة:

جاء نشوء العمليات الآجلة نتيجة تطور المعاملات المالية والتنافس الدولي وكذا نمونشاط أسواق رأس المال، حيث أصبحت هذه الأخيرة تخضع لإنشاء صيغ جديدة للمعاملات أكثر تلاؤم وقدرة على الاستجابة لاحتياجات المستثمرين وتجنبهم مخاطر تقلب أسعار الأوراق المالية.

1 السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، 2010، ص 92.

2 منير ابراهيم هندي، إدارة المنشأة المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1994، ص 481.

3 محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، الجزء الأول، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999/1998، ص 150.

تتعلق "العمليات الآجلة بالصفقات التي يوجد مدى زمني بين تاريخ إبرامها وتاريخ تنفيذها، ويتراخى التنفيذ - تسليم الصكوك ز دفع الثمن - في تاريخ لاحق يسمى بيوم الصفقة".¹

وتعتبر العمليات الآجلة من عمليات المضاربة لكونها لا تتوفر فيها نية التسليم والتسلم، فالمشتري لأجل يأمل أن يرتفع السعر قبل انقضاء ميعاد الاستحقاق فيعيد بيع ما اشتراه ويحقق من وراء ذلك عائد يمثل الفرق بين السعرين، وكذلك نفس الشيء بالنسبة للبائع لأجل الذي يأمل أن يهبط السعر خلال الأجل فيقوم بشراء ما اتفق عليه بأسعار منخفضة عن سعر البيع.²

ويتم تنفيذ هذه العمليات في السوق المستقبلية (الآجلة) وتهدف هذه الأسواق إلى الرفع من سيولة الأوراق المالية والتغلب على المخاطرة المرتبطة بالتقلبات السعرية.

2-2- أنواع العمليات الآجلة:

يندرج ضمن العمليات الآجلة نوعين من العمليات هما:

- العمليات الآجلة الباتة.
- العمليات الآجلة الشرطية.

2-2-1- العمليات الآجلة الباتة:³

وهي عمليات يلتزم طرفا العقد بتنفيذها في تاريخ محدد يسمى موعد التسوية، وذلك يدفع ثمن حالي أو أجل للأوراق المالية محل الصفقة من طرف أحد طرفي العقد على أن يسلم الطرف الآخر الأوراق المالية عند وصول الأجل.

وينص العقد على مجموعة من النقاط، تتمثل في نوع الأوراق المالية، صفتها، كميتها وسعر التعاقد... الخ، وتتميز هذه العقود بأنه لا يمكن التراجع عن تنفيذها.

وينجر عن تصفية مثل هذه العمليات الآجلة، الوضعيات الموالية:

- تصفية العملية وذبك بأن يأخذ المشتري الأوراق المالية ويقوم بتسديد ما عليه من حقوق.
- تسديد الفارق عندما يقوم المشتري أوالبائع بعملية عكسية.
- عملية مربحة وذلك في حالة عدم تحقق ما كان يأمله المشتري أوالبائع، وبغية تسوية وضعيته، يقوم بتحويله على التصفية المقبلة.

2.2.2. العمليات الآجلة الشرطية:⁴

تتضمن العمليات الآجلة الشرطية عدة أنواع من العمليات الآجلة تتمثل فيما يلي:

1 عبد الباسط وفا حسن، 1996، مرجع سبق ذكره، ص 32.

2 عبد الرحمن زكي ابراهيم، التنظيم الاسلامي للبورصات، مجلة العربي، وزارة الاعلام الكويتية، العدد 437، أبريل 1995، ص161.

3 محمد براق، 1998/1999، مرجع سبق ذكره، ص152.

4 نفس المرجع أعلاه، ص 152.

1.2.2.2. العمليات الآجلة بشرط التعويض:

وهي المعاملات التي تمكن المتعاقدين من تنفيذ الصفقة في موعد التصفية، والامتناع عن التنفيذ مقابل دفع مكافئة يتم تحديدها وقت إبرام العقد.

وفي مثل هذه العمليات فإنه ليس بوسع البائع إلا قبول القرار المتخذ من طرف المشتري.

2.2.2.2. العمليات الآجلة بشرط الزيادة:

تتيح هذه العمليات الآجلة الحق لكل المتعاقدين من إتمام الصفقة حين تاريخ التصفية أو إلغاء العقد من أحد الطرفين على أ، يدفع تعويضا للطرف الآخر حتى يتمكن من اكتساب حق الاختيار، وعلى هذا الأساس يمكن التمييز بين نوعين من حق الاختيار هما:

- اختيار الشراء.

- اختيار البيع.

3.2.2.2. العمليات الآجلة بشرط الانتقاء:

تتكون هذه الصيغة من عملية المزوجة بين نوعين من الأوامر على الصفقة الواحدة والتي لهما صفة الشراء البات والشراء بشرط.

وتتميز هذه العمليات في أن للمتعاقد حق الاختيار في تنفيذ الصفقة عند موعد التصفية، إلى جانب هذا، فإن هذه العمليات تركز على سعرين والمتعامل له حق الاختيار في الشراء بالسعر الأعلى أو البيع بالسعر الأدنى، وهنا يمكن التمييز بين حالتين هما:

- حالة بقاء السعر متذبذبا بين الحد الأدنى والحد الأقصى: فالطرف الذي يختار وضعية

المشتري، فإنه يتيح للبائع فرصة تحقيق أرباح لأن العملية ستتم بالسعر الأعلى، وإذا ما اختار الطرف الثاني وضعية البائع فإن المشتري سوف يحقق أرباحا لأنه سيشترى بالسعر الأدنى.

- حالة ارتفاع لأسعار الجارية عن الحد الأعلى أو انخفاضها عن الحد الأدنى: فالطرف الذي

يختار وضعية المشتري فإنه سيشترى بالحد الأعلى ثم إذا اتجهت الأسعار نحو الصعود سيكون هذا المتعامل رابحا في الصفقة، وفي حالة هبوط الأسعار عن الحد الأدنى وكان الطرف الثاني قد اختار عملية البيع فإن هذا المتعامل سيبيع بالحد الأدنى، ومن ثم فإنه يكون رابحا بالنظر إلى الأسعار الجارية التي قد انخفضت.

4.2.2.2. المربحة والوضعية:

تتعلق هاتين الصيغتين بتأجيل موعد الصفقة إلى موعد التصفية المقبل، ويرجع هذا التأجيل إلى شعور المتعاملين بأنه ليس بمقدورهم تنفيذ الصفقات المبرمة بسبب تطور الأسعار على النحو الذي يخالف ما قد تم التنبؤ به.

وعموماً فإن عملية التأجيل تأخذ شكلين رئيسيين هما:

1.4.2.2.2. المربحة:

تنشأ هذه العملية من جراء كون عدد الأوراق المالية المؤجل موعد تصنيفها من طرف المشتريين أكبر بكثير من تلك الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من طرف البائعين، وهذا الوضعية غير المريحة في البورصة تحتم إيجاد ممولين يتدخلون بتقديم الأموال التي تنقص المشتريين مقابل دفع عمولة تسمى المربحة.

2.4.2.2.2. الوضعية:

تمثل هذه الحالة عكس الحالة السابقة (المربحة) وعند هذه الوضعية يتحتم على البائعين البحث عن الكميات التي تنقصهم والتي يقبل حاملوها التنازل عنها مقابل دفع عمولة تعرف بالوضعية. أما في حالة تساوي عدد الأوراق المالية المؤجل موعد تصفيتها من المشتريين والبائعين فإن عملية التبادل تتم عندئذ دون المربحة أو الوضعية، ويتم تأجيل موعد التصفية وقتها بسعر التعادل.

المحور الثالث: الدخول إلى السوق المالية.

نتطرق في هذا العنصر إلى النقاط الموالية:

- الأساليب المختلفة للدخول إلى البورصة.

- العمليات التي تتم في البورصة.

- القواعد التي تحكم عملية التداول.

أولاً: الأساليب المختلفة للدخول إلى البورصة

بعد اعتماد دخول المؤسسة إلى البورصة من طرف الهيآت البورصية المخولة لذلك والتي تقوم فيما بعد بتحديد الكيفية التي تتم بها عملية دخول المؤسسة إلى البورصة، وتوجد عدة أساليب بورصية مطبقة، والمفاضلة بينها تتوقف على ظروف السوق وحجم المؤسسة.

1- التوظيف المسبق المضمون:¹

العملية البورصية بالمعنى الدقيق غالباً ما تكون مسبقة بتوظيف مضمون، يتم إنجازها من طرف بنك منشئ، حيث يتم تنظيم جزء أوكل عملية بيع الأصول المالية بسعر محدد وخلال مدة محددة أيضاً. غالباً ما يتم تحديد سعر التوظيف المضمون من طرف السوق بعد فترة تحسيسية للمستثمرين، ونتيجة لتوازن عدد الأصول المعروضة والطلبات الصادرة عن المستثمرين حسب تقنية بناء دفتر الأوامر.

ويعاب على هذه الطريقة بتقديم الحصة الجيدة على الهيئات المؤسساتية القريبة من البنك المنشئ، والتخلي عن الزبائن الصغار للبنوك التجارية، ويمكن تفادي هذا النقص من خلال قيام البنك المنشئ المكلف بالإدخال بحجز جزء من التوظيف للأوامر صغيرة الحجم لاسيما تلك الصادرة عن فروعها، كما ان حضور الهيئات المؤسساتية يعتبر عنصر ضمان، ويثبت شرعية مستوى السعر.

2- أسلوب التسعير المباشر:²

تقوم المؤسسة بإيداع لدى وسطاء ماليين مكلفين بعملية الإدخال، مبلغ محدد للأصول المالية والتي يتم عرضها بسعر أدنى محدد مسبقاً، هذا السعر يمكن تجاوزه في حدود 10% أكبر تقدير عند التسعيرة الأولى مع تخفيض متلازم للأوامر المحددة بأسعار محددة أوبأي سعر.

يمكن التخلي عن هذا الأسلوب في حالة كون الطلب مرتفع جداً، واستخدام أسلوب العرض العمومي

بسرر محدد.

1A. CHOINEL, 1998, OP-CIT,P346.

2Idem,p347.

3- العرض العام للبيع:¹

ويسمى هذا الأسلوب أيضا بالعرض بالسعر المغلق، في هذا الأسلوب يكون سعر البيع محددا مسبقا وتكون كل الأوامر مقدمة بسعر العرض، وعموما ما يكون الطلب أكبر من العرض ويمكن تخفيض الطلب بنسبة 1% من الكمية المرغب فيها، وهذه الأوامر يتم تسويتها بسعر واحد، كما يتم تفضيل المستثمرين المؤسسين.

4- العرض بسعر أدنى:²

يتم في هذا الأسلوب اقتراح سعر أدنى للعرض، وتكون الأوامر المقدمة في حدود سعرية محددة، حيث يتم ترتيبها تنازليا، ويكون السعر الأعلى هو السعر الواجب دفعة من طرف الجمهور، وفي حالة كون الطلب أكبر من العرض تقوم اللجنة بتخفيض الأوامر، وتتم تلبية نسبة معينة من الأوامر فقط.

ثانيا: العمليات التي تتم في البورصة

تتيح البورصة للمؤسسات مجموعة من العمليات تتمثل فيما يلي:

1. العرض العام للشراء:

1.1. تعريف العرض العام للشراء:

يمكن تعريف العرض العام للشراء بأنه " إجراء يسمح بمراقبة شركة مسعرة، وذلك بالعرض على المساهمين إعادة شراء أوراقهم المالية بسعر مرتفع عن تلك السائدة في السوق".

2.1. خصائص العرض العام للشراء:

يتميز العرض العام بالخصائص الآتية:

1.2.1. مدة صلاحية العرض:

يتم تحديدها مسبقا، وهي تتراوح بين خمسة وثمانية أسابيع، خلال هذه المدة يقوم المساهمون الراغبون في بيع أوراقهم المالية بتقديم أوامرهم.

2.2.1. سعر الشراء المقترح:

يكون هذا السعر أعلى من السعر السائد في السوق، وبما أن العرض العام للشراء يسمح للشركة الحائزة بالمراقبة فإن سعر الشراء يجب أن يتضمن علاوة مراقبة مبلغها يتغير حسب الشركات، وعادة ما تكون مرتفعة من أجل إنجاح العملية وتقادي أي عرض آخر منافس، حيث إن يمكن لأي مستثمر آخر أن يقدم عرضا عاما للشراء يخص نفس الشركة التي قدم عرضا بشأنها.

1P. MONNIER, 1997, OP-CIT, P34.

2J.PEYRARD, 1998, OP-CIT, P48.

3.2.1. عدد الأوراق المالية المطلوبة:

يجب أن يكون الحد الأدنى للأوراق المالية المطلوبة محدودة، ويكون هذا العدد مرتبطاً بالإمكانيات المالية للمؤسسة الحائزة، وأهدافها، وتوزيع رأس مال الشركة المستهدفة، بحيث لا يمكن أن يكون أقل من 10% من رأس مال الشركة موضوع العملية، وفي حالة كون عدد الأوراق المالية المقدمة أقل من الكمية المطلوبة، فإن العرض العام للشراء يتم إلغاؤه، كما أن هذا الأخير يتطلب سيولة مهمة لإتمام العملية وعلى هذا الأساس تلجأ الشركات إلى أسلوب العرض العام للتبادل.

" وتهدف هذه العملية إلى تحفيز الإدارات على الوصول إلى الأهداف المرجوة والمسطرة من قبل الجمعيات العامة للشركات أي تحقيق أهداف المستثمرين، وخاصة المساهمين فيها".¹

ويعتبر العرض العام للشراء أداة للنمو الخارجي للمؤسسة التي تطمح إلى رفع حصتها في السوق أو التوغل في أسواق جديدة وذلك بحياسة شبكة توزيع، علامة تجارية أو بالحصول على وضعية استراتيجية جديدة.²

ويرجع ظهور هذه التقنية في نهاية الحرب العالمية الثانية حيث إنها كانت وسيلة تسمح بالقيام بمراقبة مؤقتة، ضد إرادة المسيرين بالرغم من أن العروض العامة للشراء تتم بطريقة ودية.

2. العرض العام للتبادل:

تتم هذه التقنية عندما يعلن مستثمر أنه جاهز لحيازة كمية معينة من الأوراق المالية لشركة خلال مدة معينة مقابل تسليم أسهم أو سندات قابلة لتحويل شركة أخرى ومن أجل احترام المساواة بين المساهمين، فإن هذه التقنية تفترض تعليق التسعيرة في حالة ما إذا كانت الأوراق المالية للشركة يتم تبادلها خارج السوق حسب كفاءات استثنائية.³

وعليه فإن هذا الإجراء يسمح للمؤسسة مراقبة مؤسسة أخرى مسعرة في البورصة باقتراح أوراق مالية جديدة على المساهمين، حيث إن هذه الأوراق المالية يمكن أن تكون موجودة قبل العملية، أو تم إنشاؤها في إطار العملية.

وسيرورة عمليات العرض العام للتبادل مماثلة لتلك المتعلقة بالعرض العام للشراء، غير أن المشكل المطروح بالنسبة إلى العرض العام للتبادل هو تقييم نسب تبادل الأوراق المالية بين المؤسستين.

وفي هذا الصدد توجد عدة طرق لتحديد هذه العلاقة تتمثل فيما يلي:⁴

- مدخل الذمة المالية: يقوم هذا المدخل على تقييم الأصول الصافية لشركتين، والقيام فيما بعد بالربط بين القيمتين، من أجل الحصول على المقارنة الأولية.

1L. ROBLIN, Les offer publique d'achat, Dunod, paris, 1962, p60.

2P. AGNELLET, L. GEOFFRAY & J.C. VIANAND, OPA et strategie anti OPA, une approche international, Eska, France, 1989, p24.

3P. GOBRY, La bourse aux indices, Economica, paris, 1988, p102.

4J. PEYRARD, 1998, Op- cit, p52.

- مدخل التدفق: الاهتمام بالتدفقات الماضية والحاضرة للشركة منها التدفق النقدي، الأرباح الجارية، التوزيعات... الخ.

- مدخر البورصة: بالاعتماد على الاسعار البورصية للشركتين يتم تحديد نسب التبادل. وعموما يقوم الخبراء بالمزج بين المداخل الثلاثة مع إعطاء أهمية خاصة لمدخل البورصة.

3. العرض العام للبيع:

يتناول هذا العنصر النقاط الموالية:

1.3. تعريف العرض العام للبيع:

وهذه العملية عكس العرض العام للشراء، ففي العرض العام للبيع، يقترح المستثمر بيع الأوراق المالية للشركة لمدة معينة وبسعر أقل من السعر السائد، ويتم تعليق التسعيرة لأن سعر التنازل عن الأوراق المالية ليس هو ذلك السعر المحدد من خلال التقاء العرض والطلب للمتعاملين.¹

وتستعمل هذه التقنية في خصخصة مؤسسات القطاع العام، حيث إنها تعتبر إحدى الطرق المستعملة في الخصخصة، وتقوم السلطات البورصية بدور إتمام العملية من النواحي القانونية المعمول بها.

2.3. أنواع العروض العامة للبيع:

يوجد نوعين من العروض العامة للبيع تتمثل فيما يلي:

1.2.3. العرض العام للبيع الإسمي:

هذا العرض يحمل اسم المستثمر سواء كان فردا أو مؤسسة، الشيء الذي يتيح للإدارة معرفة المساهمين في الشركة، غير أنه من الصعب تسيير ملايين من الأوراق المالية الإسمية حيث تتطلب تكاليف عالية.

2.2.3. العرض العام للبيع العادي:

هذا العرض لا يحمل اسم المالك أو المستثمر، وبالتالي لا تتطلب تكاليف عالية لتسييرها وتمتاز هذه التقنية بما يلي:²

- توحيد السعر وتحديد مسبقا لاستعماله في تلبية كافة طلبات الشراء.
- المرونة في التنفيذ مع تقسيم الطلبات إلى طلبات ذات أولوية وأخرى عادية.
- الوضوح في قواعد التعامل.

ويتم بيع الأوراق المالية وفقا لهذه الطريقة في السوق المالية، بينما بالنسبة إلى الدول التي لا تتوفر على سوق مالية بمستوى مقبول من الفعالية والشفافية، فإنه يمكن تجاوز هذه العقبة بتطبيق حملة إعلامية واسعة لكل عملية بالإضافة إلى تحقيق جملة من الشروط وهي:

1P. GOBRY, 1988, Op- cit, p 102.

2 حكيمة أماعوز، السوق المالية: آلية عملها وشروط تشغيلها، دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1998، ص ص 51، 52.

- توفر المعلومات المتعلقة بالجانب المالي للمؤسسة ومستويات أداء المسيرين.
- يجب أن يكون للمؤسسة المخصصة حجم معتبر ونتائج سابقة لا بأس بها من أوبالإمكان تحقيق ذلك في المستقبل.

4. العرض العام للانسحاب:

وهو إجراء يمكن المساهمين الذين يمثلون الأقلية في رأس مال الشركة المعنية، أن يقوموا بالانسحاب وتخليهم عن حصتهم فيها للمساهمين الذين يشكلون الأغلبية، وتؤدي هذه التقنية إلى انخفاض الأسعار بفعل زيادة العرض، وهذه التقنية تسمح بشطب مؤسسة من السوق المالية.

ثالثاً: القواعد التي تحكم عملية التداول

يتم تداول الأوراق المالية على أساس النقاء وأمر تصدر من المستثمرين إلى الوسطاء الماليين في إطار قانوني وتنظيمي يهدف إلى تحسين كفاءة السوق المالية، وعليه ينبغي على المستثمرين معرفة الامكانيات المتاحة لتقديم الأوامر، ومعنى كل نوع من الأوامر، حيث إن كل أمر يحمل الإشارة إلى معنى العملية . شراء أبيع . وتعيين الورقة المالية، وعدد الأوراق المالية المراد تداولها وكل الإضافات الضرورية، وتوجد عدة أنواع للأوامر تتمثل فيها يلي:

1. أمر بسعر السوق:

يعتبر أهم وأكثر الاوامر شيوعاً، وهو وسيلة لشراء أبيع ورقة مالية فوراً، بأفضل سعر ممكن وذلك وفقاً لأحد المقولات المعروفة " اشترى بأقل سعر وبيع بأعلى سعر مقدم" ويسمى أيضاً بأفضل ما يستطيع. وخصائص هذا الأمر تتمثل في أنه لا يحمل إشارة إلى السعر، وينفذ بأحسن عرض وأحسن طلب وذلك حسب نوع العملية، شراء أبيع.

2. أمر بسعر محدد:

في هذا النوع من الأوامر يصدر الزبون الأمر بسعر محدد، دون هذا السعر لا تكون هناك عملية بيع أو شراء أي لا يقوم السمسار بتنفيذ الأمر.

3. أمر بأي سعر:

وهو الأمر الذي ينفذ مهما كان السعر في السوق وبدون شرط، ويعتبر هذا الأمر ذو أولوية على باقي الأوامر الأخرى، حيث يسمح بتنفيذ كلي للأمر بدون شروط تتعلق بالسعر، فالمستثمر له اليقين بأن الأمر سوف ينفذ بكامله.¹

4. أمر الكل أولاً شيء:

ينبغي أن ينفذ هذا الأمر كلياً أولاً ينفذ، فإذا لم يتم تنفيذه كلياً بالسعر والكمية المتفق عليها، فلا يتم تنفيذه.

5. أوامر الإيقاف: ¹

يقصد بأوامر الإيقاف الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أوتعداه، وفي هذا الصدد يوجد نوعان من أوامر الإيقاف، أوامر تتعلق بالبيع وأخرى تتعلق بالشراء.

في أوامر الإيقاف التي تتعلق بالبيع يصبح لزاماً على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه، فلأن لدى أحد المستثمرين أسهما سبق أن اشتراها بسعر 100 (و.ن) بينما السعر السائد في السوق 120 (و.ن) للسهم، وأنه يخشى حدوث هبوط شديد في الأسعار، حينئذ قد يصدر أمراً للسمسار بالبيع إذا ما انخفض السعر إلى 10 (و.ن) مثلاً، وإذا لم يتمكن السمسار إبرام الصفقة عند هذا السعر، واستمرت الأسعار في الانخفاض، يظل ملزماً بتنفيذها عند أي سعر يمكنه اللحاق به، وهكذا يتحول أمر إيقاف إلى أمر السوق بمجرد بلوغ سعر السوق للسعر الذي حدده العميل، وذلك أنه يمكن للسمسار تنفيذ الصفقة عند السعر المحدد أو أي سعر أقل منه.

أما أمر الإيقاف الذي يتعلق بالشراء، فإنه يقضي بأن يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أوتعداه، ويلجأ المستثمرون إلى هذا النوع من الأوامر لضمان تحقيق حد معقول من الأرباح عندما يكون اتجاه حركة الأسعار هابطاً.

6. الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

يقصد بها تلك الأوامر التي يكون الزمن هو المحدد لتنفيذها أو عدم تنفيذها، وقد تكون مدة الأمر يوماً أو أسبوعاً، وقد يكون الأمر مفتوحاً أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه ويظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغائه.

1 منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1994، ص: 527.

المحور الرابع: وظائف وكفاءة الأسواق المالية ومزايا الدخول إليها.

يتناول هذا المحور النقاط التالية:

- وظائف الأسواق المالية
- كفاءة الأسواق المالية
- مزايا الدخول إلى السوق المالية.

أولاً: وظائف الأسواق المالية⁽¹⁾:

تعد الوظيفة الأساسية للأسواق المالية تعبئة الادخار لتمكين تمويل الاقتصاد وضمان حركية سيولة الادخار، هذه الوظيفة يمكن فهمها من خلال تحليل العرض والطلب على الأوراق المالية، كما ان للأسواق المالية وظائف أخرى، تتمثل في تقديم وتوفير المعلومات والسماح للأعوان الاقتصاديين مراقبة المصدرين بالإضافة إلى تسهيل إعادة هيكلة المؤسسات.

1- تمويل الاقتصاد:

ينبغي توفر مجموعة من الشروط لضمان التحويل المباشر للموارد بين المدخر والمؤسسة التي ترغب في تمويل مشاريعها الاستثمارية، حيث يجب أن يتناسب مبلغ التحويل مع احتياجات المؤسسة وكذلك من الضرورة أن تكون هذه العملية توافق كذلك الطرفين فعادة الادخار المحتمل للأعوان يكون أقل من احتياجات التمويل التي ترغب الحصول عليها المؤسسات، وكذلك المستثمرين يرغبون في توظيفات قصيرة المدى على العكس من المؤسسات الطالبة تريد الحصول على مصادر تمويل طويلة الأجل.

فالسوق المالية تسمح بالتوفيق بين الحاجات المتناقضة للمدخرين ومصدري الأوراق المالية، حيث يتم تجزئة المبلغ المراد الحصول عليه من طرف المؤسسة إلى أجزاء في شكل أوراق مالية بعدد معتبر ومبلغ صغير نسبياً، هذه التجزئة لا تجعل فقط إمكانية حيازة الورقة المالية من طرف المدخرين، ولكنها أيضاً تسمح لفئة المدخرين تنويع محفظتهم من أجل تدنيه التعرض إلى المخاطر المصاحبة لمثل هذه التوظيفات.

ووجود سوق أولية تسمح للمؤسسات بتصريف إصداراتها والتوفيق بين رغبات أطراف العملية المالية بين المدخرين والمؤسسات المصدرة، وكذلك وجود سوق ثانوية توفر السيولة للأوراق المالية، وعليه فالسوق الأولية تسمح بتجزئة القرض المراد الحصول عليهم من طرف المؤسسة في حصص ذات مبالغ صغيرة في متناول صغار المدخرين وبالتالي تعبئة أكثر لموارد الادخار الموجودة في اقتصاد ما.

¹Gilles Jacoud, Finance et économie réelle, à quoi sert les marchés financiers, Cahiers Français N° 361, mars – avril 2011, P 3 – 5.

أما السوق الثانوية فهي تجعل هذا القرض ذوفترات استحقاق متفاوتة، إذ بإمكان المستثمر التنازل عن الأوراق المالية التي بحوزته في أي وقت دون أن يكون مجبر على الاحتفاظ بها لمدة طويلة، وبالتالي ضمان تقليص المدة من خلال تسيير الأصول المالية- توفير السيولة- وأخيرا فإن السوق المالية تشكل بديل للتمويل المصرفي، فهي تساهم في تمويل الاقتصاد وحركية السيولة.

2- تقديم وتوفير المعلومات:

بالإضافة إلى وظيفة تمويل الاقتصاد التي تعنى بها السوق المالية فإنها تقوم بوظيفة أخرى وهي الوظيفة المعلوماتية المتمثلة في تقديم معلومات تتعلق بالمؤسسات المصدرة سواء هذه المعلومات مقدمة من طرف المؤسسة المصدرة نفسها أثناء قيامها بعملية الإصدار أو بصفة دورية كما تشترطه إجراءات وشروط التسجيل في البورصة أو من طرف وكالات التصنيف الائتماني التي تقيم بصفة دورية نوعية الإصدار من خلال منح نقطة دالة للمؤسسة المصدرة، هذه النقطة الدالة تمثل أحد العناصر الأساسية في تكوين سعر الأوراق المالية.

ونوعية المعلومات المنشورة تحدد الكفاءة المعلوماتية للسوق المالية، فإذا كانت المعلومات المنشورة كافية وتتميز بالسرعة فإنه بإمكانها توجيه الادخار نحو الاستثمارات الأكثر نجاعة، ويكون تمويل الاقتصاد من الناحية النظرية أكثر فعالية.

3- مراقبة تسيير المؤسسات:

يعهد المساهمين في المؤسسات الكبيرة بصفة خاصة بمراقبة تسيير المؤسسات إلى وكلاء أو مسيرين للمؤسسة وهنا يطرح السؤال حول التعارض بين المصالح بين المسيرين والمساهمين، فالسوق المالية تساهم في حل جزء من هذا الإشكال القائم حول تعارض المصالح بين الأطراف ذات العلاقة بالمؤسسة، حيث تشكل السوق المالية - البورصة - مرآة عاكسة لنشاط المؤسسات والقرارات المتخذة من طرف المسيرين، وعليه فالبورصة تتطوي على قدر عالي من المستوى لمعاقبة المسيرين بطريقة غير مباشرة في حالة سوء التسيير، وذلك وفقا لصيغتين التاليتين:

- في حالة سوء تسيير المؤسسة، فإن سعر أسهمها في السوق تنخفض، هذا الانخفاض يشكل إنذار للمساهمين الذين يشددون دور الرقابة على المسيرين واحتمال إبعادهم عن مناصبهم.
- كما أن انخفاض السعر يمكن أن يحرك بعث عملية العرض العام للشراء أو العرض العام للتبادل على المؤسسة من طرف مؤسسة مقتنصة.

وعلى هذا الأساس ينبغي على المسيرين للمؤسسات المسعرة - المسجلة - في البورصة العمل على التسيير الجيد وإتخاذ القرارات المناسبة في الوقت المناسب، وذلك لكون المؤسسات المسجلة في البورصة لا

يمكنها الانفلات من متطلبات التسيير الجيد بفعل المراقبة الضمنية المفروضة من طرف البورصة، والمسماة بانضباط السوق

4- إطار لإعادة هيكلة المؤسسات:

السوق المالية توفر إطار مناسب بصفة خاصة لإعادة هيكلة المؤسسات، وفي هذا الإطار يوجد تقنيتين يمكن استخدامها:

الأولى هي قيام مؤسسة بالتفاوض مع المساهمين الرئيسيين - يملكون أغلبية الأسهم - للمؤسسة أخرى مسجلة ومحل أطماع بإعادة شراء أسهمها دفعة واحدة خارج البورصة.

غير أنه ومن أجل إبعاد تخوف صغار المساهمين من عدم إنصافهم في حالة نجاح عملية التفاوض بين المؤسسة المستحوذة وكبار المساهمين تتعهد المؤسسة المستحوذة بشراء أسهم صغار المستثمرين عن طريق البورصة حسب السعر الذي يتحدد في السوق عقب عملية التفاوض.

أما التقنية الثانية هي بعث العرض العام للشراء أو العرض العام للتبادل، حيث تقوم المؤسسة المقتنصة بالعرض علنا للمساهمين في مؤسسة أخرى مسعرة - المؤسسة المستهدفة - بأنها مستعدة شراء الأسهم التي بحوزتهم بسعر معطى وبالأخذ بعين الاعتبار لحجم المؤسسات المستهدفة، غالبا يتم تحقيق المقاربة عن طريق مقايضة الأسهم - العرض العام للتبادل - المؤسسة المقتنصة تطرح أسهم جديدة يتم تسليمها إلى المساهمين في المؤسسة المستهدفة باستبدالها بالأسهم القديمة.

5- مقابلة العرض والطلب عبر الأوراق المالية:

في إطار إبرام الصفقات في البورصة هناك عدة تقنيات تستخدم لضمان مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية سواء من خلال الأوامر أو السعر.

6- السوق المالية فضاء لتسيير الخطر:

تلعب السوق المالية دوراً مهماً في تسيير الخطر من طرف الأعوان الاقتصاديين، وذلك من خلال العمليات الأجلة والمتمثلة في عقود الاختيار والعقود المستقبلية، فهي تعتبر آليات يسعى عن طريقها المستثمرون إلى تجنب مخاطر تقلبات الأسعار بما فيها أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة.

ثانياً: كفاءة الأسواق المالية

1- مفهوم كفاءة الأسواق المالية:

تعتبر كفاءة الأسواق المالية نظرية مالية شهدت عدة تطورات منذ ظهورها، وتعرف على أنها "إذا كان مجموع المعلومات المتاحة والمتعلقة بكل ورقة مالية مسعرة في السوق يتم إدراجها في سعر الورقة المالية

الجديدة فور صدورها⁽¹⁾، بمعنى أنه لا يوجد فاصل زمني بين الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، كما أن وصول المعلومات يكون بتكلفة منخفضة إلى أبعد حد، والسوق المالية الكفاءة هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقاً لورود معلومات جديدة تتعلق بنشاط المؤسسة، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية والذي يعبر عنه بسعر التوازن حيث يعكس هذا الأخير كافة المعلومات الواردة على السوق.

حيث أنه في السوق الكفاءة بمجرد صدور معلومة متعلقة بورقة مالية معينة فإنه سعر الورقة المالية يعدل فوراً، بحيث هذا التعديل ينجر عن إدراج المعلومة الواردة إلى السوق في تركيبة العوامل المؤثرة في سعر الورقة المالية.

وتتعلق كفاءة الأسواق المالية أساساً بما يلي⁽²⁾:

- الكفاءة التخصيصية: وتتعلق بتوزيع رأس المال، فهي ذات كفاءة تخصيصية إذا كانت قادرة على توجيه الموارد المالية باتجاه الاستخدامات الأكثر إنتاجية.
- الكفاءة العملية أو التشغيلية: وترتبط بتكلفة حيازة وتمويل رأس المال، حيث تعتبر السوق المالية ذات كفاءة عملية إذا كان بإمكان الوسطاء الماليين ربط علاقة بين العارضين والطالبيين لرؤوس الأموال بطريقة كافية وبتكاليف تعاملات معقولة.
- الكفاءة المعلوماتية: وترتبط بشفافية وتوفير المعلومات الضرورية لاتخاذ قرارات الاستثمار وعليه يعتبر سوق كفاءة من الناحية المعلوماتية، إذا كان أسعار الأوراق المالية تعكس مباشرة مجموع المعلومات المتاحة، وهو التعريف الأكثر استعمالاً للكفاءة لكونه يشكل الركيزة الأساسية لنظرية الكفاءة، كما أن كل النماذج النظرية لتوازن والتحكيم الأوراق المالية تعتمد على هذا الفرض - كفاءة الأسواق المالية.

2- الشروط الضرورية لكفاءة الأسواق المالية⁽³⁾:

- فرضية كفاءة الأسواق المالية تتضمن توفير عدة شروط أساسية تتمثل فيما يلي:
- عقلانية المستثمرين، لا يمكن للأسواق المالية أن تكون كفاءة إلا إذا كان الأعوان الاقتصاديون يتصرفون في هذه الأسواق بصفة عقلانية، مما ينبغي إدراج الفرضيتين التاليتين:
 - ❖ ينبغي أن يتصرف الأعوان الاقتصاديون بصفة متناسقة ومترابطة بالنسبة إلى المعلومات الواردة إليهم، كما أن استباق الأحداث من طرف الأعوان الاقتصاديين من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع سعر ورقة مالية معينة في المستقبل، وفي هذه الحالة يقوم المستثمرون شراء الورقة أو الاحتفاظ

1Philippe Gillet, *L'efficience des marchés financiers*, Economica, Paris, 1999, P 11

2 Sandre Rigot, *Marchés efficients ou intrinsèquement instable*, Cahiers Français, N° 361, Mars – Avril 2011, P 13.

3Philippe Gillet, *op – cit*, 1999, P 17

بها إذا كانت لديهم توقعات بارتفاع سعرها أما في حالة توقعات المستثمرين تكون سلبية بمعنى توقع أحداث تؤدي إلى انخفاض سعر الورقة الحالية فهنا يتعين على الحائزين عليها التخلي عنها ببيعها في الوقت الراهن.

❖ طبقاً للنظرية الاقتصادية، فإن المستثمرين يبحثون من خلال قيامهم بشراء أو بيع أوراق مالية تعطيهم المنفعة المتوقعة ومن ثم تعطيهم أرباحهم الممكن تحقيقها عند مستوى خطر معين أو تدنية الخطر المعرضون له عند مستوى معين من الربح.

- حرية تنقل المعلومات ورد الفعل الفوري للمستثمرين، من أجل الإدراج الفوري للمعلومات الواردة في تحديد أسعار الأوراق المالية ينبغي أن تنتشر المعلومات على الأعوان الاقتصاديين في نفس الوقت بدون أن يكون هناك فاصل زمني بين حصول عون اقتصادي على المعلومات الجديدة وعون اقتصادي آخر مثلاً: المستثمر البسيط والمحلل المالي للأسواق المالية ينبغي أن يحصلوا على نفس المعلومات المتعلقة بورقة مالية وفي نفس الوقت.
 - إمكانية معالجة المعلومات من طرف الأعوان الاقتصاديين في الوقت الحقيقي أي عند بلوغها إليهم وهو الشيء الغير ممكن في كثير من الأحيان، نظراً لحجم المعلومات الواردة وكيفية ترجمتها في شكل يسهل اتخاذ قرار بالشراء أو البيع.
 - مجانية المعلومات، أي يمكن الحصول عليها بدون تكلفة أو بتكلفة منخفضة جداً، بحيث لا تؤثر على تكاليف التسيير المتعلقة بالأوراق المالية.
 - غياب تكاليف على المعلومات وإعفاؤها من الضرائب نظراً إلى أنه يمكن للأعوان الاقتصاديين أن يجمعوا عن القيام بعمليات سواء الشراء أو البيع إذا كانت التكاليف المرتبطة بالمعلومات مرتفعة أو تخضع إلى ضرائب، وفي ظل وجود هذه التكاليف فإن المستثمر لا يتصرف في السوق إلا إذا كان الربح المتوقع الحصول عليه من المعاملات يفوق تكلفة العملية في هذه الحالة فإن سعر الورقة المالية لا يعكس فوراً مجموع المعلومات المرتبطة بالورقة المالية محل التسعير.
 - التكافؤ بين المستثمرين والسيولة من خلال وجود عدد كبير من المعارضين والطلبين وبالتالي العون الواحد لا يمكنه أن يؤثر في السوق ككل.
- وتجدر الإشارة إلى أن هذه الشروط الضرورية بقيام كفاءة الأسواق المالية، لا يمكن جمعها وتحقيقها في الأسواق العصرية، وذلك لأنه من غير الممكن أن يكون كل المستثمرين عقلانيين وأن المعلومات لا تتداول بصفة كاملة، كما أن التكاليف غير معدومة.

3- الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية:

- هناك ثلاثة صيغ لكفاءة الأسواق المالية تم تحديدها على أساس أقدمية المعلومات التي من المفروض أن تدرج في تحديد السعر وبهذا الصدد يتم تقسيم المعلومات إلى ثلاثة مجموعات:
- الصف الأول للمعلومات يتضمن المعلومات الصادرة من قبل والمنشورة، ويتعلق الأمر بالحسابات الختامية والميزانية للسنوات السابقة، الأرباح السابقة، معدلات الفائدة السابقة معدلات الصرف وغيرها من المعلومات وهذه المعلومات قد تم إدراجها في تحديد الأسعار سابقا.
 - الصف الثاني يتضمن المعلومات المقدمة حاليا إلى جمهور المستثمرين والمتعلقة مثلا بتغيرات في سعر الفائدة.
 - الصف الثالث ويتعلق بالمعلومات التي تنشر بعد، وقد تكون بحوزة بعض الأشخاص ذوالامتيازات الخاصة أو ممن يشغلون مناصب عليا في المؤسسة، مكاتب الخبرة المحاسبية والمراجعة... الخ.
- وتصنيف هذه المعلومات السابقة من شأنه أن يؤثر على سعر الورقة المالية بدرجات متفاوتة وعلى هذا الأساس تم تقسيم كفاءة الأسواق المالية إلى ثلاثة صيغ هي:

3-1) فرضية الصيغة الضعيفة:

- يشير هذا الفرض على أن الأسعار السابقة للورقة المالية ينظر على أنها معلومات تاريخية ليس لها قيمة للمستثمر في التنبؤ بالأسعار المستقبلية، بمعنى أن محاولة التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي حدثت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى، ومنه فإن تحركات الأسعار أو العوائد المستقبلية تكون مستقلة بشكل كامل عن التغيرات الماضية، وتعرف هذه الصيغة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار، حيث نجد أن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي ترابط أو ما يمكن أن يعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار⁽¹⁾.
- وبناء على هذه الصيغة فإن أدوات التحليل الفني في تحديد أسعار الأوراق المالية في المستقبل غير قادرة على تفسير سلوك السوق وتحقيق المستثمرين لعوائد إضافية بالنظر إلى أن جميع المتعاملين في السوق تكون المعلومات التاريخية بحوزتهم، وبالتالي لا تحقق أية ميزة معلوماتية لمشارك على الآخر⁽²⁾.

1 محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008، ص 34.

2 أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، اليازوري، الأردن، ط الأولى، 2010، ص 47.

3-2) الصيغة شبه قوية:

تقتضي هذه الصيغة أنهن غير الممكن أن تؤدي المعلومات المتعلقة بورقة مالية، حين صدورهما إلى التوقع المستقبلي لسعر هذه الورقة المالية، وذلك لأن مجموع المعلومات المتاحة والمتعلقة بورقة مالية تكون مدرجة في السعر، بمعنى قد تم أخذها بعين الاعتبار في تحديد السعر أو أن السعر يعكسها لحظة صدورهما ونشرهما للجمهور، وبالتالي لا يوجد فاصل زمني بين لحظة كشف المعلومة ولحظة إدراجها في السعر.

وهذا المفهوم لفورية المعلومات يتم ترجمته في الواقع من خلال التدخل الفوري للمستثمرين بشراء أو بيع الورقة المالية بمستوى السعر المناسب بمجرد ظهور المعلومة الجديدة، وعليه من غير الممكن أن تمنح المعلومات العامة المنشورة أي مستثمر ميزة لتحقيق عوائد إضافية على حساب الآخرين ولا يقبل أي من المستثمرين اقتناء ورقة مالية بسعر يختلف عن قيمتها بالضبط لكونهم حصلوا في نفس الوقت على المعلومات الجديدة⁽¹⁾.

3-3) الصيغة القوية:

تقتضي هذه الصيغة، أنه من غير الممكن أن تؤدي المعلومات الغير منشورة والمتعلقة بورقة مالية إلى التأثير على سعر الورقة المالية في المستقبل لأن الأسعار الحالية تعكس بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته، وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات مهما كانت طبيعتها - معلنة أو غير معلنة - تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية على حساب الآخرين، ومنه فإن الصيغة القوية للكفاءة تتحقق عندما لا يستطيع أي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة لوجود معلومات خاصة - غير معلنة⁽²⁾.

4- أهمية السوق المالية الكفاءة:

السوق المالية الكفاءة دالة على أن أسعار الأوراق المالية تمثل قيمتها العادلة وتؤدي إلى توجيه المتعاملين في السوق لتحديد استراتيجياتهم الإستثمارية، ومن ثم التخصيص الكفؤ للموارد. تنطوي السوق المالية الكفاءة على دلالات اقتصادية وإستثمارية يمكن ذكرها فيمايلي⁽³⁾:

- ينتفع جميع المتعاملين في السوق من جميع المعلومات، بانعكاسها على تحديد الأسعار.

1 Philippe Gillet, op-cit, 1999, P 63.

2 متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، 2010، ص 108.

3 أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، 2010، ص 50.

- يعتقد كل من البائع والمشتري بأن سعر الورقة المالية محل التداول عادل ومقبول من قبل الطرفين.
- السوق المالية الكفاءة دالة لحالة توازن، لأن جميع المتعاملين يحصلون على المعلومات وتكون توقعاتهم متماثلة لمستقبل الاستثمارات.
- في ظل السوق الكفاءة تتدفق أوامر البيع والشراء بشكل مستمر ومتوازن وباتجاه الاستثمارات المنتجة.
- تتدفق رؤوس الأموال في ظل السوق الكفاءة بحرية وإنسيابية عالية فيتحقق التخصيص الكفئ للموارد.

ثالثاً: مزايا دخول المؤسسة إلى البورصة

- تستفيد المؤسسة التي تدخل إلى البورصة باستقرار أكبر واستمرار وقوة، وبذلك فهي تحقق مزايا عديدة تتمثل فيما يلي:
- مزايا مالية.
 - مزايا أخرى

1- المزايا المالية

تتمثل المزايا المالية التي تحققها المؤسسة عند دخولها إلى البورصة فيما يلي:

1-1: تنوع مصادر التمويل:

بالرغم من امتلاك المؤسسة تمويلاً ذاتياً مهماً، إلا أن يمكنها تعجيل نموها بتأمين مخططها التمويلي، عن طريق مساهمة رؤوس أموال خارجية، ومن أجل الحصول على موارد إضافية، يمكن للمؤسسة اللجوء إلى البنوك لطلب قروض طويلة الأجل، ويعتبر هذا الأسلوب مكلفاً نسبياً للمؤسسة نتيجة الشروط التي تفرضها البنوك، من حيث معدل الفائدة والمدة وهرن بعض العقارات ... الخ.

ومن أجل تقادي أعباء المديونية الثقيلة، والتمتع باستقلالية ومرونة، فإنه من الأجدر على المؤسسة تنويع مواردها التمويلية عن طريق توسيع دائرة المساهمين من خلال السوق المالية.

2-1: إعادة تقييم الذمة المالية:

يعتبر تسعير الأوراق المالية في السوق المالية وسيلة اعتراف بنجاح المؤسسة، هذا النجاح الذي يتدعم عن طريق حرية تداول الأوراق المالية للمؤسسة، فحرية التبادل تسمح بإعادة تقييم الأوراق المالية بفضل تضاعف عدد الحائزين في السوق المالية، وتمكن المساهمين الأصليين للأوراق المالية تحقيق فائض قيمة مهم.

1-3: زيادة قدرة المؤسسة على المديونية:

يسمح دخول المؤسسة إلى السوق المالية بإيجاد مكان في السوق وحسن تخطيط تنميتها ويعطيها صورة حسنة لدى البنوك ومورديها الشيء الذي يمكنها من تلبية حاجاتها المالية والسلعية بسهولة.

2: مزايا أخرى

بالإضافة إلى المزايا المالية التي تحصل عليها المؤسسة توجد مزايا أخرى تتمثل فيما يلي:

1-2: شهرة المؤسسة:

دخول المؤسسة إلى السوق المالية دليل على حيويتها وفتحها على المحيط الخارجي، وعليه فالمؤسسة تحسن صورتها والعلامات التجارية لمنتجاتها لدى زبائنهم، كما أن دخول المؤسسة إلى السوق المالية يعطي لها وسائل تحقيق الشفافية اتجاه المساهمين وتعزيز استراتيجيتها على المدى الطويل وتحسين أدوات المراقبة وتسيير أنشطتها.

2-2: تحفيز الإجراء:

من أجل تحفيز الإجراء، تقوم المؤسسات بتوزيع أرباح جزء من رأس مالها الاجتماعي إلى العمال، الشيء الذي يمكن إشراك العمال في نشاط المؤسسة ومن ثم تحسين وزيادة إنتاجيتها ومردوديتها.

2-3: ضمان استمرارية المؤسسة:

يطرح مشكل استمرارية المؤسسات وخصوصا المؤسسات العائلية عندما يقدم أحد المؤسسين على التنازل عن حصته في المؤسسة، وتسعير الأوراق المالية في السوق المالية يسمح بتسوية مثل هذه المشاكل.

وعندما تكون مؤسسة مسعرة في البورصة، تصبح عمليات التقسيم بين الورثة سهلة، كما تسمح لبعض الورثة الانسحاب من المؤسسة نتيجة تهميشهم في التسيير، عن طريق بيع حصتهم في السوق المالية.

المحور خامس: الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية

نتطرق في هذا المحور إلى العناصر الموالية:

- أصناف الأوراق المالية
- الأسهم.
- السندات.
- الأوراق المالية الهجينة.

أولاً: أصناف الأوراق المالية:

تصنف الأوراق المالية حسب عدة معايير، ومن هذه المعايير ما يلي:

1. تصنيف الأوراق المالية حسب ماهيتها:

تنقسم الأوراق المالية حسب هذا المعيار إلى ما يلي:

- أوراق مالية تمثل حقوق ملكية، وتتمثل في الأسهم.
- أوراق مالية تمثل حقوق دين، وتتمثل في السندات وأذونات الخزينة.
- أوراق مالية هجينة، حيث تمزج بين خصائص الأسهم وخصائص السندات في نفس الوقت.

2. تصنيف الأوراق المالية حسب تاريخ الاستحقاق:

ويندرج تحت هذا المعيار ما يلي:

- أوراق مالية قصيرة الأجل، وتمثل في السندات التي تصدرها الخزينة لتغطية عجز عارض، وأذونات الخزينة وشهادات الإيداع.
- أوراق مالية طويلة الأجل، وتتمثل في الأسهم والسندات.

3. تصنيف الأوراق المالية حسب السوق المالية التي تتداول فيها تلك الأوراق المالية:

تنقسم أسواق رأس المال إلى عدة أقسام، يختص كل قسم بتداول نوع معين من الأوراق المالية

كما يلي:

- الأسواق الحاضرة، تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل، الأسهم والسندات، ويتم تسليمها فور اتمام الصفقة.
- الأسواق المستقبلية، تتعامل في الأسهم والسندات من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، وتتمثل في الاختيارات والعقود المستقبلية.

- أسواق النقد، وتتداول فيها أوراق مالية قصيرة الأجل من خلال بيوت السمسرة والبنوك التجارية والبنك المركزي والوزارة المكلفة بالخبزينة بالنسبة للأوراق المالية التي تصدرها الحكومة.

4. تصنيف الأوراق المالية حسب الشكل:

يوجد حسب هذا المعيار نوعين من الأوراق المالية تتمثل فيما يلي:

- أوراق مالية اسمية، وهي عبارة عن أوراق مالية تصدر باسم صاحبها أي يدون عليها اسم الشخص المالك لها، كما يسجل ذات الشخص في سجل الشركة، وتمتاز هذه الأوراق المالية بتوفير عنصر الأمان للمستثمر، كما تتميز بإجراءات معقدة فيما يخص عملية التداول.¹
- أوراق مالية لحاملها، وتكون هذه الأوراق المالية خالية من اسم المستثمر، ويتم تداولها من شخص إلى شخص آخر عن طريق التسليم، وتتميز بمخاطر السرقة والضياع، إلا أنها تتميز بعنصر السيولة وذلك لقابليتها للتداول بدون المرور على إجراءات التسجيل في سجل الشركة، كما هو الحال بالنسبة للأوراق المالية الاسمية.²

ثانيا: الأسهم

1: مفهوم الأسهم

1-1: تعريف السهم: السهم عبارة عن ورقة مالية طويلة الأجل يصدر من طرف المؤسسات الاقتصادية ذات شكل قانوني معين، ويعرف على أنه عبارة عن صك يعطى لحامله الحق في ملكية جزء من ممتلكات المؤسسة المصدرة له. كما يمثل حصة في رأس مال المؤسسة. وتكون الأسهم نقدية إذا مثلت حصصا نقدية في رأس مال المؤسسة أو عينية إذا مثلت حصصا عينية في رأس المال⁽³⁾. وعليه فإن المساهمين الذين يقدمون مساهمات نقدية تسلم لهم أسهم نقدية، بينما تسلم أسهم عينية للمساهمين الذين يقدمون مساهمات عينية ممثلة في أراضي، معدات، بنايات أو براءة اختراع ويتمتع كلا النوعين من الأسهم بنفس الحقوق المقررة في القانون الأساسي للمؤسسة.

1J.P. GAILLARD, *La bourse: se constituer en portefeuille*, Balland/ J. Duvernet, Guide France info, 1999, p20.

2 مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية: دراسة نظرية وعملية، المطبعة التجارية، الطبعة الثانية، 1967، ص 37.

3B. Armand, *Le grand marché européen*, Imprimerie des presses universitaires, paris, 3^{eme} édition, 1991, P : 92.

1-2-1: قيم السهم: يتميز كل سهم بثلاث قيم : قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية⁽¹⁾.

1-2-1-1: القيمة الاسمية: تتمثل القيمة الاسمية في القيمة التي يصدر بها السهم في عقد الإصدار، وهي القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس.

1-2-2-1: القيمة الدفترية: تعادل هذه القيمة، قيمة حقوق الملكية المتضمنة رأس المال الاحتياطات والأرباح غير موزعة، مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة. وهي معطاة بالعلاقة التالية:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

$$= \frac{\text{رأس المال} + \text{الاحتياطات} + \text{أرباح غير موزعة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

والفرق بين القيمة الاسمية والقيمة الدفترية هو أن الأولى تمثل مفهوم قانوني مدونة في العقد التأسيسي بينما الثانية تمثل مفهوم محاسبي مدونة في الدفاتر المحاسبية للمؤسسة.⁽²⁾

1-2-3: القيمة السوقية لسهم: تمثل محصلة التقاء قوى العرض والطلب في السوق على الورقة المالية. أي من خلال التقاء العرض الممثل في أوامر البيع والطلب الممثل في أوامر الشراء، يتحقق السعر الحقيقي للسهم المتداول في السوق المالية. ويعبر هذا السعر عن التقييم الحقيقي للسهم الذي يعكس معطيات عديدة تتعلق بنشاط المؤسسة من أرباح ورقم أعمال وسياسة التوزيعات. كما يتأثر هذا السعر في بعض الأحيان بمعطيات خارجة عن واقع المؤسسة كالإشاعات أو الأزمات المالية والظروف الاقتصادية. وقد تكون القيمة السوقية أقل أو أعلى من القيمة الاسمية. كما قد تلجأ المؤسسة المصدرة إلى بيع أسهمها بسعر أقل من القيمة الاسمية لضمان تصريف تلك الأسهم في السوق الأولية⁽³⁾.

2: أنواع الأسهم

وتتمثل أبرز هذه الأنواع فيما يلي:

¹ مكي قاسم، صناديق الإستثمار، للمكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص: 26.

2B. Armand, Op-cit, 1991, P : 94.

3F. Rosenfeld, Analyse des valeurs mobilières, volume 2, Dunod, Paris, 1993, p 18.

2-1: الأسهم العادية: يتكون رأس مال المؤسسة المدرجة في السوق المالية من حصص متساوية، يطلق على كل حصة اسم سهم، حيث يعتبر هذا الأخير وسيلة من الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل. والأسهم العادية عبارة عن صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول في السوق المالية بالطرق التجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس المال إحدى شركات الأموال عموماً - شركات المساهمة-. ويمثل السهم حصة الشريك في الشركة التي يساهم في رأس مالها المكون من مجموع الحصص سواء كانت حصص عينية أو نقدية⁽¹⁾.

والشركة المصدرة للأسهم العادية غير ملزمة بدفع أي عائد ثابت أو محدد لحملة هذه الأسهم مقابل استخدامها لأموالهم. فإذا حققت الشركة أرباحاً في نهاية السنة وتقرر من طرف الجمعية العامة القيام بتوزيعات فإن حملة الأسهم العادية سوف يحصلون على عائد. أما إذا تحملت الشركة خسائر أو رأت الجمعية العامة عدم توزيع الأرباح على المساهمين، فلن يحصل بالتالي حملة الأسهم العادية على عائد وهو الشيء الذي يبرز أهمية الأسهم العادية في استخدامها من طرف الشركات في الحصول على ما يلزمها من أموال لكن مقابل فقدان السيطرة على مجريات تسيير إدارة الشركة في حال دخول مساهمين جدد عن طريق إصدار أسهم عادية جديدة⁽²⁾.

2-2: مشتقات جديدة للأسهم العادية:

ظهرت اتجاهات حديثة للأسهم العادية تتمثل فيما يلي:

2-2-1: الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:

أول من أصدر هذا النوع من الأسهم العادية كان شركة جنرال موتورز (General Motors) في الولايات المتحدة الأمريكية في الثمانينات، وربطت فيها التوزيعات -العائد- التي يحصل عليها حملتها بالأرباح التي يحققها قسم المعلومات الإلكترونية، على عكس الأسهم العادية التي ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي تحققها الشركة ككل⁽³⁾.

2-2-2: الأسهم العادية المضمونة:⁽⁴⁾

عادة ما يكون المستثمرين متخوفين من المال الذي يؤول إليه سعر السهم في السوق عقب عملية الإصدار، سواء من جراء ارتفاع عرض السهم أو ما ينجر عن عملية الإصدار نفسها بسبب زيادة عدد

1 مصطفى رشدي شبيخة وزينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة القاهرة، الطبعة الثانية، 1993، ص 169.

2 محمد صالح الحناوي، أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعية، مصر، ط2، 1997، ص 402.

3 منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997، ص 16

4 منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1997، ص 17.

المساهمين وبالتالي انخفاض حصة التوزيعات لكل سهم، ومن أجل تفادي هذا القلق وإعطاء فرصة أكثر من جانب المؤسسة لتصريف إصداراتها فإن المؤسسة تلجأ إلى إصدار الأسهم العادية المضمونة التي تمنح لحامليها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة عقب عملية الإصدار، وعادة ما يحصل المستثمر على صكوك تسمى حقوق التعويض وبذلك يمكن للمستثمر أن يبيع السهم والصك الممثل لحق التعويض معا أو منفصلين في السوق، وذلك خلال الفترة المحددة للمطالبة بالتعويض، ويتم التعويض ممن خلال إصدار أسهم عادية إضافية يتم توزيعها على المستثمرين الحاملين لحق التعويض، الشيء الذي يمكنهم من زيادة حصصهم في رأس مال الشركة أو يتم التعويض في صورة نقدية أو أوراق تجارية تمثل مديونية قصيرة.

2-2-3: الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة⁽¹⁾:

في هذا النوع من الأسهم تخصم التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة على أرباح الشركات، وهذا ما نص عليه التشريع الضريبي في الولايات الأمريكية، الذي يقر بأنه يسمح للشركات التي تباع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها في ظل خطة معينة وذلك لمشاركتهم في ملكية الشركة وبالتالي في إدارتها، حيث تخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

2-2-4: أسهم التمتع⁽²⁾:

وتتمثل في أسهم الشركات التي يهتك رأس مالها لاحقاً، ويتم تسديد القيمة الاسمية للمساهمين. وبالتالي فالأسهم العادية هي عبارة عن صكوك قيمتها الاسمية قد تم تسديدها للمساهم الحائز لها عن طريق إهلاك رأس المال، هذا التسديد يشكل دفعا مسبقا على التصفية المستقبلية للشركة. ويتمتع حملة هذه الأسهم بكل الحقوق التي يتمتع بها حملة الأسهم العادية الأخرى.

2-2-5: الأسهم التي تتمتع بحق الأولوية في التوزيعات⁽³⁾:

تعرف هذه الأسهم بالأسهم المفضلة، وتنطوي على مميزات ذات طابع مالي تتمثل فيما يلي:

- حق الحصول على التوزيعات ونسبة أكبر من تلك المرتبطة بالأسهم العادية، استنادا إلى نسبة مؤوية من القيمة الاسمية للسهم الذي يتمتع بحق الأولوية، كما أنه من المفروض توزيع الأرباح سنويا لحملتها.

1 نفس المرجع أعلاه، ص 19 .

2Y. Simon, Encyclopédie des marchés financiers, Tome1, Economica , Paris , 1997 ,P: 3.

3 وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء 1، دار المنهل اللبناني، لبنان، 1999، ص: 98-90.

- تسديد التوزيعات متراكما، حيث أن ربح السهم غير المدفوع نتيجة عدم تحقيق الشركة للربح في سنة معينة. ينقل بالتراكم إلى السنوات اللاحقة.
- إمكانية حصول حملة هذا النوع من الأسهم على حقوقهم قبل حاملي الأسهم العادية في حالة التصفية.

2-2-6: الأسهم الخاصة⁽¹⁾:

في إطار عملية الخصخصة، فإن السهم الخاص يحتفظ به من طرف الدولة ممثلة في الشركات القابضة، وذلك للتدخل في بعض الحالات والاعتراض حول تغيير الموضوع الاجتماعي للشركة، وكذلك حل وتصفية الشركة، ووجود هذا النوع من الأسهم يؤدي إلى عدم المساواة بين المساهمين كما أن حيازة هذا النوع من الأسهم لا يمكن في أغلب الأحيان أن تتجاوز خمسة سنوات بعد تاريخ الإصدار.

2-2-7: أسهم ذات الاكتتاب في الأسهم⁽²⁾:

وهي عبارة عن أسهم مرتبطة بقسيمة تسمح للحائز عليها بالاكتتاب لاحقا في أسهم أخرى وبسعر متفق عليه مسبقا، كما أن القسيمة أيضا موضوع تسعير منفصل عن السهم المصدرة بموجبه وتكون هذه القسيمة مسجلة في البورصة بشكل منفصل عن السهم المرفقة معه ويطلق عليها إسم الكفالة.

والمساهم يستفيد من إمكانية الاكتتاب في أسهم جديدة، فإذا ارتفع السهم فإن قسيمة الاكتتاب تسمح له بالاكتتاب بأسهم جديدة وبسعر أدنى من سعر السوق على العكس من ذلك، إذا كان سعر السوق أدنى من السعر المتفق عليه مسبقا فليس في صالح حامل القسيمة الاكتتاب، بل يفترض به أن يقدم على بيعها- قسيمة الاكتتاب- في السوق.

3: خصائص، مزايا وعيوب الأسهم

باعتبار الأسهم أوراق مالية طويلة الأجل توفر للمؤسسة أحد مصادر التمويل الطويل الأجل فإنها تنطوي على جملة من الخصائص والمزايا كما لها عيوب يتم ارادها فيما يلي:

3-1: خصائص الأسهم⁽³⁾:

يتمتع حملة الأسهم بمجموعة من الحقوق المترتبة على حيازتهم للأسهم المصدرة من طرف مؤسسة معينة، ومن هذه الحقوق مايلي:

1J. Antoine et M. Copiauhart, Titres et bourse, Tome1: Valeurs mobilières, Deboeck, Bruxelles, 2ème édition, 1997, P:360.

2Y. Simon, 1997, Op-cit, 1997; P: 218.

3 خيري علي الجزيري، مقدمة في مبادئ الاستثمار، مكتبة عين شمس، مصر، 2001، ص : 118-119.

3-1-1: حق الدخل أو الحق في الحصول على التوزيعات:

لحامل السهم الحق في الحصول على نصيب من التوزيعات المترتبة عن توزيع الأرباح في نهاية السنة. ولكن هذا الحق مرتبط بالشروط التالية:

- أن تحقق المؤسسة أرباحا سنوية.
- أن تقرر إدارة المؤسسة توزيع الأرباح.
- أن يكون توزيع الأرباح بشكل نقدي، لأنه في بعض الأحيان يأخذ أشكال أخرى منها: التوزيع في شكل أسهم.

3-1-2: حق التصويت:

حملة الأسهم من الناحية القانونية هم ملاك المؤسسة ولذلك فهم أصحاب الحق في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة الذي ينوب عنهم في إدارة المؤسسة والمصادقة على التقارير المختلفة بنشاط المؤسسة ومستقبلها. وهذا الحق في التصويت يرتبط بعدد الأسهم التي يمتلكها المستثمر. وفي بعض الأحيان ينظم صغار المستثمرين أي الذين يحملون عدد قليل من الأسهم في إطار قانوني معين كجمعية للمساهمين الصغار، هذه الأخيرة تنوب عنهم في عملية اتخاذ أي قرار بشأن المؤسسة والتصويت عليه.

3-1-3: حق التعويض:

حق التصويت الذي يتمتع به حامل السهم غالبا ما يكون مقيدا بعدد الأسهم التي يمتلكها المساهم. فالقاعدة المتبعة أن يكون هناك صوت لكل سهم. ونتيجة لتعذر حضور بعض المساهمين للاجتماعات الجمعية العامة لأسباب مختلفة، فإنهم يمكن أن يمارسوا هذا الحق في التصويت من خلال التفويض، وهي العملية التي يتم بمقتضاها تفويض المساهم لحقه في التصويت إلى شخص آخر ليقوم بالعملية بدلا منه وقد ينجر عن ذلك بعض المشاكل المترتبة عن استغلال بعض الأفراد للتفويض في السيطرة على إدارة المؤسسة.

3-1-4: حق الإطلاع ومراجعة دفاتر المؤسسة:

للمساهم الحق في الإطلاع ومراجعة الدفاتر المحاسبية وسجلات المؤسسة التي يمتلك جزء من رأس مالها. غير أن هذا الحق نجده غير ممارس من طرف المساهمين مباشرة نظرا لتعقد العملية. ويكتفي الإطلاع فقط على التقارير المعدة من طرف مكاتب الخبرة المحاسبية والمعيّنة من طرف مجلس الإدارة.

3-1-5: الحق في الأولوية في الاكتتاب⁽¹⁾:

للمساهمين القدامى الأولوية في الاكتتاب في أسهم جديدة في حالات اتخاذ قرار من طرف إدارة المؤسسة برفع رأس مالها عن طريق إصدار أسهم جديدة. ويكون هذا الاكتتاب تناسبا مع الأسهم المملوكة من قبل، غير أن هذا الحق في الاكتتاب يمكن أن يلغى بقرار من طرف الجمعية العامة التي تقرر رفع رأس المال المؤسسة.

3-1-6: حق التخصيص:

يتمثل هذا الحق في إمكانية استفادة المساهمين القدامى من رفع القيمة الاسمية للأسهم القديمة التي بحوزتهم أو الحصول على أسهم جديدة مجانا، وذلك من جراء رفع رأس مال المؤسسة عن طريق دمج الاحتياطات.

3-1-7: المشاركة في أصول المؤسسة عند التصفية⁽²⁾:

في حالة الإفلاس أوتوقف المؤسسة عن تأدية نشاطها واتخاذ قرار بتصفيتها. يتم تسديد الالتزامات المترتبة عن نشاط المؤسسة حسب نظام الأولوية. حيث تسدد الالتزامات الجبائية ثم تسديد الديون بمختلف أشكالها سواء كانت سندات أوقروض أوديون الموردين وغيرها. ثم الأسهم الممتازة، وما تبقى من حصة تصفية المؤسسة يوزع على حملة الأسهم تناسبا مع عدد الأسهم التي بحوزة كل مساهم.

3-1-8: حق التداول (البيع والشراء):

يحق لحملة الأسهم بيع وشراء المزيد من الأسهم عن طريق تداولها في السوق المالية وبسعر السوق.

3-1-9: الحق في الحصول على المعلومات⁽³⁾:

يمكن للمساهم أن يطلب من المؤسسة الوثائق المتعلقة بنتائجها. مثل الميزانية وجدول حسابات النتائج والتقارير المتعلقة بنشاط المؤسسة ومعلومات أخرى مرتبطة بنشاط المؤسسة. كما يمكنه طرح أسئلة وطلب استفسارات، وطلب هذه المعلومات من طرف المساهم يسمح له بتكوين قاعدة معطيات تسمح له باتخاذ قرارات بشأن مصير الأسهم التي بحوزته.

1J. Antoine et M.Copiauhuart, Op-cit, 1997 , P :362.

2 عبد الوهاب يوسف، أحمد الحامد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص: 84.

3 عبد الوهاب يوسف، أحمد الحامد، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 84.

3-2: مزايا الأسهم⁽¹⁾:

تحمل عملية إصدار الأسهم من طرف المؤسسات مزايا عديدة من بينها:

- لا يمثل السهم التزاما للمؤسسة المصدرة له، فإذا حققت المؤسسة أرباحا وقررت الجمعية العامة توزيعها أجزء منها فإن حملة الأسهم يحصلون على عائد سنوي، غير أن هذا العائد لا يعد التزاما على المؤسسة سنويا، فحتى لو تحقق المؤسسة أرباحا، فيمكن لها أن لا تقوم بتوزيعها في نهاية السنة.
- ليس للأسهم أي تاريخ معين للاستحقاق، وبالتالي فالمؤسسة لا تقوم بتخصيص مبالغ مالية ضخمة لتسديدها، مثل ما هو الحال بالنسبة إلى السندات التي ترتبط بمدة استحقاق معينة.
- سهولة تداولها بالبيع والشراء، حيث حامل السهم لا يمكنه الرجوع إلى المؤسسة المصدرة للسهم للمطالبة بنصيبه إذا أراد التنازل عن السهم، بل يجب عليه التوجه إلى السوق للتنازل عن الأسهم التي بحوزته ببيعها.
- إصدار المزيد من الأسهم من طرف المؤسسة من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال المؤسسة، الشيء الذي يزيد من القدرة الافتراضية للمؤسسة، أي يزيد من قدرة المؤسسة على الحصول على المزيد من الأموال المقترضة عندما تقتضي الحاجة لذلك.

3-3: عيوب الأسهم:

- كما أن الأسهم تتميز بمزايا عديدة بالنسبة إلى الجهة المصدرة، فإنها أيضا تحمل عدة عيوب أو مخاطر تتمثل فيما يلي:
- احتمال فقدان السيطرة على إدارة المؤسسة بسبب التداول السريع للأسهم ودخول مساهمين جدد أو إصدار أسهم جديدة وتركزها في حوزة مؤسسة أخرى تريد السيطرة أو احتواء المؤسسة المصدرة⁽²⁾.
 - إصدار المزيد من الأسهم الجديدة قد يكون أمرا غير مرغوب فيه من حيث ارتفاع تكلفة الأموال وذلك لسببين⁽³⁾:
 - أن مخاطرة الاستثمار في الأسهم أعلى من مخاطرة الاستثمار في غيرها من الأوراق المالية الأخرى وبالتالي فإن العائد الذي يطلبه المستثمر عادة ما يكون مرتفعا مما يدفع بالمؤسسة بمنح علاوة إصدار أو منح أسهم مجانية، وذلك من أجل تغطية المخاطر التي تعرقل عملية تصريف الإصدارات الجديدة.
 - أن توزيعات الأسهم على العكس من فوائد السندات، لا يجوز إعفائها من الضريبة على أرباح الشركات لأنها لا تعد من بين التكاليف التي تخصم قبل حساب الضريبة.
 - دمج الاحتياطات في رأس المال ينجر عنه تخصيص أسهم مجانية، لا يوفر للمؤسسة موارد مالية جديدة.

1 نفس المرجع أعلاه، ص: 84.

2 عبد الوهاب يوسف، أحمد الحامد، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 84.

3 منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1997، ص: 12.

ثالثاً: السندات

تعتبر السندات أوراق مالية ذات عائد ثابت أو متغير، وهي بمثابة قروض متوسطة وطويلة الأجل قابلة للتداول في السوق المالية، كما أنها أداة تمويل تلجأ إليها المؤسسات الاقتصادية والدولة وهيئاتها الإدارية على حد سواء لجمع الأموال عند الضرورة لتمويل المشاريع الاستثمارية والاجتماعية، وسوف يتطرق هذا العنصر إلى النقاط التالية:

- مفهوم وأنواع السندات.
- خصائص ومخاطر الاستثمار في السندات.
- مقارنة بين السندات والأسهم.

1: مفهوم وأنواع السندات.

1-1: مفهوم السندات:

يعرف السند على أنه وعد مكتوب من قبل المقترض - الجهة المصدرة - بدفع مبلغ معين من المال - القيمة الاسمية - إلى حامله بتاريخ معين مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية في شكل عائد بتاريخ معينة⁽¹⁾.

والسند يمثل جزء من دين إجمالي يتم تقسيمه إلى عدة حصص متساوية، ويتم تحديد قيمة كل حصة أجزء حسب أهداف المصدر وظروف السوق، فإذا كان المصدر يستهدف صغار المدخرين فتكون القيمة صغيرة، بينما إذا كان يستهدف المؤسسات المالية والبنكية والمؤسسات الاقتصادية فإن قيمة الحصة أو الجزء تكون كبيرة، وتتشأ علاقة تعاقدية بين الجهة التي أصدرت السند وحامله، وتعتبر هذه العلاقة عن علاقة دائنية ومديونية ما بين الطرفين فيكون مصدر السند مدينا والمكتتب فيه دائنا، وبموجب هذه العلاقة يترتب على الطرفين حقوق والتزامات اتجاه كل منهما.

والسندات التي تمثل نفس الإصدار تحمل نفس الخصائص من حيث العناصر المولية⁽²⁾:

- تاريخ الإصدار وقيمه وعلاوة الإصدار إن وجدت.
- تاريخ الاستحقاق وقيمه.
- الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة.
- معدل الفائدة (العائد).
- اسم الجهة المصدرة.

1B. Laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990, P 18-19

2F.Rasi, G.Marcir & G.Herouard, Marché et gestion obligataire, ESKA France, 1999, P 13.

1-2: أنواع السندات:

هناك عدة أنواع من السندات تتمثل فيما يلي:

1-2-1: السندات ذات العائد الثابت وأذات الكوبون الثابت:

1-1-2-1: تعريف السندات ذات العائد الثابت:

يمكن تعريف هذا النوع من السندات بأنها عبارة عن أوراق مالية لها قيمة اسمية محددة عند الإصدار وقيمة سوقية ناتجة عن عملية تداول السند في السوق، ومعدل عائد على الكوبون ثابت سنوياً وتاريخ استحقاق، والقيمة الاسمية للسند هي القيمة المدونة على وجه السند أما القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية تختلف حسب ظروف العرض والطلب⁽¹⁾.

ففي هذا النوع من السندات يزداد الطلب عليها في حالة انخفاض معدلات الفائدة في السوق، وفي حالة ارتفاع معدلات الفائدة في السوق يكون الطلب على السندات ذات العائد الثابت مصحوبة بمخاطرة معدل الفائدة.

1-2-1-2: محددات معدل الفائدة على المدى الطويل:

تتمثل هذه المحددات فيما يلي:

- **الطلب على رؤوس الأموال⁽²⁾:** في الدول المتقدمة هناك إصدارات متكررة وضخمة للأوراق المالية من طرف الأعوان الاقتصاديين أو الدولة وهيئاتها الإدارية الذين هم في حاجة إلى الأموال لتمويل نشاطاته، هذه الإصدارات تؤدي إلى إحداث اختلالات في السوق، فعندما يكون الطلب على الأموال أكبر من العرض، سيؤدي إلى ارتفاع معدل العائد المطلوب من طرف العارضين للأموال - المدخرين. والمستثمرين - وهذا يؤدي إلى ارتفاع معدل الفائدة في السوق على المدى الطويل من أجل إحداث عملية التوازن بين العرض والطلب على الأموال.

والعكس صحيح، فنلاحظ عموماً انخفاض معدلات الفائدة على المدى الطويل في فترات الانكماش الاقتصادي، أين تلجأ المؤسسات إلى تخفيض استثماراتها وبالتالي يقل الطلب على الأموال، أما فيما يخص العرض فيرتفع في حالة توجه المدخرين لتوظيف فوائضهم في شراء السندات كبديل للاستثمار في الأسهم التي عادة ما ينخفض سعرها في مثل هذه الظروف.

1 خيري علي الجزيري، مرجع سبق ذكره، 2001، ص 125.

2 Daniel Arnaud, *La bourse et les produits boursiers*, ellipses, Paris, 2004, P: 122.

وعليه فإن كل تغيير بالارتفاع في سعر الفائدة يجلب انخفاض في سعر السند خصوصا في ظل الاقتصاديات التي تتميز بالتضخم، والعكس صحيح حيث كل انخفاض في سعر الفائدة في السوق يؤدي إلى ارتفاع سعر السند في السوق لأنه يحمل عائد ثابت يفوق سعر الفائدة السائد في السوق.

- **التضخم المتوقع⁽¹⁾:** يتم تحديد معدل الفائدة الحقيقي المقبول من طرف المستثمرين بالأخذ بعين الاعتبار معدل الفائدة الاسمي ومعدل التضخم المتوقع سنويا على مدار مدة حياة السند، فإذا كان توقع المدخرين نمو متسارع لمعدل التضخم فإنهم يشترطون معدل فائدة اسمي مرتفع لتحقيق عائد حقيقي مقبول، والعكس صحيح حيث أن انخفاض معدل التضخم المتوقع يترجم بتدنية معدلات الفائدة على المدى البعيد.
- كما أن معدل الفائدة الحقيقي غير ثابت، لأنه يتأثر بعدة عوامل منها:
- كثافة عرض الأوراق المالية وخصوصا السندات الحكومية.
- درجة جاذبية التوضيفات البديلة (الأسهم).
- علاوة المخاطرة المرتبطة بالسند أو الجهة المصدرة. فالمستثمرين يشترطون معدل فائدة مرتفع للقيام بتوضيفات ذات مخاطرة، مثل السندات الرديئة أو السندات المصدرة بالعملات القابلة للتخفيض.

1-2-3: حساسية السندات ذات الكوبون الثابت لمعدلات الفائدة⁽²⁾:

يمكن أن يتحمل حامل السند الذي يرغب في التنازل عليه قبل تاريخ الاستحقاق خطر انخفاض السعر - نقص القيمة - الناتج عن ارتفاع معدلات الفائدة في السوق. وهذا النوع من الخطر يتغير من سند إلى آخر لأنه يتوقف على الحساسية الخاصة للسعر إلى معدلات الفائدة.

وتعطى درجة حساسية سعر السند إلى التغيرات في معدلات الفائدة على المدى الطويل بالعلاقة التالية:

$$S = \frac{dp/p}{di/i} = \frac{\Delta p/p}{\Delta i/i} = \frac{\% \Delta p}{\% \Delta i}$$

حيث: $\frac{dp}{p}$ هو معدل تغيير سعر السند.

$$\frac{di}{i} = \text{تغيير معدل الفائدة.}$$

فمثلا إذا ارتفع معدل الفائدة من 5% إلى 1,5% يعني أن:

$$\Delta i = 0,1 \% \text{ وأن سعر السند انخفض بـ } 0,5 \%$$

1DanielArnoud,Op-cit,2004, P122.

2IDEM, P 128.

$$\frac{\% \Delta P}{\% \Delta i} = \frac{-0.5}{0.1} = -5 = \text{فإن حساسية سعر السند}$$

و10 تمثل سعر السند.

وعليه فإن حساسية السند سالبة وتقدر ب 5- نقاط عن الأساس. معناه إذا تغير معدل الفائدة ب 1% يتغير سعر السند عكسا ب 5%، ومفهوم الحساسية يعتبر مهم بالنسبة للمستثمر فإذا توقع ارتفاع في معدلات الفائدة على المدى الطويل الذي ينجر عنه انخفاض في سعر السند -نقص قيمة السند- فإن المستثمر يتجه إلى السنوات ذات حساسية محدودة وهي السندات ذات تاريخ استحقاق قصير الأجل أو سندات ذات كوبون مرتفع القيمة.

أما في حالة توقع انخفاض في معدلات الفائدة فإن هذا يقود المستثمر إلى اختيار سندات ذات حساسية مرتفعة للاستفادة من فائض القيمة الناتج عن ارتفاع سعر السند في السوق من جراء انخفاض سعر الفائدة مقارنة بقيمة الكوبون الثابت للسند، وعليه فالمستثمرون يتوجهون إلى سندات ذات الخصائص التالية:

- تاريخ استحقاق طويل الأجل.
- سندات يتم تسديدها حسب صيغة إهلاك ثابت.
- سندات مسعرة بقيمة أقل من قيمة تسديدها. أي مصدرة بعلاوة إصدار.

1-2-2: السندات المرتبطة بمؤشر، والسندات بعائد متغير والسندات القابلة للمراجعة:

1-2-2-1: السندات المرتبطة بمؤشر⁽¹⁾:

وهي عبارة عن سندات تكون فيها التزامات المؤسسة بتسديد العائد متغيرة حسب مؤشر يتم اختياره كمرجع. هذا المؤشر يمكن أن يتعلق بمؤشرات بورصية أو بالتضخم أو برقم أعمال الشركة المصدرة. والتأشير يمكن أن يرتبط أيضا بقيمة تسديد السند عند الاستحقاق كما يرتبط بالكوبون أو العنصرين معا - الكوبون والتسديد - ونادرا ما نجد أن التزامات المؤسسة المصدرة تتغير تناسبيا مع تغيير المؤشر المرجعي. ولكن غالبا ما يطبق معدل ترجيح على التزامات الجهة المصدرة.

مثلا تم إصدار سندات من طرف (DEXIA) مرتبطة بمرجع، ذومدة حياة 10 سنوات. وقيمه اسمية €10,000، المصدر لا يقر أي كوبون لحاملها، عند الاستحقاق قيمة التسديد مرتبطة بمؤشر وهو مؤشر CAC 40 مع حد أدنى يوافق القيمة الاسمية للسند.

¹Claude Broquet & autres, *Gestion de portefeuille*, Bruxelles, 3eme édition, 1998, P 411.

1-2-2: السندات بمعدل متغير:

السندات ذات العائد المتغير، هي عبارة عن سندات يكون فيها الكوبون - القسيمة - مرتبط بمعدل مرجعي متوسط خلال مدة معينة. فقيمة الكوبون يكون غير معروف عند إصدار السند ولكن يتم تحديدها بعداً⁽¹⁾. وهناك نوعين من المعدلات المرجعية:

- معدل ذي مرجع سندي وبدوره ينقسم إلى نوعين⁽²⁾:
- ❖ مرجع يتعلق بمعدل متغير، ويتم تحديده بالنسبة إلى مرجع موضوعي يتم نشره بصفة رسمية ويوجد نوعان من معدل التغير، هما: معدل مرجعي قصير المدى ومعدل مرجعي طويل المدى.
- المعدل المتوسط الشهري وفيه تركز المكافأة على المتوسط الشهري لمعدلات سوق السندات عند الإصدار أو عند العائد.
- المعدل المتوسط للقروض، وفيه تركز المكافأة على المتوسط الحسابي للمتوسطات الشهرية الاثني عشرة شهراً الأخيرة لمعدل الفائدة لسندات الدولة ذات معدل ثابت وطويلة الأجل في البورصة.
- ❖ مراجع تتعلق بمعدل قابل للمراجعة، يتم حساب المعدل القابل للمراجعة، من خلال الاعتماد على المرجعين المواليين:
- المعدل القابل للمراجعة سنوياً (Taux révisable annuellement) وفيه يتم تحديد معدل الفائدة في السنة الأولى ويتم مراجعتها سنوياً بدلالة المعدل المتوسط الشهري إلى غاية تاريخ الاستحقاق.
- المعدل القابل للمراجعة كل ثلاث سنوات (Taux révisable triennal) وفيه يتم تحديد معدل الفائدة في السنة الأولى ويتم مراجعتها كل ثلاث سنوات بدلالة المعدل المتوسط السنوي إلى غاية تاريخ الاستحقاق.

- السندات بمعدل ذي مرجع نقدي⁽³⁾:

وتستمد المراجع الرئيسية المستعملة لحساب المعدلات المتغيرة من السوق النقدية - سوق ما بين البنوك وسوق أدونات الخزنة - والهدف من هذا هو تسهيل الاتصال بين الأسواق قصيرة الأجل والأسواق طويلة الأجل، وتتمثل هذه المراجع النقدية فيما يلي:

- المعدل المتوسط الشهري للسوق النقدي: وتحسب فيه المكافأة على أساس المعدل المتوسط الشهري من يوم إلى آخر للسوق ما بين البنوك.

1 Daniel Arnoud, Op-cit, 2004, P: 138.

2 B. Laget, Op-cit, 1990, P 25.

3 R. Ferrandiers & V. Koun, Op-cit, 1991, P: 212.

- المعدل النقدي السنوي فيه تركز المكافأة على متوسط المعدلات المرسمة شهريا في السوق النقدية للإثني عشر شهرا الأخيرة، ويعرف على أنه معدل العائد للتوظيف الشهري، يتم تحديده عند كل ميعاد استحقاق خلال الاثني عشرة شهرا الأخيرة.

1-2-3: السندات بمعدل قابل للمراجعة⁽¹⁾:

وهي عبارة عن سندات تصدر بقسمة مرتبطة بمعدل مرجعي خلال فترة معينة، تقع قبل يوم بداية الحساب، وعليه فالقسمة تحد قبلها في المستقبل وليس عند الإصدار.

مثلا ليكن السند ذو معدل قابل للمراجعة مدة حياته 4 سنوات وقسمته تسدد كل ثلاثة أشهر في التواريخ التالية: 26 أبريل، 26 جويلية، 26 أكتوبر و 26 جانفي من كل سنة، والقسمة مرتبطة بمعدل فائدة آخر يعرف يومين قبل ميعاد التسديد الثلاثي، أي في يوم 24 أبريل 24 جويلية، 24 أكتوبر و 24 جانفي.

1-2-3: سندات بدون كوبون⁽²⁾:

لا تقدم هذه السندات أي فائدة سنوية خلال مدة حياة السند، لكن عائدها يكون في شكل علاوة بمعنى أن هذا النوع من السندات يصدر بقيمة أقل من القيمة الاسمية ويتحقق العائد عند تاريخ الاستحقاق في الفرق بين السعرين. والميزة الأساسية لهذه السندات تكمن في المزايا الجبائية التي تمنحها، حيث لا تخضع إلى الضريبة على الدخل.

1-2-4: السندات الرديئة:

وتتميز هذه السندات بمعدل عائد مرتفع، لأنها تصدر من طرف مؤسسات ذات ملاءة ضعيفة، فهي تتميز بمخاطرة عالية، حيث تصنف من طرف وكالات التصنيف الائتماني في فئة السندات ذات الجودة الرديئة.

فمثلا تصنفها وكالة (Standard and poor's) في الدرجة (BB) بينما تصنفها وكالة (Moody's) في الدرجة (BA)⁽³⁾.

1 Daniel Arnoud, Op-cit, 2004, P 139.

2 المندري سليمان، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، مصر، 1993، ص 34.

3 وليد أحمد صائي، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد، جامعة الجزائر، 1997، ص 98.

1-2-5: سندات المشاركة⁽¹⁾:

وهي عبارة عن سندات ذات مزايا مالية إضافية، فهي تتميز بسعر فائدة وتعطى أيضا لحامليها الحق في الحصول على جزء من أرباح الشركة المصدرة لها وهذا لجلب أكبر عدد من المدخرين وتصريف هذا الإصدار لتلبية الاحتياجات المالية للشركة في بعض الظروف الاقتصادية.

1-2-6: سندات ذات الدخل⁽²⁾:

وهي عبارة عن سندات لا يمكن لحاملها المطالبة بالفوائد السنوية في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا ومع هذا فقد ينص في بعض عقود الإصدار على أن يحصل حامل هذا النوع من السندات على فوائد متراكمة من أرباح سنة لاحقة للسنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا، كما يمكن لحامليها المطالبة بتحويلها إلى أسهم عادية إذا نص عقد الإصدار على ذلك.

1-2-7: السندات القابلة للتحويل⁽³⁾:

وهي عبارة عن سندات يمكن أن يتم استبدالها بأسهم عادية للشركة المصدرة وفي فترات محددة مسبقا، وتحفظ هذه السندات هذه السندات بصفة السندات مادامت لم تستبدل بعد، وهيتعتبر دفع لرأس المال في المستقبل أرفع مال مؤجل إلى وقت معين، كما أنها أداة تمويل منخفضة التكلفة في البداية حيث تصدر بسعر فائدة أقل من سعر السوق، لأنها تتميز بإمكانية تحويلها إلى أسهم الذي يسمح لحاملها المساهمة في ملكية الشركة.

1-2-8: سندات بقسيمة الاكتتاب وصكوك الاختيار⁽⁴⁾:1-8-2-1: سندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم⁽⁵⁾:

تعتبر هذه السندات أوراق مالية مرتبطة بقسيمة تعطى لحاملها حق حيازة ورقة مالية خلال مدة محددة -مدة صلاحية القسيمة - بسعر معين - سعر الإصدار وهذه القسيمات مسجلة ومعدة في البورصة بشكل منفصل عن السندات التي أصدرت بموجبها وأوبرفتها.

وتحمل هذه القسيمات الخصائص التالية:

- مدة صلاحية القسيمة.
- سعر الإصدار، ويعبر عن السعر الذي سوف يتم به حيازة أسهم جديدة بغض النظر عن سعرها السوقي.
- المساواة بين عدد القسيمات وعدد الأسهم المتبدلة، مثلا كل قسيمة تستبدل بسهم.

1 وجددي مخامرة، الجديد في أسواق رأس المال الدولية، مجلة الاقتصاد الأردنية، عدد 37، 15 أوت 1998، ص 34.

2 منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1997، ص 41.

وليد أحمد صاني، مرجع سبق ذكره، ص 3.98

حنفي عبد الغفار وقرباص رسمية، أسواق المال، الدارالجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 4.33

5Daniel Arnoud, Op-cit, 2004, P 183.

1-2-8-2: سندات بقسيمة الاكتتاب في السندات: (1)

يمنح هذا النوع من السندات لحامله القيام بشراء سندات أخرى في المستقبل، بشروط محددة في عقد الإصدار من حيث السعر والتاريخ. هذا الحق في شراء سندات أخرى في المستقبل يتم تأكيده بإصدار قسيمة اكتتاب رفقة السند الذي أصدرت بموجبه، وبالتالي فهي قابلة للتداول في السوق المالية بشكل منفصل.

1-2-8-3: صكوك الاختيار أو صكوك الشراء اللاحقة warrants (2):

تعطي الحق لحاملها الحياة أو التخلي عن ورقة مالية أخرى بسعر محدد في عقد الإصدار أو الحصول على قيمة مالية، وهذا الحق في الاختيار يتوقف على المفاضلة بين السعر السوقي وسعر الصك عند تاريخ التنفيذ، وتتميز هذه الصكوك بالخصائص التالية:

- مصدر صك الاختيار هو عبارة عن مؤسسة مصرفية أو مؤسسة استثمارية، مستقل عن الجهة المصدرة للورقة المالية الأخرى - بينما في قسيمة الاكتتاب الجهة المصدرة لها هي نفسها المصدرة للورقة المالية المراد استبدالها بالقسيمة.
- صكوك الاختيار هي عبارة عن عقود اختيار الشراء أو البيع لأوراق مالية يراد تعويضها بالصكوك على العكس فقسيمة الاكتتاب تمثل عقود اختبار الشراء فقط .
- يرتبط صك الاختيار بعدة أصول مالية منها الأوراق المالية، المؤشرات البورصية العملات الصعبة والمواد الأولية، غير أن القسيمات تتعلق فقط بالأوراق المالية - الأسهم والسندات - صكوك الاختيار تباع وتشتري بالحصّة - بالجملة - بينما قسيمات الاكتتاب تباع في البورصة بالوحدة.
- والفائدة المستقاة من إصدار مثل هذه الأصول المالية بالنسبة إلى المؤسسة المصدرة، تتمثل في كونها تعتبر مصادر تمويل أولية معتبرة لإصدارها يقلل من خطر فشل رفع رأس مال المؤسسة عندما يكون سعر الإصدار الجديد أقل من السعر السوقي أثناء عملية الإصدار.

2: خصائص، مزايا وعيوب السندات

تتطوي عملية إصدار السندات بالنسبة إلى الجهة المصدرة وكذا عملية الاستثمار فيها بالنسبة إلى الجهة المقبلة على شرائها، على مجموعة من الخصائص والمزايا والعيوب تتمثل فيما يلي:

1-2: خصائص السندات:

تتميز السندات كغيرها من الأوراق المالية الأخرى بعدة خصائص تتمثل فيما يلي:

1 Guide des valeurs mobilières, COSOB, Les guides de la cosob, Nov/1997, P : 20.

2 Y.Simon, Op-cit, 1997, P : 218.

2-1-1: سعر الإصدار⁽¹⁾:

ويتمثل في المبلغ الواجب دفعه لحيازة السند عند الإصدار وعندما يتساوى سعر الإصدار مع القيمة الاسمية المدونة على وجه السند تقول أن القرض السندي أصدر بالمساواة، وعندما يختلف سعر الإصدار عن القيمة الاسمية يكون سعر الإصدار عموماً أقل من القيمة الاسمية، وقد يكون في بعض الأحيان أكبر منها، ونقول في الحالة الأولى أن السند أصدر أقل من المساواة بعلاوة إصدار والحالة الثانية كان إصدار السند بقيمة أعلى من المساواة.

2-1-2: سعر التسديد⁽²⁾:

ويمثل المبلغ المدفوع لحاملي السندات عند تاريخ الاستحقاق. ويكون غالباً أكبر أو يساوي القيمة الاسمية.

2-1-3: القيمة الاسمية⁽³⁾:

وهي المدونة على صفحة السند، وتمثل القيمة الوحيدة لكل حصة من القرض السندي، ويتم حساب العائد الممثل في سعر الفائدة على أساس هذه القيمة.

وفي بعض الأحيان يتم إصدار السند بسعر أقل من القيمة الاسمية وهنا الفرق يسمى علاوة الإصدار، أما في حالة التسديد بقيمة أقل من القيمة الاسمية، فيسمى الفرق بعلاوة التسديد.

2-1-4: الاهتلاك:

بالإضافة إلى العوائد التي تتعهد بتسديدها الجهة المصدرة للسند عند مواعيد استحقاقها فإنه يتحمل أيضاً تسديد قيمة السند حسب جدول امتلاك محدد عند عقد الإصدار، وتوجد ثلاث صيغ للاهتلاك تتمثل فيما يلي:

2-1-4-1: الاهتلاك عن طريق أقساط ثابتة⁽⁴⁾

وهنا يتم تسديد جزء من قيمة القرض السندي والفائدة مجتمعين في شكل أقساط متماثلة سنوياً، وهي الطريقة التي تعتمد عليها البنوك في تحصيل القروض الممنوحة لزيائنها، حيث يسدد المقرض قيمة متساوية من رأس المال المقرض ومعدل الفائدة معاً شهرياً.

2-1-4-2: الاهتلاك الكلي:

ويقصد به تسديد قيمة القرض السندي كلياً دفعة واحدة عند تاريخ الاستحقاق.

1 Claude Broquet et autre, op-cit, 1998, p :411 .

2 IDEM, p :411.

3 F. Le Bihan, Obligations et titres divers, Gyrolles, Paris, 1999, pp: 24-25.

4 B. Larget, Opi-cit, 1990 .P27.

2-1-5: الإمضاء:

الإمضاء يعبر عن نوعية الجهة المصدرة - المقترض - وهذه النوعية ترتبط بتقدير الخطر المرتبط بالمصدر، ويتم تقدير هذه النوعية من طرف وكالات التتقيط، وهذه الدرجة من النوعية المتعلقة بالجهة المصدرة. ينبغي الأخذ بها بعين الاعتبار من طرف المدخرين والمستثمرين عند القيام بعملية الاكتتاب في السندات، لأنه في حالة شراء السندات لا يمكن للمكتب استرجاع قيمة القرض السندي في حالة إفلاس الجهة المصدرة إلا بعد التصفية وتسديد التزامات ذات الأولوية ثم إذا تبقى من الأموال تسدد حقوق المكتتبين في السندات⁽¹⁾.

والتتقيط أو تقدير درجة النوعية للسندات من طرف وكالات التتقيط لا يعتبر بمثابة نصح بالشراء أو أي ضمان لتسديد الدين إلى غاية تاريخ الاستحقاق، ولكن يعبر التتقيط عن مدى ملاءة الجهة المصدرة عند لحظة معينة عند إصدار السند⁽²⁾.

2-2: مزايا وعيوب السندات⁽³⁾:

2-2-1: مزايا السندات: تتمثل هذه المزايا فيما يلي:

- المخاطرة: يعتبر السند اقل مخاطرة من الأوراق المالية الأخرى وذلك لمتع حامله بالأولوية عن الأوراق المالية الأخرى في استرجاع أمواله عند التصفية.
- العائد: يتحصل حامل السند على عائد ثابت في اغلب الأنواع وفي أوقات محددة.

2-2-2: عيوب السندات:

- لا يجوز لحامل السند التصويت أو التدخل في تسيير شؤون إدارة المؤسسة.
- تأثير التضخم على العائد بمرور الزمن باعتبار السندات ذات آجال استحقاق طويلة الأجل.

3: المخاطر المرتبطة بالسندات

تتمثل هذه المخاطر فيما يلي:

1F. Le bihan & M. Combes, Pratique de la bourse et jeu d'entraînement aux mécanismes boursiers Eyrolles, Paris , 3eme édition, 1991, P 06.

2P. Monnier, Les marches boursiers, Verneuil, Paris, 3eme ed, 1997. P 17.

3عبد الوهاب يوسف، أحمد الحامد، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 86.

3-1: مخاطر عدم التسديد⁽¹⁾:

أول خطر يواجهونه حملة السندات هو خطر عدم احترام الجهة المصدرة لالتزاماتها بالتسديد كتأجيل تسديد قيمة الكوبون أو عدم تسديد قيمة السند عند تاريخ الاستحقاق نتيجة نقص السيولة لدى المؤسسة المصدرة أو إعلان إفلاسها.

وهذا الخطر عادة ما يتم تحديده من طرف وكالات التتقيط بناء على ثقة المصدر، بإعطاء درجة معينة من التتقيط تعبر عن جودته وهي تشمل السندات المصدرة من طرف الدولة وكذا المؤسسات الاقتصادية.

وتوجد علاقة عكسية بين نوعية التتقيط ومعدل العائد الذي يمنحه المصدر للحاملين المحتملين من أجل تصريف السندات المصدرة، وتجد إقبالا لدى المدخرين والمستثمرين.

3-2: مخاطر السيولة⁽²⁾:

وهو خطر ذو طبيعة مختلفة عن سابقه. ويتعلق هذا الخطر بالسندات المتداولة في سوق غير منظم أو في سوق منظم ولكن حجم تداوله ضعيف. وفي هاتين الحالتين يرتبط خطر عدم إمكانية تصريف سريع للسند بسعر مقبول.

3-3: مخاطر التسديد المسبق للسندات⁽³⁾:

تصدر بعض المؤسسات سندات تكون مقرونة بشرط الاختيار في الاستدعاء أو التسديد المسبق لقيمة السند. ويعطي هذا الشرط الحق للمؤسسة المصدرة حق إطفاء سندات خلال فترة معينة بقيمة محددة تسمى القيمة الاستدائية. هذه الأخيرة غالبا ما تكون أعلى من القيمة الاسمية، ويتمثل الفرق في علاوة الاستدعاء.

ويكون شرط الاختيار في الاستدعاء ملازما في معظم الحالات للسندات القابلة لتحويل للتحويل إلى أسهم.

لذا تستخدم المؤسسة المصدرة حقها في استدعاء سندات في الظروف التي ترتفع فيها الأسعار السوقية لأسهمها العادية لدرجة تجعل القيمة التحويلية للسند أكبر من قيمة استدعائه، مما يغري المؤسسة المصدرة على استدعاء سندات وذلك لقطع الطريق أمام حملة السندات القابلة للتحويل من تحويلها إلى أسهم عادية.

وعلى اثر هذه المخاطر التي يتحملها حملة السندات ذات الحق في الاختيار في الاستدعاء فإنهم يشترطون معدل عائد مرتفع عن تلك التي لا تحمل هذه الصفة.

3-4: مخاطر تقلب أسعار الفائدة⁽⁴⁾:

1 Claude Broquet, et autre, opi-cit, 1998, P421.

2 IDEM, P 424.

3 محمد مطر، مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات، مجلة البنوك، الاردن، 1998، ص 157.

4 منى قاسم، مرجع سبق ذكره، 1999، ص 28.

يتأثر السعر السوقي للسند هبوطاً وصعوداً باتجاه عكسي لتحرك أسعار الفائدة في الأسواق النقدية، وعليه يتعرض حملة السندات إلى مخاطر انخفاض أسعار السندات عندما ترتفع أسعار الفائدة في السوق خصوصاً في فترات التضخم، إذ في مثل هذه الأحوال يضطر معظم حملة السندات إلى التخلص مما لديهم من سندات، مما يؤدي إلى زيادة العرض في السوق فتتخفض أسعاره.

وتعتبر السندات طويلة الأجل ذات كوبون ثابت أو سعر فائدة ثابت أكثر تعرضاً لمخاطر تقلب أسعار الفائدة.

3-5: مخاطر الإطفاء السنوي للسندات:

يتضمن عقد الإصدار في كثير من الحالات للمؤسسة المصدرة الحق في أن تطفي سنوياً نسبة محددة من الإصدار.

كما ينص في العقد على الطريقة التي بموجبها يتم تحديد السندات المراد إطفائها، ويتم استغلال هذا الحق في الإطفاء من طرف المصدّر في الفترات التي تشهد فيها ارتفاعاً في السعر السوقي للسند مقارنة بقيمته الاسمية، وفي هذه الحالة تستفيد المؤسسة المصدرة من أرباح رأسمالية من جراء عملية الإطفاء إذ تقوم بتداولها من جديد في السوق بالسعر السوقي وتحرم حاملها الأصلي من تحقيق أرباح فارق السعر السوقي.

3-6: مخاطر الرفع المالي⁽¹⁾:

إن عملية الموازنة بين مصادر التمويل الداخلية ومصادر التمويل الخارجية في هيكل رأسمال المؤسسة المصدرة للسندات يحقق مصلحة حاملي السندات، وهو ما يعبر عنه بنسبة معقولة من الرفع المالي للمؤسسة، حيث أنه إذا تجاوزت نسبة الرفع المالي الحدود المعيارية المتعارف عليها في قطاع الصناعة التي تعمل فيه المؤسسة المصدرة فإنها تحمل في طياتها مخاطر على حقوق حملة السندات وذلك لظهور منافسين إضافيين ينافسونهم في موجودات المؤسسة إذا ما تعرضت إلى خطر الإفلاس والتصفية.

بالإضافة إلى هذا فإن تجاوز نسبة الرفع المالي في المؤسسة الحدود المعيارية يصاحبه انخفاض محسوس في كل من أسعار أسهمها وسنداتهما وبالتالي يتعرض حملة السندات إلى خسائر رأسمالية.

3-7: مخاطر الإفلاس⁽²⁾:

1 محمد مطر، مرجع سبق ذكره، 1998، ص 52.

بالرغم من أن حملة السندات يتمتعون بالأولوية في الحصول على حقوقهم عند إفلاس المؤسسة واتخاذ قرار بتصفيتها، إلا أن هذا الحق غير مضمون لكون موجودات المؤسسة عند التصفية تنخفض قيمتها في السوق، وبالتالي قد لا تكفي لتسديد الالتزامات الجبائية وشبه الجبائية والمصاريف ذات الأولوية على السندات ومن ثمانتسديد قيمة السندات أجزء منها.

ولذا ينصح المدخرين توجيه مدخراتهم إلى سندات ذات جودة جيدة ومعترف بها من طرف وكالات التقييم. وهي السندات التي تصدر من طرف الشركات ذات الملاءة المالية العالية حتى تكون في منأى عن الإفلاس والتصفية.

رابعاً: الأوراق المالية الهجينة

تعتبر الأوراق المالية الهجينة أوراق مالية تصدرها المؤسسات الاقتصادية، مثلها مثل الأسهم والسندات، غير أنها تحمل في نفس الوقت على بعض صفات الأسهم وبعض صفات السندات معاً، وعليه لا يمكن اعتبارها أسهم أو سندات.

وتلجأ المؤسسات الاقتصادية إلى مثل هذا النوع من الإصدارات لتوسيع قاعدة الموارد المالية المتاحة لها بدون اشتراك أصحابها في إدارة المؤسسة والتأثير على القرارات الإستراتيجية المتعلقة بمستقبل نشاط المؤسسة. وتتمثل هذه الأوراق المالية في الآتي:

1: الأسهم الممتازة

1-1: ماهية الأسهم الممتازة⁽¹⁾:

تجمع الأسهم الممتازة بعض خصائص الأسهم العادية والسندات فهي تشبه الأسهم العادية في كونها حصة في رأس مال المؤسسة المصدرة لها، ويحصل حاملها على التوزيعات في حالة اتخاذ قرار بتوزيع الأرباح. وكذلك تشبه السندات في كونها تدر على حاملها عوائد محددة بنسبة مئوية من قيمتها الاسمية. كما لا يحق لحاملها المشاركة في إدارة المؤسسة عن طريق التصويت.

1-2: خصائص الأسهم الممتازة:

تتميز الأسهم الممتازة عن غيرها من الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص تتمثل فيما يلي:

2 نفس المرجع أعلاه، ص 57.

1 عبد الوهاب يوسف، أحمد الحامد، مرجع سبق ذكره، 2007، ص 85.

- السهم الممتاز له قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية شانه في ذلك شأن السهم العادي، غير أن القيمة الدفترية للسهم الممتاز تختلف عن القيمة الدفترية للسهم العادي، وتتمثل القيمة للسهم الممتاز في قيمة السهم الممتاز كما تظهر في دفاتر المؤسسة مقسومة على عدد الأسهم الممتازة. وهي معطاة بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{رأس المال المقابل للأسهم الممتازة}}{\text{عدد الأسهم الممتازة}} = \text{القيمة الدفترية للأسهم الممتازة}$$

وبالمقارنة مع القيمة الدفترية للسهم العادي المعطاة بالعلاقة التالية:

$$\frac{\text{أرباح غير موزعة} + \text{الاحتياطات} + \text{رأس المال}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \text{القيمة الدفترية للسهم العادي}$$

نجد أن الأسهم الممتازة ليس لها نصيب في الاحتياطات والأرباح الغير موزعة التي تظهر في الميزانيات العامة للمؤسسة، نظرا لكون حملة الأسهم يحصلون على التوزيعات سنويا سواء في حالة توزيعها أو يحصلون عليها تراكميا بالنسبة إلى السنوات التي لا يتم إجراء فيها التوزيعات.

يتمتع حملة الأسهم الممتازة عادة بالأولوية في استقاء حقوقهم قبل حملة الأسهم العادية، ولا يجوز للشركة إصدار أسهم ممتازة جديدة تؤثر في حقوق حملة الأسهم الممتازة الحاليين، لان مثل هذا الإصدار يؤثر في الأولوية التي يتمتعون بها⁽¹⁾.

- وما يميز الأسهم الممتازة هوان لحاملها الحق في الحصول على العائد قبل التوزيع على حملة الأسهم العادية، ويكون التوزيع على حملة الأسهم الممتازة بنسبة مئوية معينة من القيمة الاسمية محددة مسبقا.

- ولا يعني الامتياز ضمان أرباح الأسهم الممتازة، ولكن ما يعنيه هوالحق في الأولوية عند تحقق الأرباح وتقرير توزيعها، أي أن شرط الامتياز لا يؤكد ولا يضمن لحملة الأسهم الممتازة الحصول على أرباح باستمرار، ولكن هناك عدة عوامل مختلفة تدعوالشركة إذا سمحت الحالة المالية إلى الوفاء بالتزاماتها، ومن هذه العوامل ما يلي⁽²⁾:

- الالتزام الأدبي نحوحملتها.
- توقف الشركة عن دفع أرباح الأسهم الممتازة لفترة من الزمن ينجر عنه عدم تمكن حملة الأسهم العادية من الحصول على التوزيعات.
- يؤثر عدم الدفع تأثيرا سلبيا على سمعة الشركة ومن ثم على القيمة السوقية لأسهم الشركة سواء العادية أوالممتازة.

¹مفلح محمد عقل، مرجع سبق ذكره، 2009، ص456.

²نفس المرجع أعلاه، ص 457.

1-3: مزايا وعيوب الأسهم الممتازة⁽¹⁾

1-3-1: مزايا وعيوب الأسهم الممتازة من وجهة نظر الجهة المصدرة

1-1-3-1: المزايا:

- تحقق الأسهم الممتازة العديد من المزايا بالنسبة للشركة المصدرة، وتتمثل فيما يلي:
- تتيح الأسهم الممتازة للشركة المصدرة ميزة تتمثل في كون أن حملة الأسهم الممتازة لا يحق لهم المشاركة في إدارة الشركة وبذلك تبقى الإدارة بيد حملة الأسهم العادية.
- عوائدها مقتصرة على نسبة معينة من الأرباح إذا تقرر توزيعها، لذا لا تشارك في أي زيادة في الأرباح.
- لا يوجد التزام بدفع عائد ثابت للأسهم الممتازة كما هو الحال في السندات والذي لا يرتبط بنتائج نشاط الشركة، إذ أن العائد الذي يتحقق للأسهم الممتازة يرتبط فقط بالأرباح التي تحققها.
- لا يؤدي عدم دفع عوائدها إلى إفلاس الشركة، كما هو الحال في عدم تسديد فوائد السندات سنوياً.
- تزيد في هامش الأمان للمقرضين وتوسع قاعدة الاقتراض للشركة.
- تخفض احتمالات تأثير الشركة بالأوضاع الاقتصادية السيئة.

1-3-2: العيوب:

- أعلى كلفة من القروض، لأن عوائدها لا تقتطع من الأرباح الخاضعة للضريبة على أرباح الشركات.
- إمكانية تراكم عوائدها بموجب نص خاص تؤدي إلى زيادة الأعباء المالية المترتبة على الشركة.

1-3-2: مزايا وعيوب الأسهم الممتازة من وجهة نظر المستثمر:

1-2-3-1: المزايا: تتمثل هذه المزايا فيما يلي

- أنها تكون مناسبة أكثر لبعض فئات المستثمرين الذين يرغبون بدرجة مخاطرة أقل مقارنة بالاستثمار في الأسهم العادية، لأنهم يحصلون على نسبة محددة من الأرباح، وقبل القيام بأية توزيعات للأرباح على الأسهم العادية، وكذلك لأنهم يحصلون على مقابل لهذه الأسهم في حالة تصفية الشركة وقبل الأسهم العادية.
- توفر الأسهم الممتازة المجمع للأرباح إمكانية حصول حملتها على الأرباح في حالة تحقيق الشركة الأرباح للسنوات التي لا يتقرر توزيعها، وذلك عندما يتقرر توزيع أرباح في السنوات اللاحقة.

1 فليح حسن خلق، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2005، ص 226-227.

1-2-3-2: العيوب:

- أنها تتضمن درجة مخاطرة اكبر من السندات، وهذه المخاطرة ترتبط بعدم الحصول على عائد للأسهم الممتازة في حالة عدم تحقيق الشركة للأرباح.
- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة الاشتراك في إدارة الشركة وفي اتخاذ قراراتها، على الرغم من أن عائدها يرتبط بنتائج نشاط الشركة.
- لا يمكن مقاضاة الشركة في حالة عدم تنفيذ حقها في العائد.

2: اتجاهات حديثة للأسهم الممتازة

بالإضافة إلى الأسهم الممتازة التقليدية هناك نوعين آخرين هما:

1-2: الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: (1)

الأصل أن الأسهم الممتازة لها توزيعات ثابتة تقدر بنسبة محددة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز غير أنه ظهر في الولايات المتحدة في سنة 1982 لأول مرة نوع جديد من الأسهم الممتازة ذات توزيعات متغيرة ترتبط بمعدل العائد على نوع من السندات الحكومية. وللمحافظة على تلك الأسهم الممتازة عادة ما ينص على أن لا تقل نسبة التوزيعات عن 7.5% من القيمة الاسمية.

2-2: الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: (2)

عادة نجد أن عقود الإصدار لا تمنح حملة الأسهم الممتازة حق التصويت. إلا أنه في حالة انخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية تعطي لملتها أسهما ممتازة كتعويض عن انخفاض للقيمة السوقية. ونجد أن التعويض بالأسهم الممتازة له بعض المشاكل تتمثل فيما يلي:

- حملة الأسهم الممتازة الأولوية على حملة الأسهم العادية في حالة الإفلاس.
- القيمة الاسمية للسهم لا بد وأن تتساوى مع القيمة الاسمية للسهم العادي.
- لحاملها حق التصويت في الجمعية العامة

2-3: الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح: (3)

الأصل أن حملة الأسهم الممتازة لا يحصلون على أرباح إلا إذا حققت الشركة أرباحا وقررت الإدارة توزيع الأرباح عليهم.

1رسمية قرياص، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 28.

2نفس المرجع أعلاه، ص: 28.

3السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، 2010، ص: 149.

لكن حملة الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح لا يضيع حقهم في التوزيعات إذا لم يتقرر توزيع الأرباح في سنة من السنوات، بل يرحل إلى العام التالي ولا يمكن الإعلان على توزيع الأرباح إلى حملة الأسهم العادية قبل دفع التوزيعات المتراكمة لحملة الأسهم الممتازة بالكامل، على العكس إذا كانت الأسهم الممتازة غير مجمعة للأرباح، فإذا مر العام ولم تعلن الإدارة عن توزيع الأرباح فإن الحملة يضيع عليهم الحق في هذه الأرباح.

2-4: الأسهم الممتازة القابلة للتحويل⁽¹⁾:

يعني أنها قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، وهذا طبعاً إذا كان ينص عليه قانون الشركة، ففي حالة الشركات المزدهرة فإن الأسهم العادية تكون أحسن من الأسهم الممتازة، ويمكن لحملة هذه الأسهم الممتازة أن يحولونها إلى أسهم عادية.

2-5: الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح⁽²⁾:

هذه الأسهم لها الحق في المشاركة في الأرباح المتبقية بعد اخذ المساهمين النسبة المحددة للأسهم الممتازة من الأرباح.

3: مقارنة بين الأوراق المالية

جدول رقم 01: مقارنة بين مصادر التمويل

المؤشر	الأسهم العادية	الأسهم الممتازة	السندات
الملكية	بعد حملة الأسهم العادية من ملاك المنشأة	من ملاك المنشأة	من دائني الشركة
الانتخاب والتصويت	الحق بالانتخابات والتصويت	ليس لهم الحق	ليس لهم الحق
مدة الاستحقاق	ليس لها مدة استحقاق محددة	ليس لها مدة محددة	لها مدة استحقاق محددة
الدخل	يحصل حملتها على دخل يتناسب ووجهة الأرباح	يحصل حملتها على دخل حسب الأرباح الموزعة	يحصل حملتها على فائدة ثانية
الحقوق	الحق عند التصفية بالمتبقي من الأموال بعد تسديد كافة الالتزامات تجاه الدائنين	يحصلوا على حقوقهم بعد تسديد حقوق حاملي السندات	لهم الأولوية في توزيع الأموال عند التصفية
الضمانات	لا يوجد ضمانات أورهن عند الإصدار	ليس ضرورياً أن يكون لها ضمانات عند الإصدار	في الغالب يتطلب أن يكون لها ضمانات عند الإصدار

المصدر: سفيان خليل المناصر، القرارات المالية وأثرها في تحديد الخيار الإستراتيجي بإستخدام إستراتيجية النمو، دار جليس الزمان، الأردن، 2010، ص: 47.

1 السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، 2010، ص: 149.

2 نفس المرجع أعلاه، ص: 149.

المحور السادس: الأوراق المالية المشتقة

يتم تداول الأدوات الاستثمارية المالية المتمثل في الأسهم، السندات والأوراق المالية الأخرى في البورصة على صورتين هما عمليات آجلة وعمليات عاجلة. وتتعلق العمليات العاجلة بالصفقات التي تنفذ في نفس يوم انعقادها، بينما تتعلق العمليات الآجلة، بالصفقات التي يوجد مدى زمني بين تاريخ إبرامها وتاريخ تنفيذها. بمعنى اشتراط ميعاد معين لتسليم الأدوات المالية موضوع التعامل ودفع ثمنها. وتتطوي العمليات الآجلة على نوعين من العقود هما عقود الاختيار والعقود المستقبلية.

أولاً: عقود الاختيار

1: تعريف عقد الاختيار

عقد الاختيار هو عبارة عن اتفاق يبرم بين شخصين، البائع والمشتري ويعطي الحق لهذا الأخير في تنفيذه، ويتعلق بتاريخ محدد. وعليه فالاختيار يمثل " ورقة مالية ذات سمة خاصة، يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية خلال فترة محددة، ويسمى بالاختيار الأمريكي أوفي تاريخ محدد يسمى بالاختيار الأوروبي، بسعر متفق عليه مسبقاً".¹ وينطوي عقد الاختيار على الأسهم، السندات، العملات النقدية، أسعار الفائدة، والمؤشرات البورصية.

وعقود الاختيار هي عبارة عن عقود تعطي للمشتري الحق وليس الإلزام بشراء أو بيع تلك الأدوات المالية وبمقابل هذا العقد يلتزم المشتري بدفع علاوة لمحذر العقد الذي يلتزم ببيع أو شراء الأدوات المالية محل العقد.²

ونظراً لأن لمشتري الاختيار الحق في تنفيذ عقد الاختيار أو عدم تنفيذه، فإنه يدفع لمن أعطاه ذا الحق وهو محذر الاختيار، مكافأة غير قابلة للرد تمثل قيمة شراء حق الاختيار هذا ولا يعطي الاختيار . اختيار الشراء . لحامله الحق في ملكية الشركة وأرباحها طالما لم يتم تنفيذه، أي طالما لم يتحقق لمشتري الاختيار ملكية الورقة المالية محل الاختيار.

وعقود الاختيار هي عبارة عن عقود قابلة للتداول، أي يمكن شراؤها وبيعها، وعليه، فعقود الاختيار تتميز بثلاثة أوجه: إما أن تمارس، وإما أن تترك وإما أن تتداول، بمعنى أنه يمكن تنفيذها عند ميعاد الاستحقاق أولاً يتم تنفيذها أي لا يحصل حامل العقد على الأوراق المالية، ولكن يحصل على الفرق في السعر فقط وأما أن تتداول أي بيع أو شراء الاختيار.

1 J. STOUFFET & J.P. DESCHANEL, *Etudes sur le cours de bourse*, Economica, Paris, 1997, P57.

2R. COSTE & J. CERNES, *La monnaie et ses marchés du France à L'ECU*, Liaisons, Paris, 1993, P84.

2: أنواع عقود الاختيار

توجد عدة تقسيمات لعقود الاختيار منها:

1-2: تقسيم عقود الاختيار على أساس وقت التنفيذ:

تقسم عقود الاختيار حسب هذا المعيار إلى ما يلي:

1-1-2: الاختيار الأمريكي:

وهو عبارة عن عقد يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية خلال فترة محددة بسعر متفق عليه مقدما، أي يمكن تنفيذه في أي لحظة منذ شرائه حتى التاريخ المحدد للتنفيذ.

2-1-2: الاختيار الأوروبي:

وهو عبارة عن عقد يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية في تاريخ محدد بسعر متفق عليه مسبقا.

2-2: تقسيم العقود على أساس الحق الذي يعطيه الاختيار:

حسب هذا المعيار يوجد نوعان من عقود الاختيار تتمثل فيما يلي:

1-2-2: عقد اختيار الشراء:

"يسمى اختيار شراء إذا كان هذا العقد " يعطي لحامله حق شراء الأصل المالي المفترض"¹

ويوجد ضمن عقد اختيار الشراء طرفين، مشتري الاختيار وهو الطرف الذي يملك الحق في شراء عدد من الأوراق المالية من طرف آخر خلال فترة محددة أوفي تاريخ محدد، وبسعر محدد عند التعاقد، أما الطرف الثاني فهو محرر الاختيار الذي يلتزم بالبيع لمشتري الاختيار هذا الحق.

واختيار الشراء لا يقرر أي شيء ملموس لحامله طالما لم يتم تنفيذه، فليس لحامله أي حق مباشرة في أرباح الشركة، وليس له أي علاقة بالشركة المصدرة للورقة المالية محل التعاقد.

ولشرح معنى اختيار الشراء والعوائد المنتظرة من طرفي العقد يعطى المثال الموالي:

بافتراض أن مستثمرا يتوقع ارتفاع سعر سهم معين، وكان السعر الحالي لهذا السهم عندما ($t=0$) هو ($P_0 = 50$ دج)، وفي هذه الحالة يكون المستثمر أمام خيارين:

إما أن يشتري هذا السهم من السوق الحاضرة وينتظر ارتفاع سعره ليعيد بيعه في السوق، ويربح الفارق بين سعر الشراء وسعر البيع في حالة ارتفاعه فعلا أي صحة توقعات المستثمر، وإلا تكون هناك خسارة في حالة العكس.

وإما التعامل في سوق الاختيار من خلال إبرام عقد اختيار شراء بسعر تنفيذ يعادل القيمة السوقية الجارية للسهم محل التعاقد، مع دفع مكافأة غير قابلة للرد لمحرر الاختيار، وتعتبر هذه المكافأة عن سعر اختيار الشراء، ولتكن المكافأة قيمتها 5 دج.

وبما أنه يوجد نوعا من عقود الاختيار فيتم دراسة كل واحد منهما على حدى:

- اختيار أوروبي، وفيه يتم تنفيذ العقد في تاريخ محدد، وهنا كلا الطرفين ليس له الحق في تنفيذ العقد قبل التاريخ المحدد ($t=1$) تاريخ التنفيذ.

- اختيار أمريكي، تمتد مدة صلاحيته من تاريخ التعاقد إلى تاريخ التنفيذ، حيث إنه يمكن تنفيذ العقد في أي لحظة، ولتكن ($t=1$)، وبالتالي في الزمن ($t=1$) هناك ثلاثة احتمالات لسعر الورقة المالية محل التعاقد، عر السوق (p_c) يمكن أن يكون : $P_c < p_e$ أو $P_c = p_e$ أو $P_c > p_e$

ففي حالة ($P_c < p_e$) أي سعر السوق عند تاريخ التنفيذ أقل من سعر التنفيذ وهنا مشتري الاختيار إما أن ينفذ العقد أي يحصل على السهم محل التعاقد، فيقوم محرر العقد بتسليم السهم مقابل دفع سعر التنفيذ من قبل مشتري الاختيار، ليعيد بيعها، هذا الأخير بسعر اسوق وهذا نادرا ما يحدث، حيث مشتري عقد الاختيار لا يقوم بتنفيذ العقد وبالتالي يخسر قيمة المكافأة فقط، أما محرر الاختيار فيربح قيمة المكافأة.

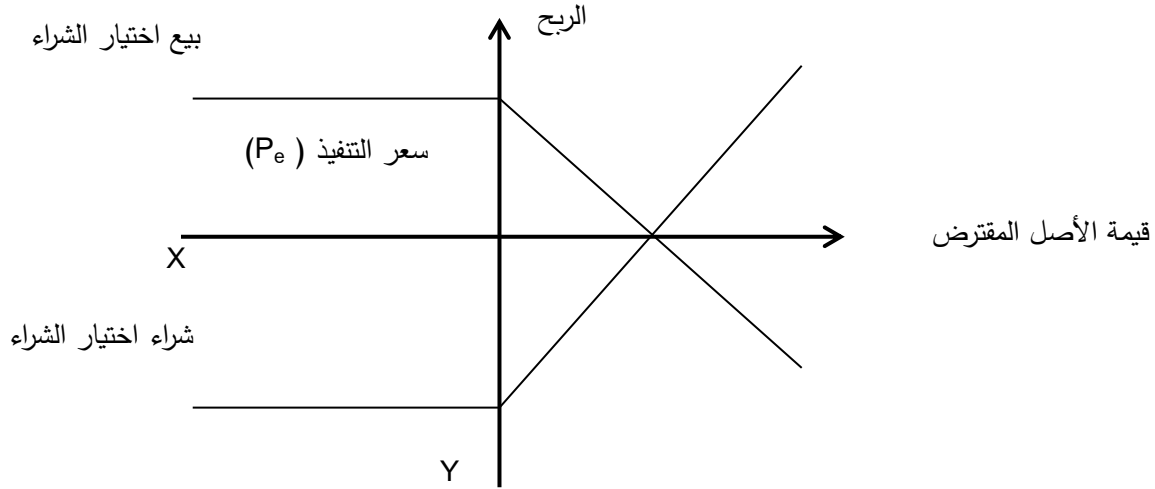
وفي حالة ($P_c = p_e$) أي سعر التنفيذ يساوي سعر السوق، وهذه الحالة تشبه الحالة السابقة ومحرر الاختيار يربح قيمة المكافأة، ويخسر مشتري الاختيار تلك المكافأة.

وأخيرا الحالة التي يكون فيها ($P_c > p_e$)، وبالتالي مشتري الاختيار له الحق في تنفيذ العقد، أي يطلب من محرره تسليم السهم محل التعاقد في مقابل دفع سعر التنفيذ، وإما يكتفي محرر الاختيار يدفع الفارق في السعر ($P_e - P_c$) إلى مشتري الاختيار، وبالتالي فأرباح مشتري الاختيار غير محددة حيث تزداد كلما ارتفع سعر السهم في السوق بينما محرر الاختيار خسائره غير محددة، وتزداد كلما ارتفع سعر السهم في السوق.

وخلاصة القول فإن خسارة مشتري الاختيار لا تتعدى قيمة المكافأة بينما أرباحه غير محددة، على عكس محور الاختيار الذي تكون أرباحه محددة بقيمة المكافأة وخسارته غير محددة.

ويمكن تلخيص ما سبق في الشكل الموالي:

الشكل: 2 أثر اختيار الشراء على ثروة المتعاقدين



Source: J.P GOURLAOUEN, Nouveaux instruments financiers, vuibert, Paris, 1988,p 260.

يلاحظ من الشكل أنه إذا كان سعر الأصل المفترض . سهم . أقل من سعر التنفيذ، فإن مشتري الإختيار لا يقوم بتنفيذ الإختيار، وبالتالي يخسر قيمة المكافأة التي تمثل سعر اختيار الشراء. أما في حالة كون سعر الأصل المفترض، تفوق سعر التنفيذ بحيث يكون سعر الأصل المفترض في السوق يساوي إلى سعر التنفيذ مضاف إليه العلاوة/ ويتم تنفيذ الإختيار، فهنا تكون الأرباح المحققة من طرف مشتري الإختيار معدومة، ونفس الشيء بالنسبة إلى محرر الإختيار فإن أرباحه أيضا معدومة وتمثل في الشكل نقطة تقاطع المنحنيين (X) و (Y).

وفي حالة استمرار ارتفاع السعر، فإن أرباح مشتري الإختيار يزداد تبعا لهذا الارتفاع على عكس محرر الإختيار الذي تزداد خسارته والسبب الذي يدفع طرفي عقد اختيار الشراء إلى التعاقد هوالتبين في التوقعات. فمشتري الإختيار يتوقع ارتفاع الأسعار في المستقبل، على عكس محرر الإختيار الذي يتوقع انخفاضها، وبالتالي تحسين عائد أسهم يمتلكها بالفعل أوقد لا يمتلكها.

2-2-2: عقد اختيار البيع:¹

وهو عبارة عن عقد يعطي حامله حق بيع أصل مفترض خلال فترة محددة أوفي تاريخ محدد بسعر متفق عليه مسبقا وبعبارة أخرى هواتفاق ينشأ بين طرفين هما:

- حامل الإختيار وهومشتري الإختيار الذي يعطيه الحق في بيع أصل مفترض خلال فترة، أوتاريخ محدد بسعر متفق عليه مسبقا.

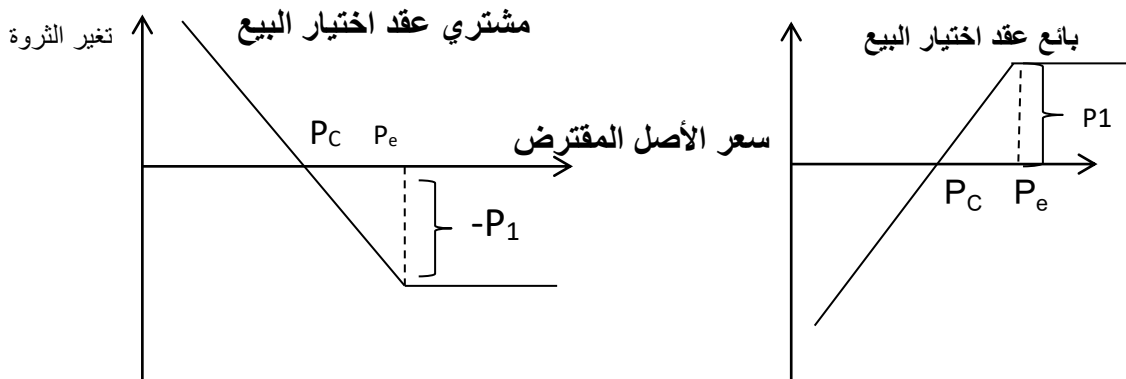
- محرر الاختيار وهو الشخص الذي يلتزم بتنفيذ الاتفاق أي شراء الأصل المفترض عندما يطلب مشتري اختيار البيع ذلك، وهذا عند التاريخ المحدد لتنفيذه في حالة الاختيار الأوروبي أوفي أي لحظة في حالة الاختيار الأمريكي مقابل المكافأة التي يحصل عليها. " وشراء اختيار يوافق أسلوب للمضاربة عند انخفاض سعر الأصل المفترض".¹

ولتوضيح معنى عقد اختيار البيع والالتزامات المترتبة على طرفيه يعطى المثال الموالي:
بافتراض أن مشتري اختيار البيع يدفع علاوة (P_1) إلى محرر الاختيار، ولتكن موضوع الاختيار هو الأصل المفترض (A) وسعر تنفيذه (P_e).

في حالة ما يكون سعر الأصل المفترض (A) في السوق (P_c) أكبر من سعر التنفيذ (P_c)، فإن مشتري الاختيار لا يقوم بتنفيذ الاختيار، وبالتالي يخسر قيمة العلاوة التي قدمها إلى محرر الاختيار والمتمثلة في (P_1)، وهذه الأخيرة تمثل قيمة الربح المحقق من طرف محرر الاختيار.

في حالة كون سعر الأصل المفترض في السوق (P_c) أقل من سعر التنفيذ (P_e)، حيث:
($P_c = P_e - P_1$)، وتمثل في الشكل رقم 2 بنقطة تقاطع المنحنى (X) و (Y) ويقوم مشتري الاختيار بتنفيذ العقد، وعندها فالأرباح المحققة من طرف كل من محرر الاختيار ومشتريه تكون معدومة.
بينما إذا كان ($P_c < P_e - P_1$) أي استمرار انخفاض سعر الأصل المفترض في السوق، فإن الربح الذي يحققه مشتري اختيار البيع يزداد تبعا لهذا الانخفاض. أما خسارة محرر اختيار البيع فيكون بمقدار الربح الذي يحققه مشتري الاختيار، مطروحا منه قيمة المكافأة التي تلقاها من طرف مشتري الاختيار عند تحرير العقد (قيمة التوزيعات من الأرباح لا تؤخذ بعين الاعتبار).

الشكل:3 أثر اختيار البيع على ثروة طرفي العقد



Source: Idem, p 154.

ويلاحظ أن خسارة مشتري الاختيار محدودة بقيمة العلاوة فقط وربحه غير محدود، بينما محرر الاختيار خسارته غير محدودة ولكن ربحه محدود بقيمة العلاوة فقط.

2-3: تقسيم عقود الاختيار على أساس الأصل المفترض محل العقد:

ويوجد ثلاثة أنواع من الأصول المفترضة التي تنصب عليها عقود الاختيار في الأسواق المالية، وتتمثل هذه الأصول في الأسهم ومؤشرات البورصة، أسعار الفائدة.

2-3-1: عقود الاختيار التي تنصب على الأسهم:

في ظل هذا النوع من العقود، يتم الاتفاق بين محرر الاختيار ومشتريه على عدد من الأسهم، ويرجع ظهور هذه العقود إلى سنة 1973 بشيكاغو، ثم في سنة 1978 بنيويورك، وأخيرا في سنة 1987 سوق الاختيارات القابلة للتداول في باريس.¹

2-3-2: عقود الاختيار التي تنصب على المؤشرات:

تسمح هذه العقود بشراء أو بيع أو إعادة تداول مستوى معين يصل إليه مؤشر البورصة عند تاريخ الاستحقاق.

" ويمثل مؤشر السوق، تشكيلة من أسهم عدد من الشركات يعتقد في انها عينة ممثلة للأسهم المتداولة في السوق الحاضرة".²

ونظرا لأن التعامل في هذه الخيارات يرد على مجموعة من النقاط، فإن العقود التي تدور حولها ينبغي أن تترجم من نقاط صماء إلى قيم مالية، ويتم ذلك بضرب قيمة المؤشر المتفق عليها في قيمة مضاعف العقد (قيمة المؤشر المتفق عليها X قيمة مضاعف العقد) حيث تمثل قيمة مضاعف العقد، القيمة النقدية لكل نقطة في المؤشر، وهي تعادل على سبيل المثال ف فرنسا 200 فرنك فرنسي لكل نقطة يسجلها المؤشر، والتعامل في مثل هذه الخيارات ينصب على مؤشر يتكون من سلة من الأسهم، ومنه فالتصفية تتم من خلال تسوية أوضاع المتعاملين نقدا أي لا يكون هناك استلام وتسليم للأسهم الممثلة في المؤشر.

وتتم عملية التصفية كما يلي:

- تصفية اختيار البيع = (سعر تنفيذ الاختيار . سعر المؤشر السائد في وقت التصفية) أيعند تاريخ

الاستحقاق فمثلا: ليكن مؤشر CAC 40 بلغ 1500 نقطة، مع العلوم أن قيمة كل نقطة هي 200

فرنك فرنسي، وبالتالي سعر المؤشر هو $1500 \times 200 = 300000$ فرنك.

- تصفية اختيار الشراء = (سعر المؤشر في السوق عند التصفية . سعر التنفيذ)

- ولتوضيح ما سبق ذكره يعطى المثال الموالي:

1R. HANNOSSET, Marché à terme et option dans le monde, Dollaz, Paris, 1989, p 132.

2 منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1994، ص: 566

تم إبرام عقد اختيار شراء للمؤشر CAC 40 بتاريخ 03 فيفري 1994 وكانت قيمة المؤشر آنذاك 1700 نقطة، وقد اتفق طرفا العقد على سعر تنفيذ للمؤشر 1700 نقطة، وقيمة الاختيار 500 (و.ن) وتاريخ التنفيذ 30 أبريل 1994.

بافتراض أن قيمة المؤشر في تاريخ التصفية - التنفيذ - وصل إلى 2000 نقطة إذن مشتري الاختيار يربح: $2000 - 1700 = 300$ نقطة وبتحويل هذه القيمة نقدية $300 \times 200 = 60000$ (و.ن) وبعد خصم قيمة العلاوة 500 (و.ن) نجد $60000 - 500 = 59500$ (و.ن)، ومنه ربح مشتري الاختيار هو 59500 (و.ن).

2-3-3: عقود الاختيار التي تنصب على أسعار الفائدة:

تنصب هذه " العقود على أسعار الفائدة المترتبة بالسندات بمختلف أنواعها وأشكالها طويلة ومتوسطة الأجل وأقصيرة الأجل.

وتحقق هذه العقود فوائد عديدة لطرفي العقد تتمثل فيما يلي:

- فهي تحقق لمشتري الاختيار الحماية من تغير أسعار الفائدة سواء كان مكتسب الاختيار مقرضا أو مقترضا، حيث تسمح له بالاستفادة من التغير الملائم في هذه الأسعار، نظرا لما يمثل الاختيار من حق وليس التزام في الاقتراض أو الاقتراض لمبلغ معين من المال خلال فترة محددة وبسعر فائدة محدد مسبقا. وبالتالي، إذا كان مكتسب الاختيار هو المقرض، فإن وضعه يتحدد حسب تطورات أسعار الفائدة في السوق كما يلي:

- إذا ارتفعت قيمتها بدرجة كبيرة نتيجة انخفاض أسعار الفائدة، فإنه يستطيع التنازل عن اختياره، فيفقد مبلغ الاختيار فقط (مبلغ المكافأة).

- أما إذا انخفضت قيمتها نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة، فإنه يستطيع ممارسة اختياره بإقراض بائع الاختيار بمعدل أعلى من ذلك السائد في السوق، وبالتالي تتزايد أرباحه حسب تزايد معدل الفائدة.

يضاف إلى ذلك حق مشتري الاختيار في تداول اختياره في السوق بالتنازل عنه للغير.

- أما إذا كان مكتسب الاختيار هو المقرض (اختيار شراء)، فإنه يستطيع حماية نفسه من التطور غير الملائم لأسعار الفائدة، بطريقة عكس تلك المنتهجة من طرف المقرض.

- أما بالنسبة لبائع الاختيار، فإنه يستفيد هو الآخر من عقده من خلال ما يلتزم به المشتري أو مكتسب الاختيار من دفع قيمة الاختيار فور التعاقد، وهو مبلغ يحدد في العقد مقابل الحقوق التي تعطى لمكتسب الاختيار من دفع قيمة الاختيار فور التعاقد، وهو مبلغ يحدد في العقد مقابل الحقوق التي تعطى لمكتسب الاختيار من ممارسة أو عدم ممارسة اختياره، والذي يعتبر حق مكتسب لبائع الاختيار لا يدخل في سعر ممارسة الاختيار.

ثانيا : العقود المستقبلية.

1 : تعريف العقود المستقبلية

يمثل " العقد التزاما بين طرفين البائع والمشتري، بتبادل الأصل المالي الذي يشكل محلا للتعاقد، مقابل سعر الممارسة حينما يحل ميعاد الاستحقاق، وبالشروط المتفق عليها في العقد.1 ومنه، فإن العقود المستقبلية هي عبارة عن التزام بتسليم أصل مالي في تاريخ لاحق على أن يدفع الثمن عند التسليم.

والسبب الذي يدفع المستثمرين إلى إبرام مثل هذه العقود هو الحد من مخاطر التغيرات السعرية التي يتعرض لها البائعين والمشتريين.

والعقود المستقبلية تتضمن أربعة عناصر أساسية تتمثل فيما يلي:

- كمية ونوع الأصل محل التعاقد.
- تاريخ التسليم.
- كيفية التسليم.
- السعر.

2: شروط التعاقد

لضمان توفر سوق منظمة للعقود المستقبلية، لجأت بورصات العقود المستقبلية الى ترميط شروط التعاقد في خمسة مجالات أساسية هي:2

1-2: وحدة التعامل:

وهي عبارة عن الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد فمثلا في مجلس شيكاغو للتجارة يتضمن العقد الواحد للتعامل في القمح على 500 بوشل، أما العقد على أذونات الخزانة في الولايات المتحدة الأمريكية فتبلغ قيمته مليون دولار في مقابل 100 ألف دولار للعقد على سندات الخزانة.

2-2: شروط التسليم:

وتتضمن الشهور التي يتم التعامل فيها على العقد، والفترة الزمنية خلال الشهر الذي ينبغي أن يتم فيها التسليم، ودرجة جودة الأصل محل التعاقد، والوسيلة الفعلية التي يمكن بها البائع تسليم الأصل، حيث عادة ما توجد معاملات تحويل محددة مسبقا، تتم على ضوءها عملية الاحلال بالشكل الذي يتحقق في ضله عائد، حتى تاريخ الاستحقاق أوحى تاريخ الاستدعاء الأول، يساوي معدل الكوبون للورقة الأصلية.

1-G..GAIN, Bourse : pratique des marchés conditionnels, Clet, Paris, 1991, p : 156.

2 منير إبراهيم هندي، 1994، 1994، مرجع سبق ذكره، ص : 661.

كما أن معظم العقود على الأصول المالية إما نقدا أو من خلال صفقات عكسية أي شراء عقد مستقبلي على نفس السلعة، إذا كان قد سبق له أن باع عقد مستقبلي عليها أو بيع عقد مستقبلي إذا كان سبق له الشراء، وبذلك يقفل مركزه دون الحاجة إلى عملية الاحلال المشار إليها.

2-3: حدود تقلب الأسعار:

تفرض أسواق العقود حدا أدنى للتغيرات السعرية، ويتفاوت الحد الأدنى حسب الأصل محل التعاقد. كما تفرض حدا أقصى للتغيرات السعرية التي تحدث خلال يوم واحد. وفي اليوم الموالي يبدأ التعامل بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم السابق. ويتغير الحد الأقصى للتغير السعري من أصل إلى آخر، وإذا كانت بعض العقود، مثل العقود على مؤشرات السوق لا تخضع أسعارها لقاعدة الحد الأقصى المشار إليها.

2-4: حدود المعاملات والمراكز:

يقصد به الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة التي يمكن ان تكون في حوزة مستثمر واحد والهدف منها هو الحد من الممارسات غير الأخلاقية التي قد يعمد إليها المتعاملون ويختلف العدد المحدد للمراكز باختلاف الأصل محل التعاقد.

2-5: الهامش المبدئي:

التعاقد على الشراء أو البيع قد لا يترتب عليه حصول البائع على الثمن أجزء منه، وهذا نتيجة لعدم تنفيذ الطرف الآخر لما عليه من التزام. ولتفادي هذا الضرر يتم فرض هامش مبدئي يدفعه كل من الطرفين لبيت السمسرة الذي يتعامل معه. وتحدد قيمة الهامش المبدئي وفقا للمتغيرين حجم العقد ودرجة التقلب في قيمته السوقية. وبالتالي، قيمة الهامش تختلف باختلاف الأصل محل التعاقد.

وتتميز العقود المستقبلية بإجراء تسوية يومية لمركز المتعاقدين بناء على حركة الاسعار، ففي نهاية كل يوم تتم تسوية حساب المتعاقد ويحرر بيت التسوية عقدا جديدا على أساس سعر التسوية، أي السعر الممثل لأسعار الصفقات في نهاية اليوم، -سعر الاقفال- والفرق بين سعر التسوية لليوم مع اليوم السابق يضاف لحساب احد المتعاقدين. فاذا كان الفرق ايجابيا - حالة ارتفاع الاسعار - يضاف الى حساب المشتري - المركز الطويل - ويخصم من حساب البائع، -المركز القصير- والعكس صحيح.

وبالتالي، فان العقد المستقبلي يولد تدفقات نقدية يومية قد تكون موجبة اوسالبة اعتمادا على اتجاه حركة الاسعار والمركز الذي اخذه المتعاقد.

وعليه فانه كل يوم يبرم عقد جديد بسعر تنفيذ يساوي سعر التسوية لذلك اليوم، والفرق بين سعر التنفيذ وسعر التسوية خلال اليوم تمثل قيمة العقد وتحس من خلال العلاقة الموالية:1

$$V = P_1 - P_0$$

حيث :

V: قيمة العقد

P1: تمثل سعر العقد خلال اليوم الموالي.

P0: تمثل سعر التنفيذ للعقد أي سعر التسوية بالأمس.

ويلاحظ انه في نهاية اليوم وبعد تحرير العقد الجديد بسعر التسوية في ذلك اليوم تصبح قيمة العقد مساوية للصفر. فالسعر السائد في السوق في نهاية اليوم هو ذاته السعر الذي حرر به العقد أي القيمة السوقية مساوية للقيمة الاسمية.

3: أنواع العقود المستقبلية

توجد عدت انواع للعقود المستقبلية، تتمثل فيما يلي:

3-1: العقود المستقبلية على اسعار الفائدة:

يحتوي هذا العنصر على النقاط الموالية :

3-1-1: تعريف العقود المستقبلية على اسعار الفائدة:

تعرف هذه العقود بانها التزامات تهدف الى تسليم (بالنسبة الى بائع العقود) اواستلام (بالنسبة الى مشتري العقود) بتاريخ محدد صكوك مالية تحمل خصائص محددة في العقد نفسه، وبسعر محدد في يوم اجراء العقد، واغلب هذه العقود لا يكون فيها تسليم فعلي للأصول المفترضة، حيث إن هذه العقود يتم احلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن تلك التي تم الاتفاق عنها مبدئيا.2
وتمنح هذه العقود للمتعاملين مزايا مضاعفة:3

- من جهة تضمن لهم عائد معين بالنسبة للمشتريات المستقبلية من الأصول المالية.

- وحماية قيمة الاصول المالية التي يمتلكونها من قبل من جهة أخرى.

1 نفس المرجع أعلاه، ص : 682.

2-Y.SIMON, Les marchés à terme du taux d'intérêt, Economica, Paris, 2eme edition, 1998, p : 09.

3- P.GOBRY, 1988, Op-cit, p : 44.

3-1-2: أنواع العقود المستقبلية على اسعار الفائدة:

يوجد نوعان من العقود المستقبلية على اسعار الفائدة:

3-1-2-1: عقود مستقبلية قصيرة الاجل

ومن أمثلتها العقود على ادونات الخزنة والعقود على شهادات الايداع . "حيث ان من العقود المستقبلية على اسعار الفائدة قصيرة الاجل تسعر من خلال المؤشر : [100 - معدل الفائدة]، فعندما مثلاً، يقرأ في جريدة مالية أوعند نشر العقد المسعر 20 - 90، هذا السعر يعني أن سعر الفائدة يساوي 9,80%.

وهي تساوي (100 - 9,8 = 90 - 20)

وقيمة العقد تعطي من خلال العلاقة الموالية:

$$V_0 - (N.R.V_0) = \text{قيمة العقد}$$

حيث:

V_0 = القيمة الاسمية للعقد.

R = معدل العائد على الاستثمار في الأدونات.

N = الفترة الزمنية للأدونات.

فمثلاً بالنسبة الى أدونات الخزنة لمدة ثلاثة اشهر (90 يوم) ومعدل عائد 10%، فان قيمة العقد

تساوي الى ما يلي:

$$V_0 - (N.R.V_0) = \text{قيمة العقد}$$

$$= 100 - (10 \times 10\% \times 360/90) =$$

$$= 100 - (10 \times 2,510\% \times 0,975) =$$

أما إذا ارتفع R الى 15%، فان قيمة العقد تساوي الى 96,25 (و.ن).

واذا انخفض R الى 8%، فان قيمة العقد تساوي الى 98 (و.ن).

ومن هذا يلاحظ ان قيمة العقد تتغير بصفة عكسية مع تغير معدل العائد وهذا التغير الحاصل في قيمة العقد ينبغي أن يصحبها زيادة اونقصان في قيمة الهامش المبدئي بنفس مقدار التغير في قيمة العقد. فعندما تنخفض قيمة العقد بمقدار (X)، فانه ينبغي ان يعود الهامش المبدئي الى مستواه، حيث يضيف المستثمر نفس القيمة الانخفاض في العقد الى قيمة الهامش المبدئي، وفي حالة عدم قيام المستثمر بإيداع المبلغ لإعادة الهامش المبدئي الى مستواه وتكون في نفس الوقت الخائر الدفترية مساوية لقيمة الهامش، حينئذ يقوم السمسار ببيع العقد واقفال مركز العميل كلياً، وطالما ان الخسائر تساوي قيمة الهامش فلن يحصل العميل على اي شيء.

وفي حالة ارتفاع قيمة العقد، وفي نفس الوقت هذا الارتفاع يراه المستثمر ملائماً، فقد لا يجد داعي للانتظار حتى تاريخ التسليم (تاريخ التنفيذ) للحصول على تلك الأرباح، ذلك أنه يمكنه إقفال مركزه ببيع عقد مماثل للعقد الذي سبق ان اشتره ليضاف الربح لحسابه لدى السمسار.

3-2-1-2: عقود مستقبلية طويلة الاجل

وتنصب على اوراق مالية طويلة الاجل كسندات الخزنة والسندات التي تصدرها المؤسسات الاقتصادية، ويتم تحديد قيمة العقد من خلال العلاقة الموالية:

$$V(1.R.)^n = \text{قيمة العقد}$$

3-1-3: مجال استخدام العقود المستقبلية على أسعار الفائدة

تستخدم العقود المستقبلية على أسعار الفائدة كأداة للتغطية وكأداة للمضاربة، كما هو موضح ادناه:

3-1-3-1: التغطية على عقود الاوراق المالية ذات الدخل الثابت:

تتم التغطية على عقود الاوراق المالية ذات الدخل الثابت من خلال قيام البائع-المركز القصير-الذي يتوقع هبوط سعر الورقة المالية محل العقد ويأمل ان يتمكن من تغطية بيعه عن طريق عملية شراء تعويضية-المركز الطويل-بسعر اقل قبل تاريخ الاستحقاق وسعياً وراء الربح. أما المشتري-المركز الطويل- فهو يشتري اوراق مالية لا يريدتها على أمل القيام بعملية بيع تعويضية بسعر أعلى قبل تاريخ الاستحقاق.

ويهدف المستثمرون من خلال عملية التغطية تخفيض مخاطر تقلبات أسعار الفائدة، ومن الامثلة على المهتمين بالتغطية، مستثمر يمتلك محفظة سندات، ولمواجهة انخفاض محتمل في أسعار نوع من السندات تشمل عليه المحفظة يلجأ الى التغطية. أو مدير محفظة يتوقع الحصول على موارد نقدية مستقبلاً يخطط لاستثمارها في السندات، في الوقت الذي يخشى فيه ان ترتفع قيمة تلك السندات عندما تتاح له تلك الموارد، مما يترتب عليه انخفاض العائد المتولد عنها، لهذا يلجأ الى التغطية.

3-1-3-2: المضاربة على عقود الاوراق المالية ذات الدخل الثابت

تعرف المضاربة بانها شراء أو البيع لأجل للأوراق المالية للتغطية، بدون أي نية للتقايض الفعلي. ويلجأ المستثمرون الى المضاربة على عقود معدلات الفائدة عندما يتوقعون انخفاضا أو ارتفاعا في معدلات الفائدة، ومن ثمة يعتمدون الى شراء أو بيع عقود سندات لتحقيق أرباح نتيجة ذلك التغير المحتمل. وإمكانية شراء سندات مقابل تغطية هامشية تزود المضاربة بدرجة عالية من القدرة - قوة رافعة - تمكنه من مشتريات أكبر بمبالغ أصغر.

ويتوقف العائد الذي يحققه المستثمر على مدى تحقق التوقعات، فإذا تحققت التوقعات يكون معدل العائد مرتفعاً، أما في حالة عدم تحققها يكون معدل الخسارة مرتفعاً، وهذا راجع إلى قوة الرافعة التي يقوم عليها التعامل في العقود.

3-2: العقود المستقبلية التي تنصب على مؤشرات السوق:

"هذه العقود هي عبارة عن التزام بتسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقاً.¹"
وتتطوي العقود المستقبلية للمؤشرات على التزام المشتري بتسليم مبلغاً من النقود يساوي قيمة ثابتة (\$500 في بورصة شيكاغو) يطلق عليها المضاعف مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم للتعامل على العقد أي يوم التسليم وسعر شراء العقد.

وقد سعت البورصات إلى تنميط عقود المؤشرات وذلك من حيث:²

- شهور التسليم، وتتمثل هذه الشهور في شهر مارس، وشهر جوان، وشهر سبتمبر، وشهر ديسمبر.
- قيمة المضاعف تساوي قيمة ثابتة.
- عدم وجود تسليم فعلي لأي عقد، فالتسوية عبارة عن تسوية نقدية من خلال بيت التسوية.
- يلتزم المتعاقدون بإيداع مبلغ لدى السمسار الذي يتعاملون معه ويطلق على هذا المبلغ " الهامش المبدئي" والذي عادة ما يعادل 5% من قيمة العقد في حالة التعاقد بهدف التغطية و 10% في حالة التعاقد بهدف المضاربة.

ولتوضيح ما سبق ذكره يعطى المثال الموالي:³

ليكن عقد يتضمن شراء مؤشر في تاريخ لاحق، عند هذا التاريخ يفسخ المشتري العقد، ويدفع مبلغاً قيمته، مضاعف العقد (X) مضروباً في قيمة المؤشر المحدد في العقد وليس قيمة المؤشر في يوم إبرام العقد والمعامل (X)، مضاعف العقد يتوقف على المواقع البورصية، فمثلاً بورصة شيكاغو مضاعف العقد يساوي \$500.

وبافتراض أن مستوى المؤشر الفوري هو 310 نقطة والمؤشر لأجل هو 321.80 نقطة.

- قيمة المؤشر عند تاريخ التعاقد هي $310 \times \$500 = \155000
 - قيمة المؤشر عند تاريخ التسوية هي $321.80 \times \$500 = \160900 .
 - إذا كان سعر إقفال آخر يوم للتعامل على العقد أي يوم التسليم هو \$279.
- وبالتالي يكون مكتسب العقد هو $321.80 - 279 = 42.80$ نقطة وعليه مشتري العقد يدفع مبلغ قدره $42.80 \times \$500 = \21400 .

ثالثاً: مزايا وعيوب الأوراق المالية المشتقة

يتضمن هذا المطلب التطرق إلى النقاط التالية:

- مزايا وعيوب عقود الاختيار
- مزايا وعيوب العقود المستقبلية

1 عبد الباسط وفا حسن، مرجع سبق ذكره، 1996، ص 40.

2 منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1994، ص ص 714-715

1: مزايا وعيوب عقود الاختيار

ينطوي الاستثمار في عقود الاختيار على مزايا وعيوب تتمثل فيما يلي:

1-1: مزايا عقود الاختيار:

تتمثل مزايا عقود الاختيار فيما يلي:

- حماية المستثمر من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية
- إتاحة الفرصة لشراء أسهم في المستقبل مقابل استثمار فوري يتمثل في مبلغ صغير يدفع مبدئياً قيمة المكافأة على أ، يدفع الباقي وقت التنفيذ.
- تتناقص القدرة الشرائية للنقد، تجعل المستثمر يحقق عائداً رأسمالياً، فالمستثمر يتعاقد مع محرر العقد في الزمن ($t=0$) ويدفع في الزمن ($t=1$) عند تاريخ التنفيذ، مع العلوم أن قيمة النقد تنخفض بفعل التضخم، وبالتالي ضمناً فإن المستثمر يحقق عائداً يتمثل في قيمة تآكل قيمة النقد.

2-1: عيوب عقود الاختيار:

تتميز عقود الاختيار بمجموعة من العيوب تتمثل فيما يلي:

- الورقة المالية المستحقة - الاختيار - ليس لها قيمة اقتصادية، فهي لا تخول لحاملها ملكية أصول اقتصادية.
- لا تساهم في جلب المدخرات التي تعتمد عليها الشركات في تمويل مشاريعها الاستثمارية.
- تضيق الفرصة أمام الشركات الاقتصادية التي تصدر أوراقاً مالية في السوق الحاضرة، حيث إنه لولم توجد سوق الاختيار لاتجهت الأموال المستثمر فيها إلى السوق الحاضرة التي تعتبر أداة لتعبئة الادخار وتساهم في تمويل الاستثمار الحقيقي.

2: مزايا وعيوب العقود المستقبلية

يحمل الاستثمار في العقود المستقبلية مزايا وعيوب تتمثل فيما يلي:

1-2: مزايا العقود المستقبلية:

تتمثل مزايا العقود المستقبلية فيما يلي:

- تخفيض مخاطر التقلبات السعرية المستقبلية.
- حماية محفظة السندات من التغير في قيمتها بإجراء بيع عقد مستقبلي ينصب على أسعار الفائدة.
- تحقيق فوائد للمستثمرين الراغبين في شراء سندات لا يملكون في الوقت الحالي الأموال اللازمة لها، ويعتقدون أن أسعار الفائدة ستخفض حينما يحصلون على تلك الأموال.
- التغطية الهامشية تزود المضارب بدرجة عالية من القدرة وتمكنه من مشتريات أكبر بمبالغ أصغر.

2-2: عيوب العقود المستقبلية:

تنطوي العقود المستقبلية على عيوب تتمثل فيما يلي:

- يؤدي التعامل بالتغطية إلى حدود توسعا أو تقلصا في حجم الصفقات ومن ثم في أسعار الأوراق المالية دون أي تغير فعلي في عرض هذه الأوراق في الظروف الاقتصادية المحيطة.

- تؤدي عمليات المضاربة إلى زيادة تأرجحات الأسعار، من خلال الإفراط في الشراء عند توقع ارتفاع الأسعار أو من خلال الإفراط في البيع عند هبوطها، وبهذا فالمضاربة تولد حركة شاردة وغير صحيحة في أسعار الأوراق المالية.

3: المقارنة بين عقود الاختيار والعقود المستقبلية

توجد نقاط تشابه واختلاف بين عقود الاختيار والعقود المستقبلية تتمثل فيما يلي:

- كلاهما يغطي فترة مستقبلية.
- قيمة العقد لا تظهر إلا في تاريخ التنفيذ بمعنى أن العقد لا يخول لحامله أي حق على الأصل محل التعاقد في أي لحظة قبل حلول تاريخ التنفيذ.
- كل من العقود المستقبلية وعقود الاختيار تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع أصل، في تاريخ لاحق بسعر يحدد عند التعاقد.
- التعامل في كل من السوقين ينطوي على درجة عالية من الرفع.
- بينما يكون لمشتري الاختيار الحق في تنفيذ العقد أو عدمه، فإن العقود المستقبلية هي عقود حقيقة لشراء الأصل محل التعاقد بالسعر المحدد على أن يتم التسليم ودفع القيمة في تاريخ لاحق.
- تقتصر خسارة مشتري عقد الاختيار على قيمة المكافأة المدفوعة، بينما الخسارة في حالة العقود المستقبلية قد تمتد لتشمل القيمة الكلية للعقد.
- لا يمكن لمشتري الاختيار استرداد قيمة المكافأة المدفوعة للمحرر عند التعاقد، بينما الهامش المبدئي في العقود المستقبلية يمكن استرداده بالكامل إذا لم يتعرض المستثمر للخسارة.¹

¹ منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1994، ص 669.

المحور السابع: محفظة الأوراق المالية

يتم التطرق في هذا المحور إلى معالجة تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية كوحدة واحدة يطلق عليها محفظة الأوراق المالية، والهدف من ذلك هو أن الاختيار الأمثل لتشكيلة المحفظة يسمح بتخفيض المخاطر وتعظيم العائد. ويتناول هذا المحور ما يلي:

- مفهوم وأهداف محفظة الأوراق المالية
- خصائص محفظة الأوراق المالية .

أولاً: مفهوم وأهداف محفظة الأوراق المالية.

1: مفهوم محفظة الأوراق المالية

المحفظة الاستثمارية هي بمثابة " أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر، وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة.¹ وبهذا، فالمحفظة هي عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية تعود ملكيتها لشخص طبيعي أو معنوي، هذا المالك يمكن أن يقوم بنفسه بإدارة محفظته، كما قد يضعها تحت تصرف شخص آخر يسمى مدير المحفظة، وفيما يخص الأوراق المالية المشكلة للمحفظة يمكن أن تكون أسهما فقط وتسمى في هذه الحالة محفظة أسهم أو تتكون من سندات فقط وتسمى محفظة سندات، كما قد تكون مشكلة من أسهم وسندات معا وتسمى محفظة هجينة.

وتكمن أهمية دراسة الاستثمار المتعدد - محفظة الاستثمار - كوحدة واحدة، في أن الاختيار الناجح لتشكيلة الأسهم والسندات يسمح بتخفيض المخاطر، دون التضحية بالعائد المتوقع من وراء تلك الاستثمارات. " ولعل من أهم القرارات الاستراتيجية لمدير المحفظة، هي ما يعرف بقرار المزج الرئيسي، والذي يتم من خلال تحديد التركيبة أو التشكيلة الأساسية لأصول المحفظة² وذلك عن طريق تحديد النسب المثلى لكل أصل مالي، وبهذا فإن محفظة الأوراق المالية تعبر عن سياسة استثمارية تهدف إلى تكوين مزيج من البدائل والفرص الاستثمارية الأكثر فعالية والتي يترتب عليها تخفيض مخاطر الاستثمار لأدنى حد ممكن من خلال عملية تنويع البدائل الاستثمارية دون التضحية بالعائد.

1 محمد مطر، مرجع سبق ذكره، 1990، ص 91.

2 نفس المرجع أعلاه، ص 92.

2: أهداف محفظة الأوراق المالية

تتمثل أهداف تكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية فيما يلي:¹

- وضع أساس علمي يساعد المستثمر في إيجاد الحل الأمثل لمشكلة تكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية.
- تعتبر نظرية محفظة الأوراق المالية أسلوباً فعالاً لتحليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، لأنها تركز على مبدأ تنويع المخاطر وتخفيضها عن طريق ربط الاستثمارات في الأوراق المالية مع بعضها البعض عند إدارة وتكوين المحفظة.
- تطوير البيانات المالية والمحاسبية بالشركات وتوفيرها للمستثمر بالأسلوب والكيفية التي تمكنه من اتخاذ القرار الاستثماري المناسب باعتبارها مدخلات.
- وبجانب هذه الأهداف العامة، توجد أهداف خاصة بالمستثمرين وخاصة البنوك وشركات التأمين، باستثمارها الفائض النقدي في الأوراق المالية من أجل تحقيق أقصى عائد، وضمان تلبية حاجة البنك أو المؤسسة المالية للسيولة، وتجنب التعرض لمخاطر الإفلاس، وعدم التضحية بالعلاقة الوثيقة مع كبار المودعين.

ثانياً: خصائص محفظة الأوراق المالية

تتميز محفظة الأوراق المالية بالخصائص التالية:

- العائد والمخاطرة.
- التنويع.

1: العائد والمخاطرة

يتناول هذا العنصر النقاط الآتية:

- العائد.
- المخاطرة.

1-1: العائد:

يعتبر العائد من بين المعايير الأساسية في اتخاذ القرارات الاستثمارية.

1-1-1: مفهوم العائد:

المحفظة هي عبارة عن أداة استثمارية مركبة تتكون من مجموعة من الأوراق المالية، وبالتالي فعائدها "Rp" هو عبارة عن المتوسط المرجح لعوائد الأوراق المالية المشكلة لها، وتتمثل عوامل الترجيح في

1 محمد عثمان اسماعيل حميد، مرجع سبق ذكره، 1993، ص 319.

نسبة الأموال المستثمرة في كل صنف من الأوراق المالية المكونة للمحفظة، ومنه فالعائد يعطى من خلا الصيغة أدناه:

$$R_p = \sum_{i=1}^N X_i R_i$$

حيث:

N: تمثل عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة.

R_i : عائد الورقة المالية (i).

X_i : نسبة الأموال المستثمرة في الورقة المالية (i).

1-1-2: العائد المتوقع للمحفظة:¹

وهو عبارة عن المتوسط المرجح للعوائد المتوقعة للأصول المالية - الأوراق المالية - المشكلة للمحفظة، ويعطي العائد المتوقع للمحفظة من خلال الصيغة الموالية:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n X_i E(R_i)$$

حيث :

$E(R_i)$: العائد المتوقع للورقة المالية (i).

1-2-2: المخاطرة:

1-2-1: تعريف المخاطرة:

تعرف المخاطرة على انها " فرصة الخسارة المتوقعة، أي عدم التأكد من العائد المتوقع تحقيقه مستقبلا من الاستثمار في محفظة الأوراق المالية".²

1-2-2: قياس المخاطرة:

يمكن قياس المخاطرة من خلال عدة صيغ تتمثل فيما يلي:

1 محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة مقدمة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، 1999-2000، ص59.

2 محمد عثمان اسماعيل حميد، مرجع سبق ذكره، 1993، ص 328.

1-2-2-1: الصيغة العامة للمخاطرة:

تعطى مخاطرة المحفظة بالعلاقة الموالية:¹

$$\begin{aligned}\delta_p^2 &= X_1^2 \delta_1^2 + X_1 X_2 \delta_{12} + \dots + X_1 X_n \delta_{1n} \\ &+ X_2 X_1 \delta_{21} + X_2^2 \delta_2^2 + \dots + X_2 X_n \delta_{2n} \\ &\dots \\ &+ X_n X_i \delta_{ni} + \dots + X_n^2 \delta_n^2 \\ &= \sum \sum X_i X_j \delta_{ij}\end{aligned}$$

ويعتبر حساب مخاطرة المحفظة أكثر تعقيدا من حساب العائد المتوقع، حيث إنه عند حساب المخاطرة يجب الأخذ بعين الاعتبار تغير عائد كل أصل من الأصول المالية، ودرجة الارتباط الموجودة بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة. ويتم حساب هذا الارتباط الموجود بين عوائد الأصول إحصائيا من خلال معامل التغير ومعامل الارتباط.²

1-2-2-2: صيغة المخاطرة حسب معامل التغير

1-2-2-2-1: مفهوم معامل التغير (COV (R₁ R₂)

معامل التغير بين معدل العائد لأصليين ماليين يمكن أن يكون موجبا أو سالبا أو معدوما، وذلك حسب الحالات الموالية:

- ففي حالة كون تغيرات معدل العائد لكل من الأصلين تسلك نفس الاتجاه، يكون عندها معامل التغير موجب.
- وفي حالة كون تغيرات معدل العائد لكل من الأصلين تسلك اتجاهين متعاكسين، يكون عندها معامل التغير سالبا.
- وفي حالة كون تغيرات معدل العائد لكل من الأصلين مستقلة عن بعضها البعض، يكون عندها معامل التغير معدوم.

1C. BROQUET , R. COBAUT , R GILLET & A. VAN DEN BERG, Gestion de portefeuille de boeck université, paris, 3eme édition, 1998, p42.

2C. DE LA BAUME, 1994, Op- cit, p 328.

1-2-2-2-2: الصيغة الرياضية للمخاطرة بدلالة معامل التغير:

تعطى صيغة المخاطرة بدلالة معامل التغير كما يلي:

$$COV(R_i, R_j) = P_1[R_{i1} - E(R_i)][R_{j1} - E(R_j)] + \dots + P_n[R_{in} - E(R_i)][R_{jn} - E(R_j)]$$

$$COV(R_i, R_j) = \sum_{k=1}^n P_k [R_{ik} - E(R_i)][R_{jk} - E(R_j)]$$

حيث:

R_{ik} : عائد الأصل (i) في ظل الظروف الاقتصادية (k).

R_{jk} : عائد الأصل (j) في ظل الظروف الاقتصادية (k).

P_k : احتمال حدوث الظروف الاقتصادية (k).

وبهذا تصبح العلاقة الرياضية للمخاطرة:

$$\delta_p^2 = X_1^2 \delta_1^2 + X_1 X_2 COV(R_1, R_2) + \dots + X_N X_{N-1} COV(R_N, R_{N-1}) + X_N^2 \delta_N^2$$

$$\delta_p^2 = \sum \sum X_i X_j COV(R_i, R_j)$$

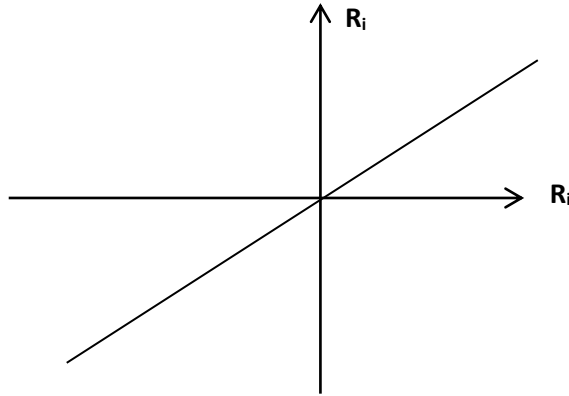
1-2-2-3: صيغة المخاطرة بدلالة معامل الارتباط:

1-2-2-3-1: مفهوم معامل الارتباط:

يمثل معامل الارتباط مقياس احصائي يوضح قوة العلاقة بين متغيرين واتجاهين، ويتراوح هذا المعامل بين القيمتين -1 و +1 ويأخذ معامل الارتباط بين متغيرين الوضعيات التالية:

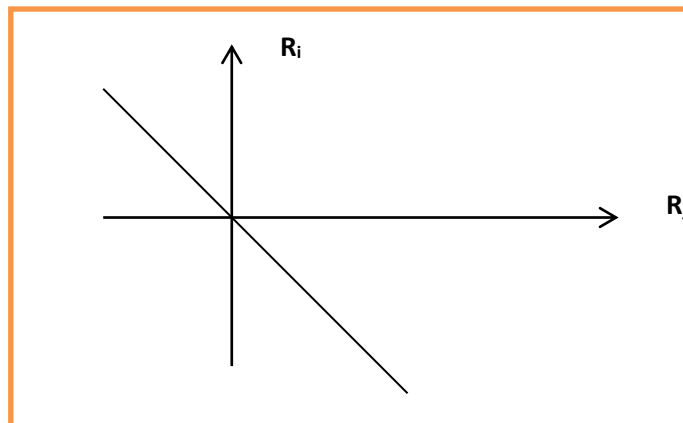
- في حالة كون عوائد السهمين تتحرك في نفس الاتجاه، فإن الارتباط يكون ارتباط موجب تام، أي يساوي إلى الواحد.

وبينما يتم رسم العلاقة كما يلي:

شكل رقم: 4 ارتباط موجب تام $\rho = 1$ 

غير أن هذا الوضع، أي $(\rho = +)$ يكون نادرا لأن عوائد الأسهم تتأثر بشدة ببعض العوامل الخاصة التي تختلف من شركة إلى أخرى مثل المنافسة وكفاءة الإدارة. وعلى هذا الأساس، فإن غالبية الأسهم ترتبط فيما بينها ارتباطا موجبا، ولكنه ليس ارتباطا موجبا تاما.

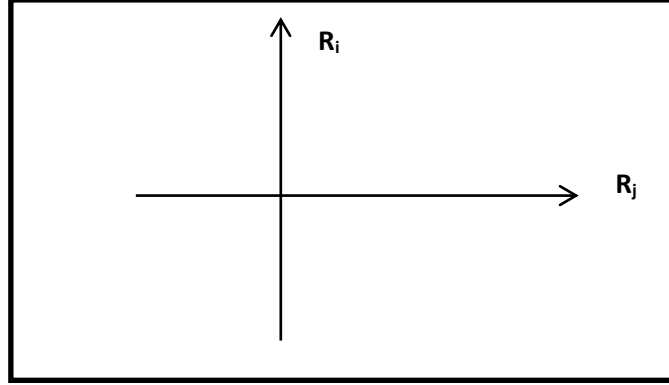
– وفي حالة كون تغير معدلات العوائد لكل من الأصليين تسلك اتجاهات متعاكسة، فإن معامل الارتباط يكون عندها سالبا تماما أي $(\rho = -1)$ ، ويتم رسمه بيانيا كما يلي:

الشكل رقم: 5 معامل ارتباط سالب تام $(\rho = -1)$ 

Source: Ibid, p: 328.

- في حالة كون تغيرات كل من عوائد الأصلين مستقلة عن بعضها البعض، تكون قيمة معامل الارتباط معدومة ويتم رسمها كما يلي:

الشكل رقم: 6 لا يوجد ارتباط ($\rho = 0$)



Source: Ibid, p: 330.

1-2-3-2: الصيغة الرياضية للمخاطرة بدلالة معامل الارتباط

بالنسبة إلى صيغة معامل الارتباط بين العوائد لأصلين ماليين تعطى من خلال الصيغة الموالية:

$$(\rho R_i, R_j) = \frac{cov(R_i, R_j)}{\partial(R_i) \partial(R_j)}$$

وعليه تصبح صيغة مخاطرة المحفظة بدلالة معامل الارتباط معطاة بالعلاقة أدناه:

$$\delta_p^2 = \sum \sum X_i X_j \rho (R_i R_j) \delta(R_i) \delta(R_j)$$

ملاحظة: من خلال صيغة مخاطرة المحفظة والمعطاة بالعلاقة التالية:

$$\begin{aligned} \delta_p^2 &= \sum \sum X_i X_j cov(R_i, R_j) \\ &= X_1 (X_1 \delta_1^2 + \dots + X_j) cov(R_1 R_j) + \dots + X_n cov(R_1, R_n) \\ &\quad + X_2 (X_1 COV(R_2, R_1)) + X_2 \delta_2^2 + \dots + X_n cov(R_2, R_n) \\ &\quad + X_n (X_1 COV(R_n, R_1)) + \dots + X_n \delta_n^2 \end{aligned}$$

فإن العبارة الموالية:

$$X_1 \left(\delta_1^2 + \dots + X_j \text{COV}(R_1, R_j) \right) + \dots + X_n \text{COV}(R_1, R_n)$$

تشير إلى مقدار المخاطرة التي يساهم بها الأصل (i=1) في مخاطرة المحفظة، ويلاحظ أن مساهمة أي أصل ترتبط بثلاثة عوامل هي:¹

- تباين الأصل (i) والمتمثل في δ_i^2
- معامل الارتباط أو معامل التغير بين الأصل (i) وبقية الأصول وهو $\text{COV}(R_i, R_j)$.
- الوزن النسبي للأصل (i) في المحفظة والمتمثل في (X_i) .

2: التنوع

يوجد بالأسواق المالية العديد من الأوراق المالية المختلفة من حيث العائد والمخاطرة، وكما هو معلوم فإن الاستثمارات ذات العائد الأكبر تنطوي على مخاطر أكبر ومع ذلك يساعد الاختيار الرشيد لبنود الاستثمار في زيادة العائد دون زيادة مماثلة في المخاطرة، ويعني هذا أنه لا بد أن تتضمن المحفظة أوراقاً مالية متفاوتة من حيث المخاطر كأساس لزيادة العائد، أي تنوع المحفظة بطريقة تؤدي إلى تدنية التشتت في العوائد.

وبهذا يقصد بالتنوع قرار المستثمر الخاص بتشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها محفظة الأوراق المالية، حيث إن التشكيل الأمثل للمحفظة يؤدي إلى تخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم العائد.²

وتوجد أسس مختلفة للتنوع، من أهمها تنوع جهة الإصدار وتنوع تواريخ الاستحقاق.

1C.BROAUET – R.COBQUT – R.GILLET & Q. VQN DEN BERG, 1998, Op-cit, p142.

2 منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1994، ص 209.

المحور الثامن: نظرية المحفظة

تشكل نظرية المحفظة مدخل للمفاضلة بين الأدوات الاستثمارية في حالة عدم التأكد مبني على قواعد ومبادئ وعليه فهي عبارة عن نظرية الاختيار ما بين المشاريع الاستثمارية ذات المخاطرة كما تعرف بنظرية المخاطرة وتتطوي هذه النظرية على عدة نماذج عملية تتمثل فيما يلي:

- نموذج ماركويتش Markowitz.

- نموذج السوق.

- نموذج تقييم الأصول المالية.

أولاً: نموذج ماركويتش

1: مفهوم نموذج ماركويتش والفرضيات التي يقوم عليها

يتناول هذا العنصر النقاط الآتية:

- مفهوم نموذج ماركويتش

- فرضيات النموذج

1-1: مفهوم نموذج ماركويتش:

إن حل مشكل الاختيار الأمثل لمحفظة الأوراق المالية التي تمثل من جهة هيكلًا مركبًا ومن جهة أخرى الأخذ بعين الاعتبار عدم التأكد في المستقبل، يعطي فائدة مميزة، وبناءً على محفظة مثلى يمكن تحقيقه باستعمال نموذج الأمثلية المبني على النظرية (النموذج) المطورة من طرف ماركويتش.¹

ويسمح هذا النموذج بتحديد الحدود الفعالة المقابلة لمجموعة من الأوراق المالية، بمعنى مجموع النقاط التي تمثل بالنسبة لكل قيمة عائد محفظة مخاطرة متدنية.

1-2: فرضيات النموذج:²

يوجد نوعان من الفرضيات هما:

1-2-1: فرضيات تتعلق بالأوراق المالية:

تتمثل هذه الفرضيات فيما يلي:

- كل استثمار هو عبارة عن قرار يؤخذ في حالة عدم التأكد، وبناءً عليه فعاقد ورقة مالية بالنسبة لكل فترة في المستقبل هو عبارة عن متغير عشوائي يتبع التوزيع الاحتمالي الطبيعي الذي يتميز بأنه توزيع متناظر مستقر كلياً يعرف من خلال المعلمتين المواليتين.

• التوقع الرياضي للعائد: $U = E(R_i)$

• الانحراف المعياري لتوزيع الاحتمالي للعائد $\delta = \delta(R_i)$

1 N. AMENC&V.LE SOURD. Gestion quantitatives des portefeuilles d'actions, économique, paris, 1998, p40.

2R.COBAUT, Théorie financière, Economica, paris, 3eme édition, 1992, pp 95-96.

- عوائد مختلف الأوراق المالية لا تتغير بصفة مستقلة عن بعضها البعض فهي مرتبطة ويعبر عنها رياضيا بمعامل تغاير (اختلاف) غير معدوم.

$$COV(R_i R_j) \equiv \begin{cases} \delta(R_i R_j) \neq 0 \\ \rho \delta(R_i) \delta(R_j) \neq 0 \end{cases}$$

حيث:

ρ_{ij} = معامل الارتباط بين عوائد الورقتين الماليتين (i) و (j).

1-2-2: فرضيات تتعلق بسلوك المستثمر:

تتكون هذه الفرضيات مما يلي:

- يتميز سلوك المستثمرين بدرجة من كره المخاطرة، والتي يتم التعبير عنها رياضيا من خلال الانحراف المعياري.
- يتميز المستثمرون بالعقلانية.
- يقوم المستثمرون بنفس التوقعات، فيما يتعلق بتطوير العوائد المستقبلية للأوراق المالية خلال فترة معينة.

2: تكوين الهيكل الأمثل لمحفظة الأوراق المالية

فيما يخص بناء محفظة الأوراق المالية ثمة سؤال يطرح ويتعلق بما هو عدد الخطوط ونسب الأسهم التي تسمح بالحصول على درجة تنوع كافية لتدنية المخاطرة وتعظيم العائد؟
والاجابة على هذا السؤال تتم من خلال مرحلتين هما:¹

- تحديد المحافظ الفعالة.
- تحديد المحفظة المثلى.

1-2: تحديد المحافظ الفعالة:

وتتطوي هذه المرحلة على وجود حالتين هما:

1-1-2: حالة عدم وجود أصل أكيد:

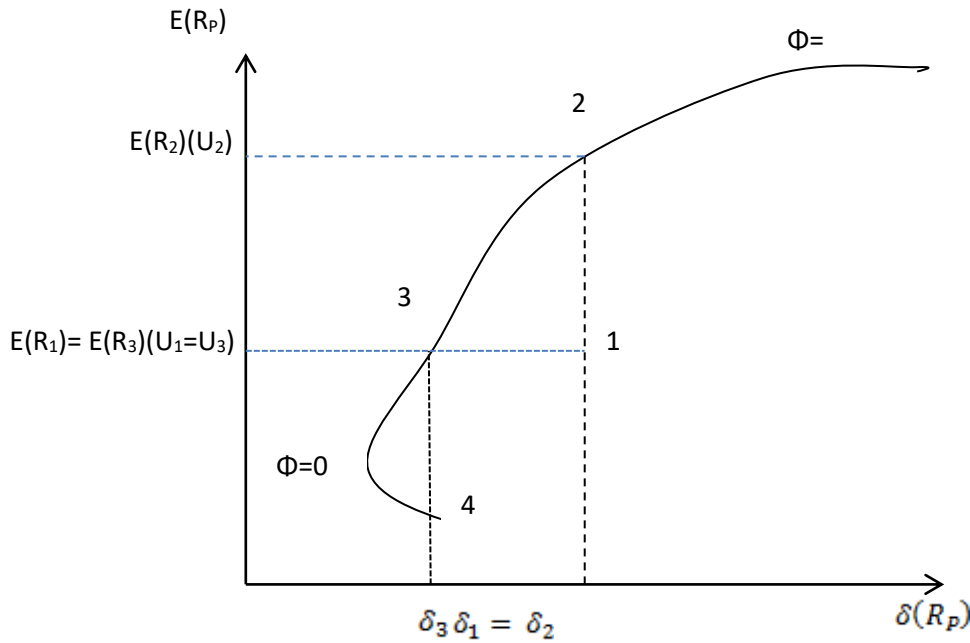
انطلاقا من مجموعة معينة من الأوراق المالية، يمكن تكوين عدد غير محدد من المحافظ، وذلك بتغير نسب الاستثمار في كل صنف من الأوراق المالية، وتتميز كل محفظة مكونة بعائد متوقع $E(R_p)$ ومخاطرة $\delta(p)$.

يتم تحديد المحافظ الفعالة من خلال طريقتين هما:

- تحديد المحافظ الفعالة بيانيا:

ومن خلال رسم كل التوليفات الممكنة (- عائد - مخاطرة) الخاصة بكل محفظة، يمكن الحصول على الشكل الموالي:

الشكل رقم: 6: الحدود الفعالة



Source: Ibid, p: 98.

ومن خلال التوفيق بين الاقتراحات التي تميز سلوك المستثمرين حسب الفرضيات المذكورة أعلاه، يمكن صياغة معيار الفعالية الموالي:

- انطلاقاً من عقلانية المستثمر الذي يرغب في التمتع عند مستوى المخاطرة، (δ_3) فإنه يستبدل المحفظة (1) بالمحفظة (2) اللتان تتميزان بنفس المخاطرة $\delta_1 = \delta_2$ وعائد المحفظة (2) أكبر من عائد المحفظة (1).

- وانطلاقاً من مبدأ العقلانية وكره المخاطر، فالمستثمر الذي يريد التمتع في مستوى عائد متوقع (U_3) فإنه يستبدل المحفظة (1) بالمحفظة (3) ذات مستوى مخاطرة أقل من مخاطرة المحفظة (1). ويتميز أن بنفس مستوى العائد المتوقع.

والمحفظة رقم (3) تسيطر على المحفظة (4) الموجودة أيضا على المنحنى المطوق، بالرغم من أنهما ذات نفس مستوى المخاطرة، ولكن عائد المحفظة (3) أكبر من عائد المحفظة (4)، وعليه فكل المحافظ أو النقاط التي توافق مماس زوميل سالب، فإنها غير فعالة لأنها تسيطر عليها محفظة أخرى توافق مماس زوميل موجب.

وعلى هذا الأساس، فكل مستثمر عقلاني يختار محفظة تقع في الجزء العلوي لمنحنى المحافظ الممكنة، والمحددة بالمماسين العمودي والأفقي، وبالتالي كل المحافظ الأخرى الممكنة ترفض هذا الجزء من المنحنى يعبر عن المحافظ الفعالة، والتي سميت من طرف ماركويتش " بالحدود الفعالة".¹ وعليه يمكن تعريف المحافظ الفعالة-الحدود الفعالة- بأنها عبارة عن المحافظ التي يكون لها بالنسبة إلى مستوى معين من العوائد المتوقعة درجة مخاطرة أقل ما يمكن، أو بعبارة أخرى هي المحافظ التي يكون لها بالنسبة إلى مستوى معين من المخاطرة عائد متوقع أكبر ما يمكن.²

- تحديد المحافظ الفعالة رياضيا:³

المشكل المطروح هنا هو إيجاد النسب (X_i) الواجب استثمارها في مختلف الأوراق المالية لتدنية المخاطر تحت الشرطين الموالين:

- العائد المتوقع المرغوب للمحفظة هو: $E^*(R_p)$

- مجموع النسب (X_i) يساوي إلى الواحد: $X_i=1$.

ومن خلال صيغة مخاطرة المحفظة التالية:

$$\delta^2(R_p) = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n X_i X_j \delta_{ij}$$

حيث:

X_i = النسبة المستثمرة في الورقة المالية (i) الموجودة بالمحفظة.

δ_{ij} = تباين المحفظة (i) و (j).

N = عدد الأوراق المالية التي تظهر في قائمة الاختيار.

فإن هدف المستثمر هو تدنية المخاطرة أي تدنية المعادلة الموالية:

$$\text{Min} \delta^2(R_p) = \sum \sum X_i X_j \delta_{ij}$$

بوجود الشرطين الموالين:

$$E^*(R_p) = \sum X_i E(R_i)$$

$$\sum X_i = 1$$

1Ibid, p93.

2P. NAVATTE, *Istruments et marché financiers*, Management, paris, 1992, p107.

3C. BROAUET-R.COBUOT-R.GILLET & Q.VQN DEN BERG, *Op-cit*, p90.

ولحل هذه المعادلة يستعمل مضاعف لاغرانج (La grange).

$$Z = \sum \sum X_i X \delta_{ij} + \lambda_1 [\sum X_i E(R_i) - E^*(R_p)] + \lambda_2 [\sum X_i - 1]$$

وباشتقاق هذه المعادلة يكون هناك ما يلي:

$$\frac{\partial Z}{\partial X_1} + 2X_1 \delta_{11} + 2X_2 \delta_{12} + \dots + 2X_n \delta_{1n} + \lambda_1 E(R_1) + \lambda_2 = 0$$

.

.

$$\frac{\partial Z}{\partial \lambda_1} = X_1 E(R_1) + X_2 E(R_2) \dots + X_n E(R_n) - E^*(R_p) = 0$$

$$\frac{\partial Z}{\partial \lambda_2} = X_1 + X_2 + \dots + X_n - 1 = 0$$

وبتكرار العملية بالنسبة إلى مختلف مستويات $E(R_p)$ العائد المتوقع، يتم الحصول على مجموع المحافظ المثلى.

حيث إن هذه المحافظ المثلى تشكل الحدود الفعالة وهي مشتركة بالنسبة إلى كل المستثمرين، ويتم اختبار المحفظة المثلى بالنسبة إلى كل مستثمر بناء على تفضيلاته الخاصة والمجسدة في دالة منحنيات السواء الخاصة به، أي تفضيله الحاص فيما يتعلق بالعائد المتوقع والمخاطرة.

2-1: حالة وجود أصل أكيد:

وبنفس الكيفية السابقة، فإنه يتم تحديد المحافظ الفعالة في هذه الحالة من خلال طريقتين هما:

- تحديد المحافظ الفعالة رياضياً:

بإعطاء النسبة (X_{n+1}) المستثمرة في الأصل الأكيد (F) ، حيث هذا الأصل ذو مخاطرة معدومة

$$\delta(F) = 0$$

ومنه إضافة الأصل الأكيد لا يغير في معادلة مخاطرة المحفظة لكن يؤدي إلى تغير الشرطين

السابقين ويصبحا كما يلي:

$$\sum X_i E(R_i) + X_{n+1} R_F = E^*(R_p)$$

$$\sum_{i=1}^{n+1} X_i = 1$$

ومن خلال مضاعف لاغرانج:

$$Z = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n X_i X_j \delta_{ij} + \lambda_1 [\sum X_i E(R_i) + X_{n+1} R_F - E^*] + \lambda_2 \left[\sum_{i=1}^{n+1} X_i - 1 \right]$$

بالاشتقاق يتم الحصول على مايلي:

$$\frac{\partial Z}{\partial X_1} = 2X_1 \delta_{11} + 2X_2 \delta_{12} + \dots + 2X_n \delta_{1n} + \lambda_1 E(R_1) + \lambda_2 = 0$$

$$\frac{\partial Z}{\partial X_n} = 2X_1 \delta_{n1} + 2X_2 \delta_{n2} + \dots + 2X_n \delta_{nn} + \lambda_1 E(R_n) + \lambda_2 = 0$$

$$\frac{\partial Z}{\partial X_{n+1}} = \lambda_1 R_F + \lambda_2 = 0$$

$$\frac{\partial Z}{\partial \lambda_1} = X_1 E(R_1) + X_2 E(R_2) + \dots + X_n E(R_n) + X_{n+1} R_F = E^*(R_p)$$

$$\frac{\partial Z}{\partial \lambda_2} = X_1 + X_2 + \dots + X_n + X_{n+1} = 1$$

ولتوضيح كيفية إيجاد المحافظ المثلى يعطى المثال الموالي:

بافتراض وجود ثلاثة أسهم ذات الخصائص الآتية:

$$E(R_1) = 0,07 , \quad E(R_2) = 0,10 , \quad E(R_3) = 0,12$$

$$\delta(R_1) = 0,12 , \quad \delta(R_2) = 0,15 , \quad \delta(R_3) = 0,23$$

ومعامل الارتباط موجود بين هذه الأسهم معطى في الجدول أدناه:

جدول رقم 1 : معامل الارتباط

سهم / سهم	1	2	3
1	1	0,65	0,15
2	0,65	1	0,3
3	0,15	0,3	1

المصدر: تم تصميمه بناء على معطيات مفترضة.

وليكن الأصل الأكيد ذا معدل فائدة $R_F = 0,05$ والنسبة (X_4) الموظفة فيه هدف المستثمر هوتدنية المخاطرة.

انطلاقاً من الانحراف المعياري ومعامل الارتباط يمكن حساب مصفوفة التباين ومعامل التغير للأسهم الثلاثة كما يلي:

جدول رقم 2 :مصفوفة التباين ومعامل التغير

سهم / سهم	1	2	3
1	0,0144	00,0117	0,0041
2	0,0177	0,0225	0,0104
3	0,0041	0,0104	0,0529

المصدر: تم تصميمه بناء على معطيات المثال أعلاه.

$$\delta^2(R_p) = 0,0144X_1^2 + 0,0255X_2^2 + 0,0529X_3^2 + 2X_1X_2(0,0117) + 2X_1X_3(0,00041) + 2X_2X_3(0,0104)$$

S/C

$$E^*(R_p) = 0,07X_1 + 0,10X_2 + 0,12X_3 + 0,05X_4$$

$$X_1 + X_2 + X_3 + X_4 = 1$$

ملاحظة:

يمكن استعمال الصيغ الرياضية المشروحة أعلاه، في تكوين المحافظ البسيطة أين لا توجد قيود، وأن عدد الأصول المالية المشكلة لها يكون صغيراً.

"أما بالنسبة إلى مشاكل تكوين المحافظ المعقدة، فإن الطرق السابقة لا تعد كافية ولا بد من إدخال طرق أخرى، طريقة السمبلاكس، البرمجة المربعة، La programmation quadratique واللوغاريتم¹."

- تحديد المحافظ الفعالة بيانيا:

يمكن للمستثمر حيازة أصل مالي خال يمين المخاطرة، وبالتالي يمكنه تشكيل محفظة مختلطة بين أصول مالية ذات مخاطرة كما في السابق، وأصول مالية أكيدة - ذات مخاطرة معدومة.

وحيازة أصل مالي بدون مخاطرة ضمن المحفظة المالية يؤدي إلى إنشاء حدود فعالة جديدة وذلك لأن الاستثمار في أصل مالي أكيد يوفر للمستثمر مرونة أكبر.

وللحصول على الحدود الفعالة الجديدة في ظل هذا المحيط، يفترض أن المستثمر يقوم بتوظيف النسبة (X) من الأموال في المحفظة (K) ذات المخاطرة، والنسبة (1-X) في أصل مالي بدون مخاطرة. وعلى هذا الأساس، يتم صياغة العائد المتوقع والمخاطرة المتعلقين بهذا النوع من الاستثمار على الشكل الموالي:

$$E(R_p) = (1 - X)R_f + XE(R_k)$$

$$\delta(R_p) = \sqrt{(1 - X)^2 \delta(R_f)^2 + X^2 \delta(R_k)^2 + 2x(1 - X)\rho(R_f, R_k)\delta(R_f)\delta(R_k)}$$

حيث:

R_p : عائد المحفظة الكلية.

R_f : عائد الأصل الأكيد.

X: نسبة الاستثمار في المحفظة.

(1-X): نسبة الاستثمار في الأصل الأكيد.

R_k : عائد المحفظة (K).

وبما أن الأصل الأكيد عديم المخاطرة $\delta(R_f) = 0$ فإن قيمة (X) تكون كما يلي:

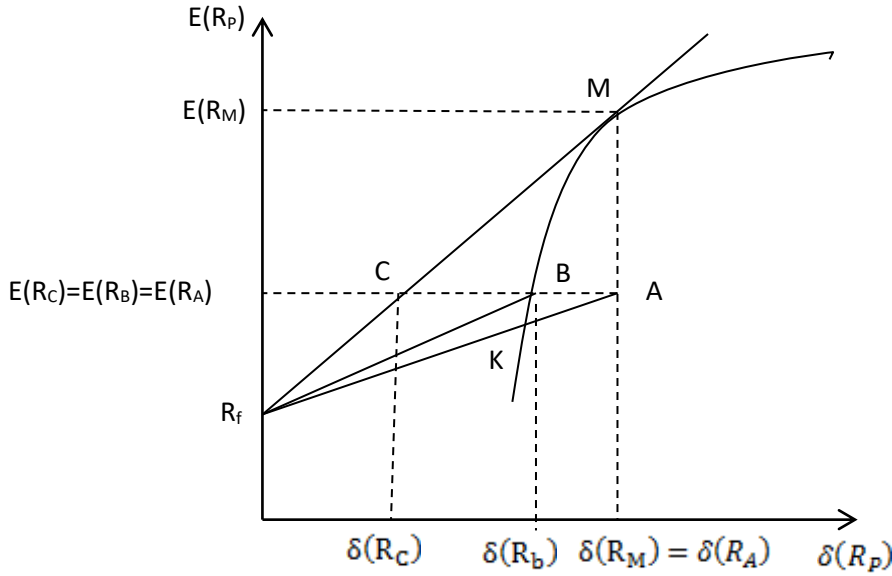
$$\frac{\delta(R_p)}{R} = X\delta(R_k) \Rightarrow X = \frac{\delta(R_p)}{\delta(R_k)}$$

ومنه، فإن قيمة العائد المتوقع تعطى بالصيغة الموالية:

$$E(R_p) = R_f + [E(R_k) - R_f] \frac{\delta(R_p)}{\delta(R_k)}$$

وهذه الصيغة تبرز أن العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطرة هي علاقة خطية، وعليه يكون الرسم البياني كما يلي:

الشكل رقم 8: العائد والمخاطرة



Source: JACUES TEULIE & P. TOPSCALIQN, Op-cit, 1994, p: 60.

انطلاقاً من فرضية عقلانية المستثمر، يمكن المفاضلة بين مختلف المحافظ المبينة في الشكل أعلاه، والتي تمثل المحافظ الممكن تكوينه انطلاقاً من الاستثمار في الأصل الأكيد ز المحفظة ذات المخاطرة.

فالمحفظة (C) تسيطر على المحفظة (B)، حيث إنهما يتميزان بنفس العائد ولكن مخاطر (C) أقل من مخاطرة (B).

أما المحفظة (M) والمحفظة (A)، فالمحفظة (A) لأنها يتميزان بنفس مستوى المخاطرة ولكن عائد المحفظة (M) أكبر من عائد المحفظة (A)، ومنه فالمحفظتان (M) و (C) تعتبران محافظ فعالة.

وعلى هذا الأساس، "فالحدود الفعالة الجديدة في ظل وجود أصل أكيد هي عبارة عن النصف مستقيم (R_f, M) ".¹

وذلك لأنه المستقيم الوحيد الذي له ميل أعلى، وكل محفظة تقع على هذا الخط لها عائد متوقع أكبر من العائد المتوقع للمحافظ الممكنة بالنسبة إلى نفس مستوى المخاطرة.²

والمستثمر يمكن أن يقوم بعملية الاقتراض والاقتراض بنفس المعدل، ومنه يمكن للمستثمر زيادة عائد الأموال الخاصة عن طريق الاقتراض. أثر الرافعة. وبالتالي لا تكون له مزايا الاستثمار في الأصل الأكيد،

¹Idem, p60.

²D. MORISSETTE, 1993, Op-cit, p 350.

الشيء الذي يسمح له باستثمار مبلغ أكبر من رصيده الأولي في المحفظة (M)، بمعنى أنه يمكن للمستثمر الترحيح بين العائد والمخاطرة والمتوقع على بمين النقطة (M) في المنحنى (3 . 12)، وهنا يكون لدينا $(X > 1)$ ¹.

2-2: تحديد المحفظة المثلى:

يتم تحديد المحفظة المثلى في ظل الحالتين الآتيتين:

2-2-1: حالة عدم وجود أصل أكيد:

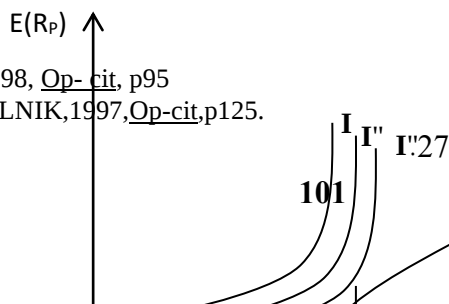
من خلال ما سبق يمكن استنتاج " أن كل المستثمرين وعلى أساس المبادئ الموضوعية، يقومون بتحديد الحدود الفعالة، بنفس الكيفية، وبصفة مستقلة عن التفضيلات الشخصية لكل واحد منهم وتسمى هذه الخاصية بخاصية الانفصال Theoreme de separation²."

وبالنسبة إلى أي مستثمر، فإن اختيار أي محفظة موجودة ضمن الحدود الفعالة للاستثمار فيها هي عبارة عن مفهوم ذاتي يرتبط باختيار معيار لقياس درجة كره المستثمر للمخاطرة والذي يسمح بتحديد دالة المنفعة للمستثمر للمخاطرة، فمنحنى دالة المنفعة يترجم درجة كره المستثمر للمخاطرة.

زمن هنا لابد من الاستعانة بمفهوم اقتصادي، وهومنحنيات السواء التي تعكس ميول وسلوك المستثمرين في مقايضة العاد بالمخاطرة.³

وبتحديد المحفظة المثلى للمستثمر عند التماس أحد منحنيات السواء للمستثمر مع الحدود الفعالة وهوما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم 9: المحفظة الفعالة (المثلى)



1M.A.LEUTENEGGER, 1998, Op-cit, p95

2 B. JACQUILLAT &B.SOLNIK,1997,Op-cit,p125.

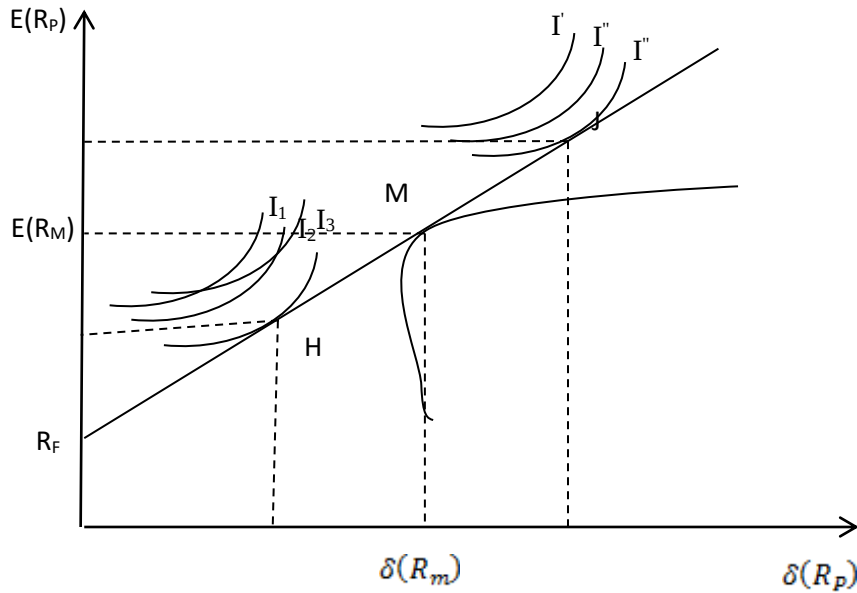
3 د. محمد صالح الحناوي، 2000، مرجع سبق ذكره، ص 278

Source: C.DE LA BAUME, Op-cit, 1994, p: 344.

2-2-2: حالة وجود أصل أكيد:

تحدد المحفظة المثلى للمستثمر من خلال نقطة التماس أحد منحنيات السواء بالمستقيم (R_F, M) .

الشكل رقم 10: المحفظة المثلى



Source: Idem, p: 350.

واختيار محفظة مثلى تقع على خط المحافظ الفعالة يتوقف على التفضيل الشخصي للمستثمر، فبالنسبة للمستثمر (A) تفضيله الشخصي ممثل بمنحنيات السواء (I_1) (I_2) (I_3) والمحفظة المثلى تقع في النقطة H نقطة تماس منحنيات السواء مع المستقيم (R_F, M) .

هذا المستثمر يضع جزء من ثروته في الأصل الأكيد والباقي يضعه في المحفظة، بينما المحفظة المثلث للمستثمر (B) تقع في النقطة J.

ولتكوين هذه المحفظة يقوم هذا المستثمر بالافتراض بمعدل أكيد ويستثمر كل الأموال المتاحة في المحفظة ذات المخاطرة.

وبالتالي، فالمحفظة المثلث هي تلك " المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها".¹

ثانيا: نموذج السوق

ينطوي هذا العنصر على تناول ما يلي:

- مفهوم نموذج السوق.
- نموذج السوق والأوراق المالية الفردية.
- نموذج السوق والتنوع.

1- مفهوم نموذج السوق:

من بين العيوب الكبيرة لنموذج ماركويتش، أن استعماله يتطلب عددا معتبرا من المعطيات.

حيث إنه في حالة ما إذا كان مستثمر يريد الاستثمار في محفظة تتكون من 100 ورقة مالية، ينبغي عليه القيام بتقدير العائد المتوقع، والتباين لكل ورقة مالية، بالإضافة إلى حساب معامل الارتباط بين عوائد كل زوج من الأوراق المالية أي ما يعادل (4950)² معلومة من أجل محفظة بها 100 ورقة مالية.³

ومن أجل حل هذا المشكل المتعلق بتطبيق نموذج ماركويتش عندما يكون عدد الأوراق المالية كبير، اقترح شارب Sharpe مدخلا مبسطا يعرف باسم نموذج السوق.

1 محمد مطر، مرجع سبق ذكره، 1990، ص 93.

$2N(N-1)/2=100.(100-1)/2=4950$
3 R.COBAUT, 1994, Op-cit, p123.

هذا النموذج يركز على فرضية مفادها أن عوائد الأوراق المالية مرتبطة فيما بينها فقط، بسبب ارتباطها المشترك بتقلبات السوق البورصية، كما أن تقلبات أسعار الأوراق المالية ناتجة عن تأثير السوق بصفة عامة، وأسباب خاصة بكل ورقة مالية.¹

وبالتالي فهذا النموذج يقسم تغيرات سعر الورقة المالية إلى قسمين هما:²

- جزء ناتج عن تأثير السوق ويعبر عن المخاطرة المنتظمة، ويسمى أيضا المخاطرة الغير القابلة للتوزيع.

- الجزء الآخر ناتج عن الصفات الخاصة بالورقة المالية، ويسمى بالمخاطرة القابلة للتوزيع

أو الخاصة، كما أن هذه الأخيرة يمكن أن تقسم إلى جزئين هما:

- مخاطرة خاصة تتعلق بالورقة المالية تحديدا.
- مخاطرة ناتجة عن خصائص القطاع الذي تنتمي إليه الشركة.

2- نموذج السوق والأوراق المالية الفردية:

يتم تحديد خصائص الورقة المالية من خلال نموذج السوق كما يلي:

2-1 - عائد الورقة المالية بدلالة بيتا (β):

يمكن صياغة فرضية شارب عن طريق نموذج الانحدار الخطي البسيط، حيث يكون المتغير المستقل هو عائد محفظة السوق - مؤشر السوق - والمتغير التابع هو عائد الورقة المالية (i). وذلك كما يلي:

$$R_{it} = \alpha_{it} + B_{it}R_{Mt} + e_{it}$$

حيث:

R_{it} : عائد الورقة المالية (i) في اللحظة (t).

α_{it} : ثابتة تشير إلى القيمة التي تكون عليها الورقة المالية (i) إذا كان عائد محفظة السوق معدوما.

بمعنى آخر (α_i) هو الجزء من عائد الورقة المالية (i) الناتج عن عوامل لا تؤثر إلا في هذه الورقة المالية فقط.

B_{it} : انحدار أو ميل خط الانحدار وهذه المعلمة تقيس حساسية عائد الورقة المالية (i) لتحركات مؤشر السوق - معامل التغير.

R_{Mt} : عائد مؤشر السوق أو عائد محفظة السوق في اللحظة (t).

e_{it} : معلمة خاصة بالورقة المالية (i) (العائد الباقي)، أوباقى في الفترة (t).

حيث e_{it} تتميز بالخصائص الآتية:

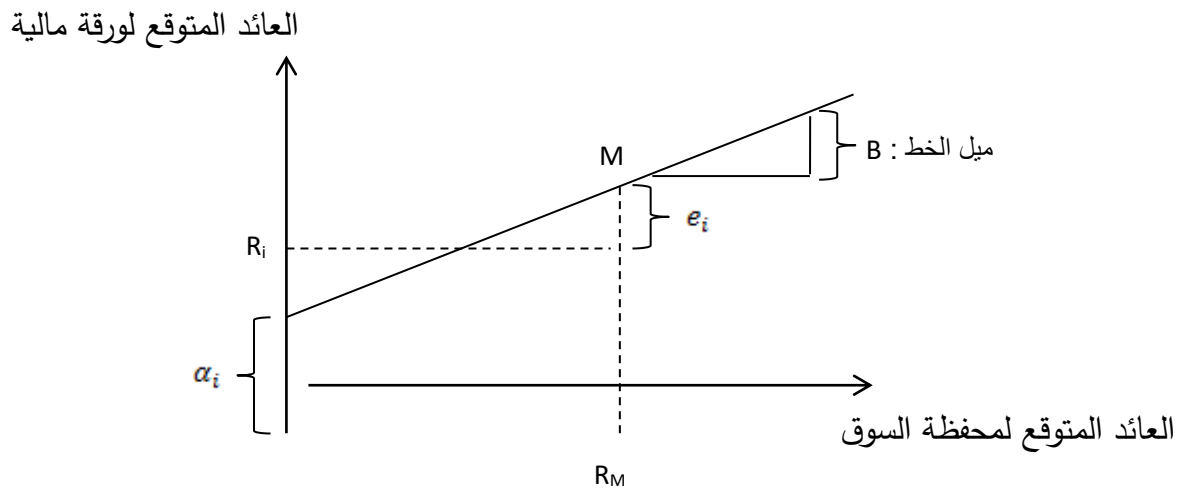
$$COV(e_{it} R_{Mt}) = 0 \quad E(e_{it}) = 0 \quad COV(e_{it} e_{jt}) = 0$$

1C.DE LA BAUME . 1994. Op-cit ,p347.

2F.QUITTARD-PINON, Marches des capitaux et théorie financière , éconómica , paris,1998, p261.

وهذه الخصائص تشير إلى أن البواقي في المتوسط معدومة وأنها مستقلة من ورقة مالية إلى أخرى ومستقلة عن عوائد محفظة السوق لأنها عوامل تقع خارج نطاق السوق. ويلاحظ أن المعلمتين B_{it} و e_{it} ترتبطان فقط بالورقة المالية (i).

الشكل رقم 11: خط الانحدار



المصدر: طاهر حيدر حردان، مرجع سبق ذكره، 1997، ص 99.

ويشير خط الانحدار في الشكل أعلاه إلى المستقيم المميز للورقة المالية (i) وميله يقاس بالمعلمة B_i .

ويبين الخط المستقيم أفضل وضع للتعبير عن العلاقة بين العوائد المشاهدة للسعر، والعوائد المشاهدة للسوق.

وهذا المستقيم لا يستجيب إلى كل التغيرات الحاصلة في الورقة المالية، ولكن يستجيب فقط للاتجاه العام لتغيرات السوق، حيث أن النقاط الممثلة للإحداثيات (عائد الورقة المالية - عائد السوق) (R_M, R_i) لا تتبع بالتدقيق المستقيم - خط الانحدار - فهي تبعد عنه تبعا لطبيعة الورقة المالية والانحرافات (e_i) توافق التقلبات التي ترتبط بالخصائص المتعلقة بالورقة المالية.¹

ويتم حساب قيمة كل من B_i و α_i باستعمال طريقة المربعات الصغرى، وهذين المعلمتين تميزان العلاقة الخطية الموجودة بين عائد الورقة المالية (i) و (R_i) ، وعائد السوق (R_M) .

1M.A. LEUTEGGER, 1998, Op -cit , p74.

$$B_i = \frac{\sum R_i R_M - N \bar{R}_i \bar{R}_M}{\sum R_M^2 - N \bar{R}_M^2} = \frac{\frac{1}{N} \sum R_i R_M - \bar{R}_i \bar{R}_M}{\frac{1}{N} \sum R_M^2 - \bar{R}_M^2} = \frac{COV[R_i R_M]}{VAR(R_M)}$$

$$\alpha_i = R_i - B_i R_M - e_i$$

حيث:

N: عدد الملاحظات

و" (B) بيتا تعبر عن التغير Volatililé ويقاس حساسية عائد الورقة المالية بالنسبة إلى عائد السوق بمعنأن بيتا (B) هي مقياس للمخاطر المنتظمة أي مخاطر السوق¹. كما يعبر عن (B) بيتا كذلك بمقدار التغير النسبي المتوقع حدوثه في عوائد المحفظة بالمقياس للتغير الحادث في متوسط عائد السوق.

واخذ (B) بيتا عدة قيم يتم تفسيرها على النحوالتالي:

0 < B: يكون (B) بيتا موجبا عندما يكون اتجاه تغير الورقة المالية في نفس اتجاه السوق.

1 < B: هذا يعني أن الورقة المالية أكبر مخاطرة من السوق في مجملها، فعندما يرتفع معدل عائد السوق بنسبة 1%، فإن الورقة المالية يكون لها اتجاه في الارتفاع بأكبر من 1% والعكس صحيح في حالة انخفاض السوق، ويتعلق الأمر هنا ورقة مالية هجومية.

1 > B: وهذا يشير إلى أن الورقة المالية أقل مخاطرة من السوق في مجملها، فعندما يرتفع معدل عائد السوق بنسبة 1%، فإن عائد الورقة المالية يرتفع بأقل من 1% والعكس صحيح، في حالة انخفاض عائد السوق، فإن عائد الورقة المالية ينخفض بأقل من انخفاض السوق، وهنا يكون بصدد ورقة مالية دفاعية.

0=B: يعني أن استجابة أو معدل تغير العائد المتوقع للورقة المالية يكون بنفس معدل التغير الحادث في عائد السوق، ويتعلق الأمر هنا بورقة مالية حيادية.

0 > B: بيتا سالبة تشير إلى أن تغيرات الورقة لمالية تكون عكس اتجاه تغير السوق، وعليه كلما كانت (B) بيتا مرتفعة كلما اعتبرت الورقة المالية ذات مخاطرة مرتفعة، وبالتالي فالمستثمر ينتظر عائدا مرتفع².

1 عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، 2000، ص 176.

2J.PEYRARD, 1998, Op- cit, p105.

2-2: مخاطر الورقة المالية الفردية بدلالة B بيتا:

تعطى مخاطرة الرقعة المالية كما يلي:

$$\delta^2(R_i) = B^2 \delta^2(R_M) + \delta^2(e_i)$$

حيث:

$\delta(R_i)$: تعبر عن المخاطرة الكلية.

$\delta(R_M)$: المخاطرة المنتظمة . مخاطرة السوق .

$\delta(e_i)$: المخاطرة الخاصة

3: نموذج السوق والتنوع:

يتم التعبير عن خصائص المحفظة حسب نموذج السوق كما يلي:

1-3: عائد المحفظة بدلالة " B " بيتا:

يعطى عائد المحفظة بالعلاقة التالية:

$$\begin{aligned} R_p &= \sum X_i R_i \\ &= \sum X_i (\alpha_i + B_i R_M + e_i) \\ &= X_1 \alpha_1 + \dots + X_N \alpha_N + X_1 B_1 R_M + \dots + X_N B_N R_M + X_1 e_1 + \dots + X_N e_N \\ &= \sum X_i \alpha_i + \sum X_i B_i R_M + \sum X_i e_i \\ &= \alpha_p + B_p R_M + e_p \end{aligned}$$

ومنه يلاحظ أن p بيتا الخاصة بالمحفظة تساوي إلى المتوسط المرجح لبيتا B_i الخاصة بالأوراق المالية الفردية.

2-3: مخاطر المحفظة بدلالة بيتا " B "

بما أن الارتباط بين عائد ورقة مالية وعوائد مجموع الأوراق المالية الأخرى يتم التعبير عنه من خلال المعامل B_i ، فإنه يتوقع أن تكون الأخطاء العشوائية e_i غير مرتبطة من أصل إلى آخر، وهذا يعني أنه خلال فترة معينة (t) يكون الخطأ العشوائي الخاص بالشركة (J) هو e_i ، موجبا والخطأ العشوائي المتعلق

بالشركة (I) هو e_i يمكن أن يكون أيضا موجبا أو سالبا، وزيادة على هذا فإن هذه الأخطاء العشوائية ذات توقع معدوم $E(e_i) = 0$ ومتوسطها يؤول إلى الصفر ضمن المحفظة، وهذا هو السبب الذي على أساسه تسمى المخاطرة الخاصة بالمخاطرة القابلة للتنوع.¹

ولإثبات ذلك رياضيا يفترض أن محفظة تتكون من (N) ورقة مالية حيث:

$$X_1 = X_2 = \dots = X_N = \frac{1}{N}$$

ونظرا لعدم وجود ارتباط بين الأخطاء العشوائية (e_i, e_j) من جهة وبين مختلف هذه الأخطاء وعائد السوق (R_M) من جهة أخرى، يمكن كتابة الصيغة الرياضية الآتية:

$$\begin{aligned}\delta^2(R_P) &= B_P^2 \delta^2(R_M) + \frac{1}{N^2} \delta^2(e_1) + \frac{1}{N^2} \delta^2(e_2) + \dots + \frac{1}{N^2} \delta^2(e_n) \\ &= B_P^2 \delta^2(R_M) + \frac{1}{N^2} \sum \delta^2(e_i)\end{aligned}$$

ومخاطرة المحفظة تتكون من جزئين هما:

$$\cdot \sqrt{B_P^2 \delta^2(R_M)} : \text{مخاطرة منتظمة}$$

$$\cdot \sqrt{\frac{1}{N^2} \sum \delta^2(e_i)} : \text{مخاطرة خاصة}$$

ولتكن $(\bar{\delta}^2)$ متوسط التباين للمخاطرة الخاصة بكل ورقة مالية:

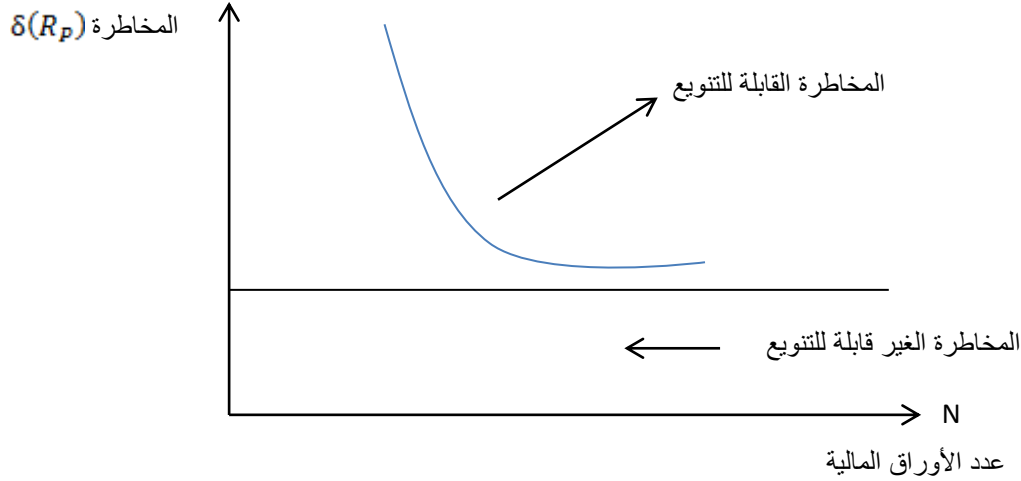
$$\delta^2(R_P) = B_P^2 \delta^2(R_M) + \frac{1}{N} \sum \bar{\delta}^2(e)$$

ويظهر جليا من هذه الصيغة الرياضية للمخاطرة الكلية للمحفظة أنه كلما كان عدد الأوراق المالية (N) كبيرا، فإن المخاطرة الخاصة للمحفظة $\sqrt{\frac{1}{N^2} \sum \delta^2(e_i)} = \frac{1}{N} \sum \bar{\delta}(e_i)$ تنخفض.

وعليه فالمخاطرة الخاصة يمكن تخفيضها إلى أبعد حد ممكن عن طريق التنوع.

ويمكن توضيح هذا أيضا من خلال الرسم البياني التالي:

الشكل رقم 12: التنوع والمخاطرة



Source: P.NAVATTE,1992, Op-cit p106

ثالثاً: نموذج تقييم الأصول المالية:

لقد سمح كل من نموذج ماركوفيتش ونموذج السوق بتحليل سلوك المستثمرين، ووضع معايير لاختيار محافظهم المثلى، ويمكن الاستخلاص من المعايير التي تحدد سلوك المستثمرين، نموذج لسير السوق المالية في ظل مستقبل عشوائي يهتم بدراسة الآثار التي تحدثها الاختيارات المثلى للمستثمرين على مستوى السوق والكيفية التي يتكون بها نظام سعر التوازن، ويعرف هذا النموذج بنموذج تقييم الأصول المالية.

1. فرضيات النموذج:

كأي نموذج فإن نموذج تقييم الأصول المالية يقوم على بعض الفرضيات تحدد الإطار المؤسسي وسلوك المستثمرين.

وتتمثل هذه الفرضيات فيما يلي:¹

1R. COBAUT,1994, Op-cit, 188-189.

- كل المستثمرين لديهم سلوك عقلاني، وقراراتهم الاستثمارية ينبغي أن تجعل محافظهم تقع ضمن الحدود الفعالة المحددة حسب نموذج ماركويتش.
- مبلغ العمليات التي يقوم بها كل مستثمر ضئيلة بالنسبة إلى الحجم الإجمالي للعمليات المجرات في السوق، بحيث لا يستطيع أي مستثمر التأثير على سعر التوازن.
- كل معلومة ضرورية لتقييم الأصول المالية تصل إلى المستثمرين بدون تكلفة.
- يمكن الإقراض والاقتراض بمعدل بدون مخاطرة أي كمية من النقود بدون أي قيد.
- لكل المستثمرين نفس التوقعات فيما يخص كفاءة الأصول المالية في المستقبل.
- كل الاستثمارات قابلة للتقسيم وكل الأصول المالية المتاحة معروفة.
- لا تخضع إلى الرسوم كل من التوزيعات وفائض القيمة.
- السوق المالية غير مقسمة، وهذا معناه أنه يوجد نظام واحد للسعر بالنسبة لكل المعاملات المالية.

2. النموذج:

بافتراض تجانس توقعاتهم، فإنه بالنسبة إلى جميع المستثمرين توجد حدود فعالة واحدة أي نفس المحافظ الفعالة، ويقوم كل مستثمر باختيار محفظته المثلى من بين المحافظ الفعالة، المحفظة التي تسمح له بتعظيم منفعة الممثلة بمنحنيات السواء.

ووجود أصل مالي بدون مخاطرة يسمح للمستثمرين بالقيام بعملية الإقراض والاقتراض بنفس معدل الفائدة، وهذه العملية تسمح للمستثمر بالتحرك على مماس منحى الحدود الفعالة، ويتمثل المماس ذوالميل الأكبر الحدود الفعالة الجديدة في ظل وجود أصل مالي أكيد.

ويمكن توضيح هذه الحالة رياضيا كما يلي:

بافتراض أن مستثمر يقوم باستثمار جزء من ثروته في المحفظة (A) ذات مخاطرة والجزء الآخر في الأصل الأكيد (F) بمعدل (R_F) .

ويعطى عائد المحفظة الكلية (R_P) ومخاطرها كما يلي:

$$R_P = XR_F + (1 - X)R_A$$

$$E(R_P) = XR_E + (1 - X)E(R_P)$$

$$\delta(R_P) = (1 - X)\delta(R_A)$$

$$\Rightarrow X = \frac{\delta(R_A) - \delta(R_P)}{\delta(R_A)} = 1 - \frac{\delta(R_P)}{\delta(R_A)}$$

ومنه:

$$\begin{aligned} E(R_P) &= R_F - \frac{\delta(R_P)}{\delta(R_A)} R_F + \frac{\delta(R_P)}{\delta(R_A)} E(R_A) \\ &= R_F + \frac{\delta(R_P)}{\delta(R_A)} (E(R_A) - R_F) \end{aligned}$$

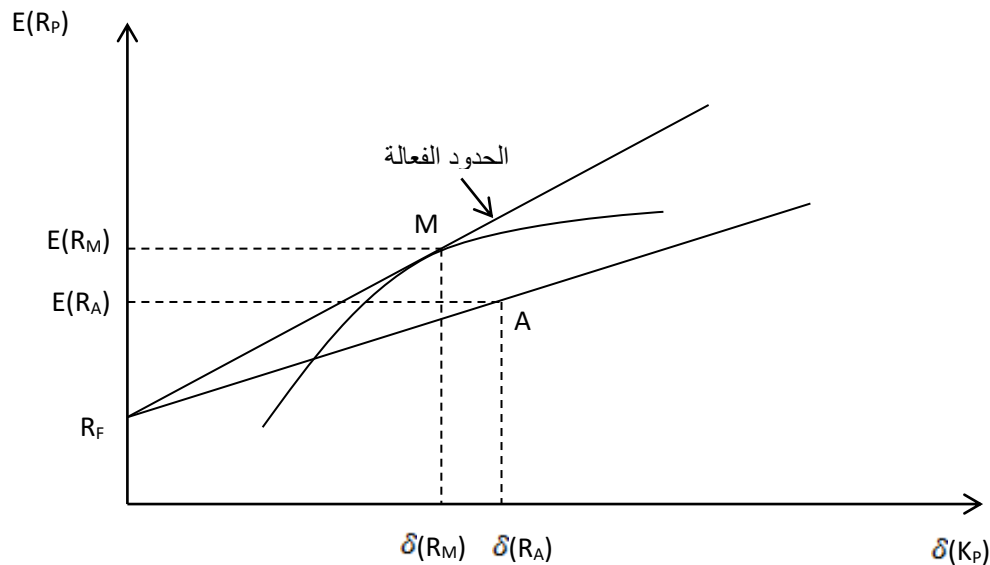
والحدود الفعالة المثلى تمر من النقطة (M) في الشكل أدناه وذلك لأنها تمثل الميل الأكبر:

$$\delta(R_P) = R_F + \frac{\delta(R_P)}{\delta(R_M)} (E(R_M) - R_F)$$

وتمثل هذه المعادلة علاقة خطية بين العائد المتوقع للمحفظة ومخاطرتها الكلية، وهكذا فكل التوقعات بين محفظة الأوراق المالية ذات المخاطرة والاستثمار في أصل مالي أكيد، سوف تمثل بواسطة خط مستقيم في المستوى (عائد . مخاطرة)، والحدود الفعالة تتمثل من خلال الخط (R_FM) ذوالميل

$$\frac{E(R_M) - R_F}{\delta(R_M)}$$

الشكل رقم 13: الحدود الفعالة



Source: B. JACQUILLAT & B. SOLNIK, 1997, Op-cit, p124

كل النقاط الواقعة على يمين النقطة (M) يتم الحصول عليها عندما يكون $(1 < X)$ وهذا معناه أن المستثمر يقوم بعملية الاقتراض لزيادة استثماره في المحفظة ذات المخاطرة.

3. العلاقة بين العائد والمخاطرة بالنسبة إلى محفظة أوراق مالية فعالة وأدوات تنويع كلي:

مجموع المحافظ المكونة من خلال التوفيق بين أي محفظة ممكنة (A) وورقة مالية أكيدة . خالية من المخاطرة . تشكل علاقة خطية، تعطى بالعلاقة الموالية:¹

$$E(R_P) = R_F + \frac{E(R_A) - R_F}{\delta(R_A)} \delta(R_P)$$

وجود ورقة مالية أكيدة ضمن المحفظة يسمح لبعض المستثمرين تكوين محفظة ذات منفعة أكثر من المنفعة التي يمكن أن تقدمها محفظة أخرى مكونة من أوراق مالية ذات مخاطرة فقط.

وفي هذه تلاحالة، يكون لكل المستثمرين نفس التوقعات وبالتالي، يكون لهم نفس الحدود الفعالة ويجوزون محافظ يكون فيها نفس تركيبة الجزء المستثمر في الأوراق المالية ذات المخاطرة والذي يكون نفسه بالنسبة إلى المحفظة ذات الميل في النقطة (M). كما هو موضح في الشكل رقم .

بمعنى أن النسبة التي تساهم بها كل ورقة مالية ذات المخاطرة في تكوين الجزء ذي المخاطرة في المحفظة ستكون نفسها، والشيء الذي يتغير من محفظة إلى أخرى هو نسبة الجزء ذي المخاطرة، وهذا ينطوي على أن الأوراق المالية ذات المخاطرة المكونة للمحفظة ذات الميل في النقطة (M)، تكون وحدها موضوع الطلب في السوق.

ومن النظرة الأولى في مثل هذه الحالة تظهر أنها تتعارض مع مفهوم توازن السوق، الذي لا يمكن أن يتحقق إلا إذا تم بيع كل الأصول المالية المعروضة، وحتى تكون الحالة الغالبة في السوق هي حالة توازن ينبغي أن لا تهمل المحفظة ذات الميل في النقطة (M) في تركيبها أي ورقة مالية ذات مخاطرة معروضة في السوق، وسعر هذه الأوراق يمثل سعر توازنها، بمعنى السعر الذي يكون عنده الحجم المطلوب يساوي إل الحجم المعروض، والمحفظة التي تتضمن كل الأوراق المالية ذات المخاطرة والمتداولة في السوق تسمى منطقياً محفظة السوق.²

والشيء المهم هنا وأن هذه المطابقة بين حجم العرض وحجم الطلب، والتي تعتبر توازن السوق، تتم من خلال قرارات تكوين المحافظ ليس فقط بالنسبة إلى المخاطرة ولكن أيضاً بالنسبة إلى معامل التباين (covariances).

1C.BROQUET-R.COBAUT-R.GILLET &A,VAN DEN BERG, 1998, Op-cit,p60.
2J.B.JACQUELINE,1990,Op-cit,p50.

ويمكن توضيح أنه عند التوازن، كل ورقة مالية ذات مخاطرة تدخل في تشكيلة محفظة السوق بنسبة تعطى من خلال نسبة رسملتها البورصة $(N_i P_i)$ ، عدد الأوراق المالية الموجودة مضروبة في سعر التوازن الوحدوي إلى الرسملة الكلية.

$$X_i^n = \frac{N_i P_i}{\sum N_i P_i}$$

حيث:

n عدد الأوراق المالية ذات المخاطرة المتداولة في السوق.

N_i عدد الأسهم المصدرة من طرف الشركة (i).

P_i السعر البورصي لسهم الشركة (i).

وبهذا تصبح المعادلة التي تنتج عن التوفيق بين محفظة السوق والأصل الأكيد كما يلي:

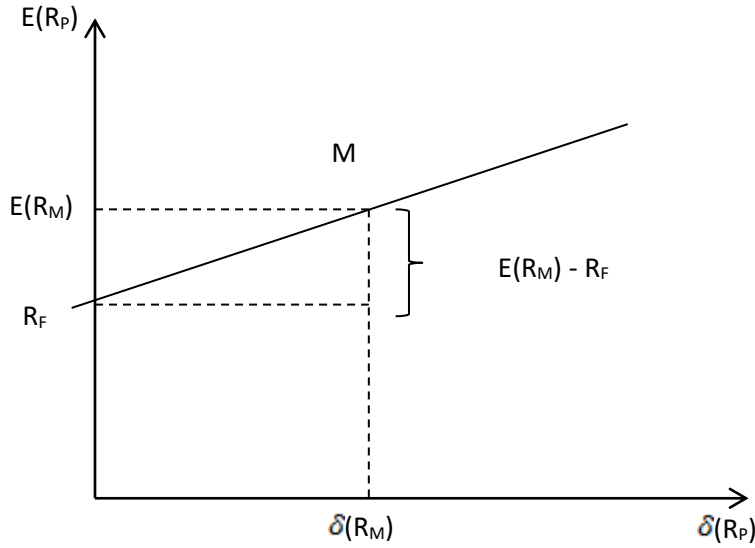
$$E(R_P) = R_F + \frac{E(R_M) - R_F}{\delta(R_M)} \delta(R_P)$$

وبالتالي كل المحافظ الفعالة هي عبارة عن توفيق خطي يعبر عنه بخط مستقيم (R_F, M) ذي الميل.

$$\frac{E(R_M) - R_F}{\delta(R_M)}$$

ويشير هذا الميل إلى علاوة المخاطرة، والتي تعني الزيادة المنتظرة في العائد لمتوقع من طرف المستثمر من أجل قبوله تحمل وحدة مخاطرة إضافية، وعليه فهذا الميل يمثل معدل التبادل بين العائد والمخاطرة اللذان بميزان سوق معينة، وعلى هذا الأساس، يسمى الخط المستقيم (R_F, M) خط السوق المالية.¹ وهو موضح في الشكل أدناه.

الشكل رقم 14: خط السوق



Source: Idem.

- ومن خلال الصيغة الرياضية لعلاوة المخاطرة فإن العائد المتوقع لمحفظة فعالة (ذات تنوع كلي) يساوي إلى معدل الفائدة بدون مخاطرة مضاف إليه علاوة مخاطرة تتكون من عنصرين:
- علاوة المخاطرة الوحيدة للسوق، بمعنى علاوة مخاطرة السوق $(E(R_M) - R_F)$ مقسومة على عدد وحدات المخاطرة التي تتضمنها محفظة السوق $\delta(M)$.
- قيمة المخاطرة الخاضعة لها محفظة معينة $\delta(R_P)$.

4. العلاقة بين العائد والمخاطرة بالنسبة إلى ورقة مالية فردية:

- من أجل دراسة هذه العلاقة يفترض وجود محفظة مكونة من ورقة مالية واحدة فقط (وتظهر هذه المحفظة أنها غير فعالة لأنها غير متنوعة) ومحفظة السوق (M) ومنه فعائد هذه المحفظة يعطى كما يلي:

$$R_P = X_i R_i + (1 - X_i) R_M$$

- عندما $(1 > X_i > 0)$ فإن المحفظة المقابلة تقع بين النقطتين (M) و (I) على المنحنى $(\bar{I})$.
- النقاط الواقعة على الجزء $(M\bar{I})$ من المنحنى $(\bar{I})$ تشير إلى أن الورقة المالية (i) تم بيعها على المكشوف . قرض قصير المدى . ويصبح المبلغ المستثمر في المحفظة (M) أكبر من المبلغ الأصلي للمستثمر، بمعنى $(1 < X_i)$.

- $(0=X_i)$ تمثل الحالة التي يكون فيها الأصل (i) لا يظهر في المحفظة أين تم بيعه على المكشوف بنسبة تساوي:

$$X_i^n = \frac{N_i P_i}{\sum N_i P_i}$$

وفي النقطة (M) يتساوى ميل الخط المستقيم $(R_F M)$ الذي يساوي إلى:

$$\frac{E(R_M) - R_F}{\delta(R_M)}$$

وميل المنحنى $(\bar{II})$ والذي يساوي إلى:

$$\frac{\partial E(R_P)}{\partial X_i}$$

$$\frac{\partial E(R_P)}{\partial X_i} = \frac{\partial E(R_P)}{\partial \delta(R_P)} \cdot \frac{\partial \delta(R_P)}{\partial X_i}$$

$$\frac{\partial E(R_P)}{\partial \delta(R_P)} = \frac{\frac{\partial E(R_P)}{\partial X_i}}{\frac{\partial \delta(R_P)}{\partial X_i}}$$

وانطلاقاً من: $E(R_P) = X_i E(R_i) + (1 - X_i) E(R_M)$

$$\frac{\partial E(R_P)}{\partial X_i} = E(R_i) - E(R_M)$$

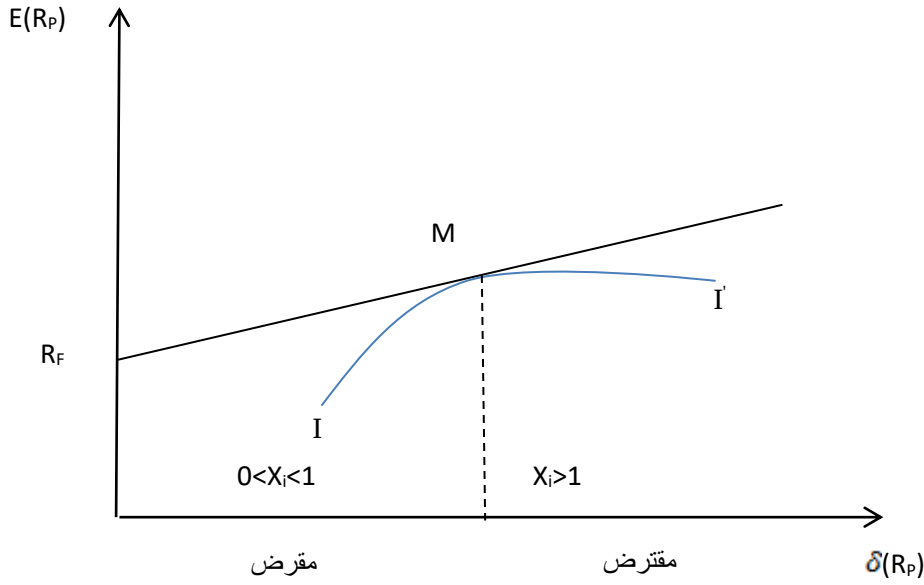
ومن جهة أخرى:

$$\delta(R_P) = \sqrt{X_i^2 \delta^2(R_i) + 2X_i(1 - X_i)\delta_{iM} + (1 - X_i)^2 \delta^2(R_M)}$$

بالتالي:

$$\frac{\delta(R_P)}{\partial X_i} = \frac{1}{2\delta(R_P)} (2X_i \delta^2(R_i) + 2\delta_{iM} - 4X_i \delta_{iM} + 2X_i \delta^2(R_M))$$

الشكل رقم 15: التوفيق بين ورقة مالية ذات مخاطرة (i) ومحفظة السوق



Source: P. NANVATTE,1992,Op-cit,p115.

وكما هو معلوم فإنه عند النقطة (M)، (X_i) يؤول إلى الصفر و $\delta(R_p)$ يؤول إلى $\delta(R_M)$ ومن

ثم:

$$\frac{\partial \delta(R_p)}{\partial X_i} = \frac{1}{2\delta(R_M)} \left(2\delta_{iM} - 2\delta^2(R_M) = \frac{1}{\delta(R_M)} (\delta_{iM} - \delta^2(R_M)) \right)$$

ومنه، ميل المنحنى $(\bar{II})$ عند النقطة (M) يساوي إلى:

$$\frac{E(R_i) - E(R_M)\delta(R_M)}{\delta_{iM} - \delta^2(R_M)}$$

وبالمساواة بين ميل الخط المستقيم $(R_F M)$ وميل المنحنى $(\bar{II})$ عند النقطة (M)، يكونا يلي:

$$E(R_i)\delta^2(R_M) - E(R_M)\delta^2(R_M) = \delta_{iM}E(R_M) - \delta_{iM}R_F - \delta^2(R_M)E(R_M) + \delta^2(R_M)R_F$$

وعليه، يستنتج ما يلي:

$$E(R_i) = R_F + \frac{\delta_{iM}}{\delta^2(R_M)} [E(R_M) - R_F]$$

ويلاحظ من هذه الصيغة لعائد الورقة المالية ما يلي:¹

- أن عائد الورقة المالية يساوي إلى معدل الفائدة بدون مخاطرة مضاف إليه علاوة مخاطرة مكونة من عنصرين.

- $[E(R_M) - R_F]$ فائض معدل العائد المتوقع في السوق بالنسبة إلى مكافأة الورقة المالية بدون مخاطرة، ويقاس علاوة المخاطرة المنتظر الحصول عليها عندما يقبل المستثمر تحمل مخاطرة مساوية لمخاطرة السوق.

- $\frac{\delta_{iM}}{\delta^2(R_M)}$: يقيس مخاطرة الورقة المالية (i) بالنسبة إلى مخاطرة السوق $\delta^2(R_M)$ ، ويتعلق الأمر هنا بنسبة يوجد في البسط معامل التغير للأصل (i) ومحفظة السوق، أي مخاطرة معامل التغير أوالمخاطرة الغير قابلة للتوزيع. والعائد المعطى بالعلاقة:

$$E(R_i) = R_F + \frac{\delta_{iM}}{\delta^2(R_M)} [E(R_M) - R_F]$$

يعبر عن عائد توازن السوق، أين كل المستثمرين يتميزون بالعقلانية، وبذلك يكونون محافظ فعالة، بمعنى ذات تنويع أمثل.

وكما سبق في نموذج السوق، فإن :

$$B_i = \frac{\delta_{iM}}{\delta^2(R_M)}$$

وعليه فإن:

$$E(R_i) = R_F + [E(R_M) - R_F]B_i$$

وهذه العلاقة تدعى نموذج تقييم الأصول المالية، وهي تعبر عن علاقة خطية بين عائد الأصل المنتظر ودرجة مخاطرته المنتظمة وبعبارة أخرى، فإن السوق يجب أن تكافئ المخاطرة المنتظمة.²

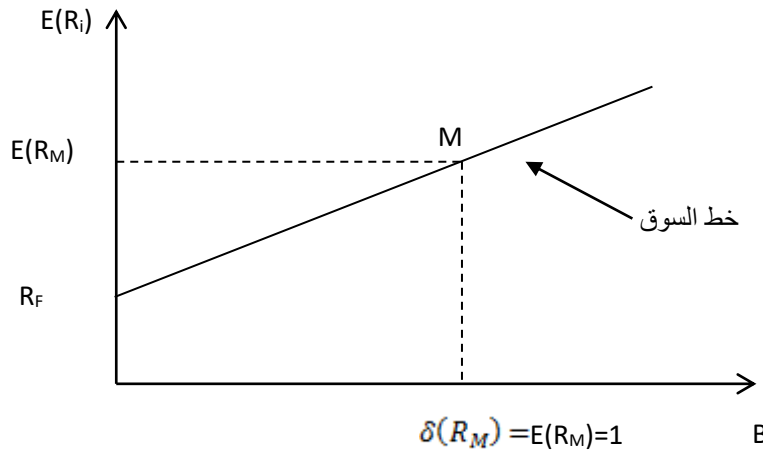
بينما المخاطرة الخاصة لا يمكن مكافأتها، لأنه يمكن إقصاؤها عن طريق التنويع.

وفيما يلي الرسم البياني الذي يوضح السوق المالية:

¹Idem, p 166.

²J.PEYRARD, 1998, Op- cit, p106.

الشكل رقم 16: خط السوق المالية



Source: J.B.JACQUELINE,1990,Op-cit,p51.

والمعامل (B_i) يبين مستوى المخاطرة المنتظمة المتعلقة بالورقة (i) ، والعبارة $[R_M - R_F]$ تعبر عن مبلغ علاوة المخاطرة الوحيدة، إذن كلما كانت المخاطرة المنتظمة كبيرة كلما كانت المكافأة كبيرة، بمعنى العائد المتوقع.

ومنه فالنتيجة الأساسية لنموذج تقييم الأصول المالية أنه لا يجب تحمل مخاطرة إلا إذا تم مكافأتها بكيفية مناسبة.¹

أما بالنسبة إلى $E(R_i)$ فإنه يمثل بالنسبة إلى المستثمرين معيار للمقارنة، فهو يقيس معدل المكافأة الذي يجب أن يطلبه مقابل المخاطرة التي يتحملونها.²

ويمكن استخلاص النتائج الآتية من نموذج تقييم الأصول فيما يخص تسيير محفظة الأوراق المالية.³

التنوع يسمح بتخفيض المخاطر الخاصة المرتبطة بكل ورقة مالية تدخل في تشكيلة المحفظة في حدود معينة لعدد الأصول المالية المشكلة للمحفظة يؤدي هذا التنوع إلى جعل المخاطر الخاصة معدومة. المعامل بيتا (B) يسمح بتحديد مستوى المخاطرة المنتظمة للمحفظة، حيث أن بيتا (B) للمحفظة ينتج من مزج بيتا للأصول المالية المكونة للمحفظة، وعليه فالمسير يمكنه بناء هيكل محفظة بطريقة تمكنه من الحصول على بيتا لمحفظة تناسب مستوى المخاطرة المرغوب من طرفه.

1P.NNAVATTE, 1992,Op-cit,P117

2 C.BROQUET-R.COBAUT-R.GILLET &A.VAN DEN,1998,Op-cit,P167.

3D.MORISSETTE,1993, Op-cit,P66.

المحور التاسع: تسيير محفظة الأوراق المالية

يتمحور هذا المحور حول دراسة العناصر التالية:

- المبادئ الأساسية.
- استراتيجيات تسيير المحفظة.

أولاً: المبادئ الأساسية

ينطوي هذا العنصر على ما يلي:

- المراحل المختلفة لتسيير محفظة الأوراق المالية.
- تحديد أهداف المستثمر.
- أنماط السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية.

1: المراحل المختلفة لتسيير محفظة الأوراق المالية

تسيير محفظة الأوراق المالية هي عبارة عن عملية مستمرة تتمثل مراحلها الأساسية فيما يلي:¹

1-1: تحديد أهداف المستثمر:

ويتم تحديد أهداف المستثمر بناء على مجموعة من المعطيات هي:

- اتجاهات السوق.
- الزمة المالية للمستثمر وقدرته على الادخار.
- درجة كره المستثمر للمخاطرة.
- الحالة العائلية، السن.
- القيود الجبائية.

2-1: تحليل مختلف الفرص الاستثمارية:

قوم المستثمر بحصر مختلف الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق، وكذلك تجميع كل المعلومات المتعلقة بها من أجل تحليلها وترتيبها وفقاً لأهداف المستثمر، وذلك بهدف تشكيل محفظة تعكس أهدافه الاستثمارية.

3-1: تقييم كفاءة محفظة الأوراق المالية:

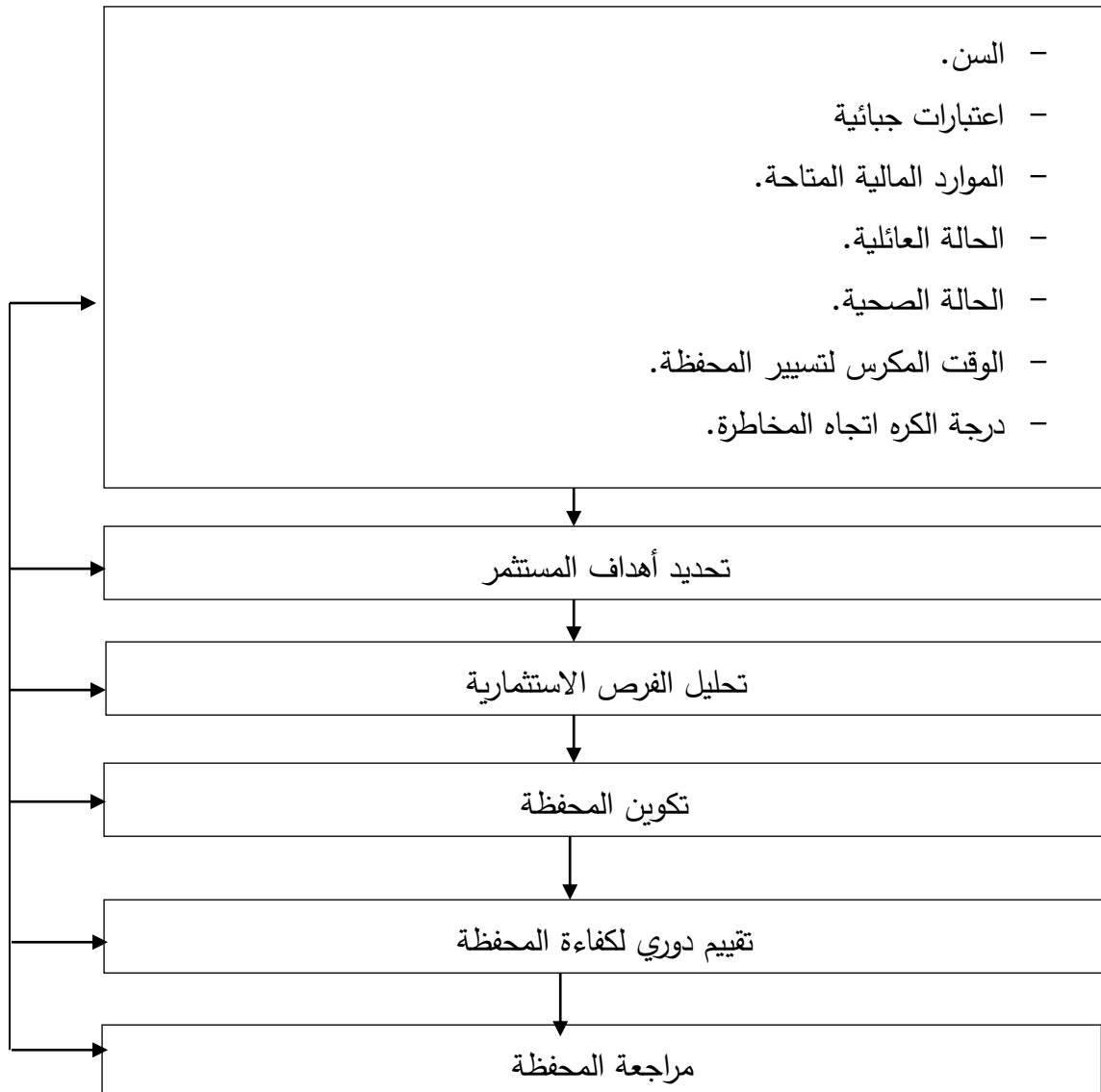
لا يقتصر دور المستثمر على تكوين محفظته فقط بل يقوم بتقييم كفاءتها على ضوء النتائج المحصل عليها ولتغيرات الحاصلة في وضعية المستثمر.

¹Idem, p116.

1-4: مراجعة المحفظة:

يجب أن تكون هناك متابعة مستمرة لاتخاذ الإجراءات لملائمة، خاصة في حالة عدم استقرار السوق وهو الدور الديناميكي للإدارة، هذا الدول يعني الحركة المستمرة، فلا يتوقف الأمر على شراء الأسهم بل متابعة تطورها والاستعداد لبيعها لتحقيق أرباح أو إعادة الاستثمار في قطاعات أخرى أكثر ربحية.

الشكل رقم 17: المراحل المختلفة لتسيير محفظة الأوراق المالية



Source: C. DE LA BAUME; 1994, Op-cit, P428.

2: تحديد أهداف المستثمر:

هناك عدة اعتبارات تؤثر على سلوك المستثمر في اتخاذ قراراته الاستثمارية، ومن ثم في تكوين هيكل محفظته المالية، وتتمثل الأهداف الأساسية التي يأخذها بعين الاعتبار فيما يلي:¹

2-1: حفظ رأس المال:

يهدف المستثمر من استثماره على الأقل الحفاظ على رأس ماله، ليس فقط نفس القيمة المستثمرة، ولكن الحفاظ على القدرة الشرائية للأموال المستثمرة.

وبالنسبة إلى المستثمرين الذين يفضلون الاستثمار بأمان، يجب عليهم اختيار محفظة تتكون من سندات الخزنة، وسندات ذات جودة عالية، بحيث تضمن لهم حماية مثلى لرأس المال.

على عكس المحافظ التي تتكون من أسهم، فإنها لا تضم حماية مثلى لرأس المال من جراء المخاطر التي تنطوي عليها.

2-2: العائد:

يعتبر الهدف الأساسي للمستثمر هو الحصول على عائد دوري ومستمر ومرتفع نسبياً، وعليه ينبغي اختيار محفظة تتكون من سندات وأسهم الشركات التي تقوم بتوزيعات مرتفعة، بالإضافة إلى فائض القيمة على رأس المال.

2-3: السيولة والقابلية للتداول:

تكون الورقة المالية قابلة للتداول بسهولة إذا كان بالإمكان بيعها بسهولة وبسرعة، ومن الأهمية البالغة حيالة أوراق مالية ذات سيولة عالية، وتجنب الأوراق المالية ذات التداول البطيء، لأن مثل هذه الأوراق تتميز بتقلبات سعرية مرتفعة في حالة عرض كمية معتبرة في السوق.

2-4: سهولة التسيير:

بعض الأوراق المالية تتطلب من المستثمر متابعة مستمرة والقيام بدراسات تحليلية لاتخاذ قرار بشأنها، وهذا النوع من الأوراق المالية يستلزم وقت وجهد وتكاليف كبيرة لتسييرها، وبالتالي فالمستثمر الذي لا يرغب في تكريس وقته وبذل جهد معتبر في تسيير محفظته، عليه تجنب الأوراق المالية معقدة التسيير.

1 D. MORISSETTE, 1993, Op – cit, pp 425-426.

2-5: المزايا الجبائية:

تعتبر الضرائب أحد العوامل المؤثرة على القرارات الاستثمارية، وذلك لأن المعالجة الجبائية لمختلف الفرص الاستثمارية لا تعالج بنفس الكيفية الجبائية، وعليه فالمستثمر يسعى إلى توزيع أمواله في الأوراق المالية ذات المعالجة الجبائية المميّزة، بمعنى أن المستثمر يعتمد معيار المقارنة بين البدائل الاستثمارية على أساس العائد.

3: أنماط السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية

تتأثر تشكيلة محفظة الأوراق المالية من جراء نمط السياسة الذي يتبناه المستثمر، وفي هذا الإطار توجد ثلاث سياسات لتكوين المحافظ الاستثمارية هي:¹

3-1: السياسة الهجومية أو المخاطرة:

يبنى المستثمر هذه السياسة عندما يكون هدفه الرئيسي جني أرباح رأسمالية يحققها بفعل التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية لأدوات الاستثمار التي تتكون منها المحفظة. بمعنى أن اهتمام المستثمر يكون موجها نحو تنمية رأس مال المستثمر أكثر من استمرارية الدخل المحقق من الاستثمار، أي توزيعات الأرباح ويطلق على هذا النوع من المحافظ محافظ رأس المال.

ومن أفضل أدوات الاستثمار المناسبة لهذا النوع من المحافظ هي الأسهم العادية، حيث تشكل من 80 إلى 90% من قيمة المحفظة، ويلجأ مدراء المحافظ إلى تبني هذه السياسة خلال الظروف التي تلوح فيها مؤشرات ازدهار اقتصادي محتمل، حيث يقومون بشراء أسهم شركات مازالت في بداية الطريق، وذلك بأسعار منخفضة وانتظار ارتفاعها في فترات لاحقة مما يوفر الفرصة لجني أرباح رأسمالية.

3-2: السياسة المتحفظة أو الدفعية:

يتبع المستثمر هنا سياسة عكس السياسة الأولى، بحيث يكون متحفظاً جداً اتجاه عنصر المخاطرة وذلك بسبب تركيزه الشديد على عامل الأمان على حساب عنصر العائد، أي يركز اهتمامه على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت أكثر من اهتمامه بالأرباح الرأسمالية.

ويطلق على هذا النوع من المحافظ الاستثمارية مصطلح محفظة الدخل، والتي تتكون من السندات الحكومية والسندات المضمونة والأسهم الممتازة.

1 د. طاهر حيدر حردان، 1997، مرجع سبق ذكره، ص 81.

3-3: السياسة المتوازنة - الهجومية الدفاعية:

ويتبنى هذه السياسة غالبية المستثمرين، بحيث يتم مراعاة تحقيق توازن نسبي في محافظهم، يؤمن لهم جني عوائد معقولة بقبول مستويات معقولة من المخاطرة وذلك باتباع ما يعرف في عالم الاستثمار بالرجل الحريص، لذلك يوزع رأس مال المستثمر على أدوات استثمار متنوعة تتيح للمستثمر تحقيق حد أدنى من الدخل الثابت مع ترك الفرصة مفتوحة أيضا لجني أرباح رأسمالية.

وتكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ، تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار قصيرة الأجل تتمتع بدرجة عالية من السيولة كأدوات الخزنة، بجانب أدوات طويلة الأجل كالسندات والأسهم العادية.

ثانيا: استراتيجيات تسيير المحفظة

يتضمن العناصر الآتية:

- أنواع استراتيجيات تسيير المحفظة.
- طرق تسيير المحافظ.
- مداخل تقييم أداء المحفظة.

1: أنواع استراتيجيات تسيير المحفظة

يوجد نوعان من الاستراتيجيات في تسيير المحفظة يمثلان فيما يلي:

1-1: استراتيجية التسيير السلمية Gestion passive

تقوم استراتيجية التسيير السلمي للأموال على تتبع حركات السوق بدون استعمال التوقعات عن تطوره.

"وتستند هذه الاستراتيجية إلى فرضية مفادها أن الأسواق المالية ذات كفاءة كاملة وأن أسعار الأصول المالية تعكس باستمرار كل المعلومات المتاحة، وحسب هذا المفهوم لا يمكن إنجاز ما هو أحسن من السوق"¹. وبهذا فإن المستثمر السلمي لا يملك أي معلومات أو كفاءة مهنية تسمح له القيام بتوقعات جيدة، ومن ثم الكشف عن الأصول المقيمة بصورة غير دقيقة، وبالتالي، ما عليه إلا تتبع حركات السوق البورصية.

والمبدأ الذي يقوم عليه هذا النوع من التسيير هو تتبع كفاءة مؤشر يتم اختياره كمرجع، وهذا ما يعرف بالتسيير التأشير La gestion indicielle، حيث يسمح هذا الأخير بالحصول على محافظ متنوعة محفظة السوق. بدون أن تكون هناك ضرورة للقيام بدراسة كل أصل مالي على حدى وانتقاء ما هو جيد لتكوين محفظة المستثمر وتركيب المؤشرات، يكون مستقرا نسبيا، أي أن محفظة السوق تبقى بدون تغير في غالب

1N.AMENC.V . LE SOURD, 1998, Op- cit, P47.

الأحيان، الشيء الذي يحد من تكاليف المعاملات، ومنه فالاستراتيجيات التأشيرية ذات ميزة تسمح بالمراقبة الجيدة للمخاطرة.

ومخاطرة المحفظة تفسر كليا بواسطة تقلبات السوق وذلك لأن المخاطرة الخاصة تم إقصاؤها عن طريق تكوين محفظة تحتوي على عدد كبير من الأصول المالية، وعليه فالعائد المتوقع للمحفظة لا يمكن أن يختلف عن العائد المتوقع للسوق، أما الإقبال من طرف المستثمرين على هذا النوع من التسيير فهو في تزايد مستمر وذلك لعدة اعتبارات منها:¹

- انخفاض تكاليف المعاملات.
- نتائج الدراسات التجريبية التي آلت إلى أن المسيرين المحترفين لم ينجحوا على مستوى المدى الطويل، حيث لم يتمكنوا من بلوغ نتائج أكبر من النتائج التي تبرزها مؤشرات البورصة.
- تهدف المحافظ السلمية إلى تحقيق هدف وذلك لأنها تتكون من أصول مالية ذات عوائد كبيرة.

1-2: استراتيجية التسيير الحيوية: Gestion active

على العكس من السير الذي يتبنى استراتيجية سلمية، فالمسير الذي يأخذ بالاستراتيجية الحيوية يضمن أنه توجد في السوق أصول مالية مقيمة بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية، وأنه يملك مؤهلات تسمح له بتوقع دورات السوق البورصية.²

وبالتالي، فهذا المستثمر يهدف إلى الحصول على عائد أعلى من العائد الذي تدره الاستراتيجية السلمية، بالنسبة إلى نفس مستوى مخاطرة، أي بلوغ عائد متوقع أكبر من عائد السوق، وذلك بنفس المخاطرة، وهذا يفترض من جهة المستثمر المعرفة الجيدة للفرص المتاحة وتوقعات المستثمرين الآخرين المتعلقة بهذه الفرص - التوظيفات المعروضة -، وتقدير القيمة المستقبلية للأصول، وكل هذا يستدعي تحمل مخاطرة كبيرة.

1-2-1: عناصر استراتيجية التسيير الحيوية:

ترتكز استراتيجية التسيير الحيوية لمحفظة الأوراق المالية على تقدير حركات السوق البورصية واختيار الأصول، حيث إن المستثمرين في غالب الأحيان يحاولون الكشف عن الأصول المقيمة بأقل أو أكبر من قيمتها الحقيقية وتوقع اتجاهات السوق من خلال مؤهلاتهم وقدراتهم.³

1C. DE LA BAUME, 1994, 1994, Op-cit, p429.

2 C. BROQUET-R. COBAUT-R. GILLET, A. VAN DEN BERG, 1998, Op-cit, pp 273-274.

3C. DE LA BAUME, 1994, Op-cit, p 340.

1-1-2-1: تقدير حركات السوق البورصية:

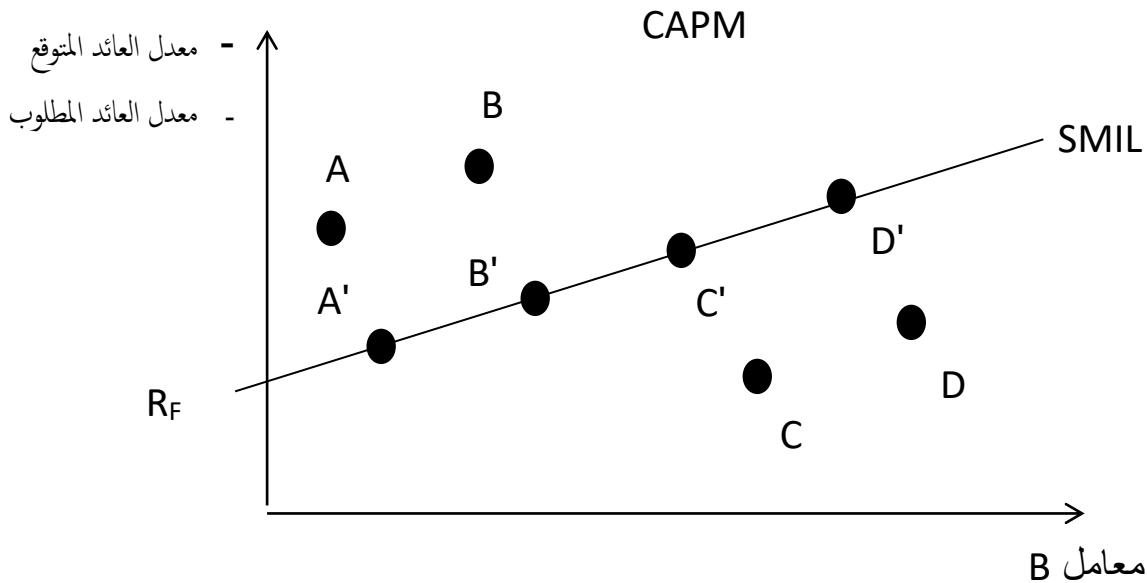
تتطوي استراتيجية التسيير الحيوية على ان المستثمر يعيد بانتظام تصحيح مستوى مخاطرة محفظته . معامل بيتا . حسب توقعاته المتعلقة باتجاهات السوق البورصية، حيث إنه إذا توقع أن السوق سترتفع فإنه يوظف أمواله في محفظة ذات بيتا (B) مرتفعة فإذا تحققت هذه التوقعات فإنه يحقق عائدا مرتقعا عن عائد محفظة السوق والعكس صحيح، فإذا توقع انخفاض السوق فإنه يوظف أمواله في محفظة ذات معامل بيتا (B) منخفض أوفي أصول أكيدة.

2-1-2-1: اختيار الأصول:

هذه الاستراتيجية تتمثل بالنسبة إلى المستثمر في شراء أصول يظن أنها مقيمة بقيمة أقل من قيمتها، وبيعها عندما يرى بأنها مقيمة بقيمة أكبر من قيمتها، وبالتالي فالمستثمر الذي يتبنى هذه الاستراتيجية يقتني عددا محدودا من الأصول، وعليه فالمحفظة تكون ذات تنوع غير كامل بمعنى أنها تحتوي على مخاطر خاصة.

وفي إطار نموذج تقييم الأصول المالية، هذه الاستراتيجية تشمل على شراء أصول تقع فوق خط السوق المالية SML وبيع على المكشوف الأصول التي تقع تحت خط التوازن، وفي الشكر رقم ، المستثمر يشتري الأصلين (B) و (A) لأن العائد المتوقع لهذه الأصول يفوق العائد المطلوب، وبالمقابل يبيع على المكشوف الأصلين (D) و (C) لأنهما مقيمين بقيمة أكبر من قيمتهما.

الشكل رقم 18: أصول مقيمة بقيمة أقل وأصول مقيمة بقيمة أكبر حسب نماذج تقييم الأصول المالية



Source: Idem, p433.

مقابل النقاط: (A)، (C)، (D) على المحور العمودي تمثل العائد المتوقع لهذه الأصول، بينما النقاط: (A')، (B')، (D'). تمثل العائد المطلوب من طرف لسوق لكل أصل . العائد الأدنى المقبول لكل أصل ..

هناك عدة أسباب تجعل المستثمر يتبنى هذه الاستراتيجية المرتكزة على اختيار الأصول، حيث إنه يستطيع استغلال عدم كفاءة السوق، كما يمكن أيضا وضع أمواله في أصول محددة وذلك لأنه يملك معلومات تمييزية متعلقة ببعض الشركات التي تبقى أيضا غير معروفة بالنسبة إلى أغلب المستثمرين.

وفي النهاية تجدر الإشارة إلى أن هذه الاستراتيجية يمكن تبريرها في حالة كون المستثمر يظن بأنه يملك طرق تحليل وأحكام تختلف عن باقي المستثمرين الآخرين.

2: طرق تسيير المحافظ

يمكن للمستثمرين اختيار إحدى الطرق الموالية لتسيير محافظهم:¹

1-2: التسيير المباشر:

هذا النوع من التسيير يضمن من طرف مالك المحفظة، ويصبح معقدا كون السوق متطورة وأوراق مالية متعددة وذلك لأنه يتطلب الوقت والوسائل اللازمة لمتابعة تطور الأسعار والقيام بعمليات الشراء والبيع وإصدار الأوامر.

1-1-2: التسيير بالوكالة:

في هذا النوع من تسيير المحفظة يقوم المستثمر بإبرام عقد توكيل لشخص وسيط للقيام بالاستثمار في الأوراق المالية وتسيير المحفظة لحساب المالك، ويتمثل هذا الوسيط في شركة البورصة، أو بنك أومسير محفظة.

وعقد الوكالة يحدد بدقة مجال تطبيق التسيير . العمليات المرخصة . وتحديد مسؤوليات الأطراف المتعاقدة وكذلك تحدد كيفية تسديد مستحقات المسير .

1 D. MORISSETTE, 1993, Op-cit, p141.

2-1-2: التسيير الجماعي:

ويتم هذا التسيير عن طريق هيئات التوظيف الاجتماعي للأوراق المالية، حيث إن التنوع الكبير لشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير والصناديق الجماعية للتوظيف يسمح بتكوين محافظ جيدة لهيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية والتي تتكيف مع حاجيات المستثمرين.

3-1-2: التسيير بالاستشارة:

هذا النوع من التسيير يتم تحت مسؤولية مالك المحفظة الذي يقوم بطلب النصح من مستشار مالي، حيث لا تكون مسؤولية هذا الأخير تعاقدية، كما أن هذا النوع من التسيير يقوم على علاقة الثقة بين المستثمر ومستشاره.

3: مداخل تقييم أداء المحفظة¹

من الضروري مراجعة ما إذا كانت النتائج المحصل عليها تتناسب مع الأهداف المسطرة، وفي هذا الإطار، توجد عدة مداخل لتقييم أداء محفظة الأوراق المالية.

1-3: نموذج شارب:

يشمل مقياس شارب على حساب مقدار العائد الإضافي لوحدة المخاطرة التي تقدمه المحفظة خلال فترة الملاحظة.

$$D_P = \frac{\bar{R}_P - \bar{R}_F}{\delta_P}$$

حيث:

D_P : يشير إلى نسبة قيمة مؤشر المكافأة إلى التقلب في العائد والتي تعكس أداء محفظة الأوراق المالية محل التقييم.

R_P : متوسط عائد المحفظة.

R_F : معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة.

δ_P : مخاطرة المحفظة.

وبالتالي فإن معادلة شارب تحدد العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطرة الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة.

مثال:

ولتوضيح كيفية حساب مقياس شارب يعطى المثال أدناه:

لتكن المعطيات التالية المجسدة في الجدول الموالي:

الجدول رقم 18: العائد لثلاث محافظ وكذلك متوسط العائد لمؤشر السوق ومعدل العائد الخالي من المخاطرة

السنة	عائد المحفظة % (A)	عائد المحفظة % (B)	عائد المحفظة % (C)	متوسط العائد للمؤشر العام للسوق	معدل العائد الخالي من المخاطرة
1988	38.7	16-	33-	26-	7.9
1989	39.6	39.4	30	36.9	5.8
1990	11.1	34.4	18.2	23.6	5
1991	12.7	6.9-	7.3-	7.2-	5.3
1992	20.9	3.2	4.9	6.4	7.2
1993	35.5	28.9	30.9	18.2	10
1994	57.6	24.1	34.7	31.5	11.5
1995	7.8-	0	6	4.8-	14.1
1996	22.8	23.4	33	20.4	10.7
المتوسط	17.1	14.5	13	11	8.6
الانحراف المعياري	28.1	19.7	22.8	20.5	-
معامل B	1.2	0.92	1.4	1	-

المصدر: محمد صالح الحناوي، 2000، مرجع سبق ذكره، ص: 283.

$$\delta_A \sqrt{(38.7 - 17.1)^2 + (39.6 - 17.1)^2 \dots (22.8 - 17.1)^2} = 28.1$$

حسب مقياس شارب ترتب المحافظ وفقا لأدائها كما يلي:

$$D_A = \frac{\bar{R}_P - \bar{R}_F}{\delta_P} = \frac{17.1 - 8.6}{28.1} = 30.2\%$$

$$D_B = \frac{19.5 - 8.6}{19.7} = 29.9\%$$

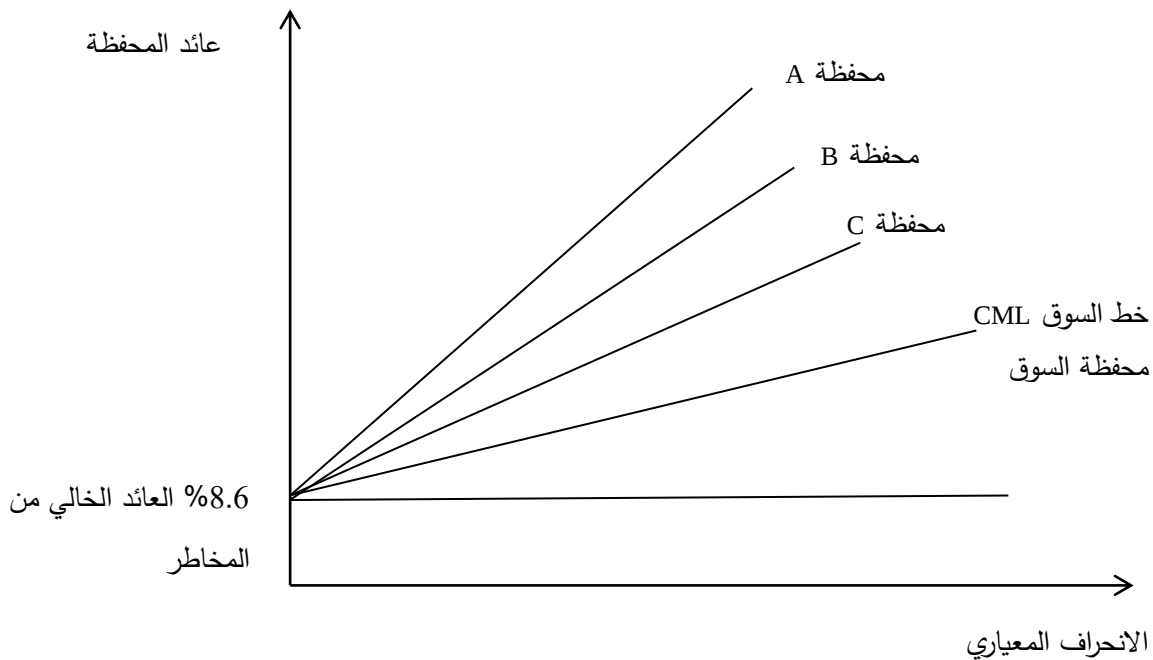
$$D_C = \frac{13.8 - 8.6}{22.8} = 11.71\%$$

أما أداء مؤشر السوق فيساوي إلى:

$$D_M = \frac{11 - 8.6}{20.5} = 11.70\%$$

وتبين نتائج هذا المثال أن المحافظ الثلاث لها أداء يفوق أداء مؤشر السوق.

الشكل رقم 15: أداء محافظ الأوراق المالية مقارنة بأداء مؤشر السوق



المصدر: نفس المرجع أعلاه، ص 285.

وتجدر الإشارة إلى أن نموذج شارب لا يمكن استخدامه إلا في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة، تخضع لقيود متماثلة كأن تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط، كذلك فإن مقياس شارب يعتمد على الانحراف المعياري لقياس مخاطرة المحفظة إلا أن المحفظة تقوم على مبدأ التنوع الذي إذا وجد بطريقة جيدة فإن ذلك من شأنه القضاء على المخاطر الخاصة، وتبقى فقط المخاطر العامة والتي تقاس من خلال معامل (B) وليس الانحراف المعياري.¹

3-2: نموذج ترينور Trynor:

يقوم هذا المقياس على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر الخاصة بحيث إن المحافظ ذات تنوع جيد تسمح بالقضاء على المخاطر غير المنتظمة - الخاصة - وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل (B) بيتا كمقياس لمخاطر المحفظة ومنه يعطى نموذج ترينور كما يلي:

$$D_F = \frac{\bar{R}_P - R_F}{B}$$

حيث:

$\bar{R}_P$: متوسط عائد المحفظة.

R_F : معامل العائد الخال من المخاطرة

B : معامل بيتا (B).

التغاير بين عائد المحفظة وعائد محفظة السوق

مع العلم أن: $B = \frac{\text{تباين عائد محفظة السوق}}{\text{التغاير بين عائد المحفظة وعائد محفظة السوق}}$

والتغاير = $\frac{\text{مجموع (انحراف عائد المحفظة } \times \text{ انحراف عائد السوق)}}{\text{عدد الفترات} - 1}$

كما أنه أيضا معامل بيتا لمؤشر السوق دائما يساوي الواحد الصحيح.

1 نفس المرجع أعلاه، ص 282.

3-3: نموذج جنسن Jensen

يعرف هذا النموذج باسم ألفا حيث يقوم هذا النموذج على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد هما:

- المقدار الأول، يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي.
- أما المقدار الثاني، فيمثل حاصل ضرب معامل بيتا (B) في الفرق بين متوسط عائد السوق، ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة التي يمكن أن يطلق عليها علاوة مخاطرة السوق.

وعليه يظهر نموذج جنسن كما يلي:

$$(ALPHA)\alpha = (\bar{R}_P - R_F) - B(\bar{R}_M - R_F)$$

حيث:

$\bar{R}_M$: متوسط عائد السوق.

ويلاحظ أن المعادلة أعلاه يمكن أن تكون:

- سالبة، وعندها تشير إلى الأداء السيء للمحفظة.
- موجبة، وتشير إلى الأداء الجيد للمحفظة.
- صفر، تشير إلى التوازن حيث لا يختلف في الواقع عائد المحفظة عن عائد السوق.

قائمة المراجع

باللغة العربية

1. أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، اليازوري، الأردن، ط الأولى، 2010.
2. حسن علي خربوش، عبد المعفى رضا أوشيد، الأسواق المالية: مفاهيم وتطبيقات، زهران، عمان، 1998.
3. حكيمة أماعوز، السوق المالية: آلية عملها وشروط تشغيلها، دراسة حالة الجزائر، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1998.
4. حنفي عبد الغفار وقرباص رسمية، أسواق المال، الدارالجامعية، الإسكندرية، 2002.
5. خيرى علي الجزيري، مقدمة في مبادئ الاستثمار، مكتبة عين شمس، مصر، 2001.
6. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دارالفكر، الأردن، الطبعة الأولى، 2012.
7. عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي الإسكندرية 2006.
8. عبد الباسط وفاء حسن، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الاعمال إلى الملكية الخاصة، دار النهضة العربية، مصر، 1996.
9. عبد الرحمن زكي ابراهيم، التنظيم الاسلامي للبورصات، مجلة العربي، وزارة الاعلام الكويتية، العدد 437، أبريل 1995.
10. عبد الوهاب يوسف، أحمد الحامد، التمويل وإدارة المؤسسات المالية، الحامد، الأردن، الطبعة الأولى، 2007.
11. فليح حسن خلق، الاسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2005.
12. محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008.
13. محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، الجزء الأول، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999/1998.
14. محمد براق، تسيير المحافظ، مطبوعة مقدمة لطلبة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية، المدرسة العليا للتجارة، 1999-2000.
15. محمد صالح الحناوي، أساسيات الإستثمار في بورصة الاوراق المالية، دار الجامعية، مصر، ط2، 1997.
16. محمد مطر، إدارة الاستثمارات: الإطار النظري والتطبيقات، مؤسسة الوراق، الأردن، 1990.
17. محمد مطر، مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات، مجلة البنوك، الاردن، 1998.

18. مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية: دراسة نظرية وعملية، المطبعة التجارية، الطبعة الثانية، 1967.
19. مصطفى رشدي شبيخة وزينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة القاهرة، الطبعة الثانية، 1993.
20. المندي سليمان، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، مصر، 1993.
21. منى قاسم، صناديق الإستثمار، للمكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
22. منير إبراهيم هندي، إدارة المنشأة المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1994.
23. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1997.
24. وجدي مخامرة، الجديد في أسواق رأس المال الدولية، مجلة الاقتصاد الأردنية، عدد 37، 15 أوت 1998.
25. وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء 1، دار المنهل اللبناني، لبنان، 1999.
26. وليد أحمد صافي، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد، جامعة الجزائر، 1997.

باللغات الأجنبية

27. B. Armand, Le grand marché européen, Imprimerie des presses universitaires, paris, 3^{eme} édition, 1991.
28. B. Laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990, P 18-19
29. C. BROQUET , R. COBAUT , R GILLET & A. VAN DEN BERG, Gestion de portefeuille de boeck université, paris, 3eme édition, 1998.
30. Claude Broquet& autres, Gestion de portefeuille, Bruxelles, 3eme édition, 1998.
31. Daniel Arnoud, La bourse et les produits boursiers, ellipses, Paris, 2004.
32. Daniel Goyeau, Amine Tarazi, Marchés, produits et acteurs, Revue Cahiers français N 361, Mars – Avril 2011.
33. F. Le bihan & M. Combes, Pratique de la bourse et jeu d'entraînement aux mécanismes boursiers Eyrolles, Paris, 3emeédition, 1991.
34. F. Le Bihan, Obligations et titres divers, Gyrolles, Paris, 1999.
35. F. QUITTARD-PINON, Marches des capitaux et théorie financière, economica, paris, 1998.
36. F. Rosenfeld, Analyse des valeurs mobilières, volume 2, Dunod, Paris, 1993.
37. F.Rasi, G.Marcir& G.Herouard,Marché et gestion obligataire, ESKA France,1999.
38. G. GAIN, Bourse: pratique des marchés conditionnels, Clet, Paris, 1991.

39. Gilles Jacoud, Finance et économie réelle, à quoi sert les marchés financiers, Revue Cahiers Français, N° 361, mars – avril 2011.
40. Gilles Jacoud, Un Panorama de différentes marches de capitaux, Revue Cahiers français, la documentation française, N° 361, mars- avril 2011.
41. Guide des valeurs mobilières, COSOB, Les guides de la cosob, Nov/1997.
42. J. Antoine et M. Copiauhuart, Titres et bourse, Tome1: Valeurs mobilières, Deboeck, Bruxelles, 2ème édition, 1997
43. J. STOUFFET & J.P. DESCHANEL, Etudes sur le cours de bourse, Economica, Paris, 1997.
44. J.C.AUGROS & P. NAVATTE, Bourse et options négociables, Vuibert, Paris, 1987.
45. J.P. GAILLARD, La bourse: se constituer en portefeuille, Balland/ J. Duvernet, Guide France info, 1999.
46. J.S.Geours, Les Marchés Financiers, Domino, France, 2ème Editions, 1996.
47. Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou-Huart, Dictionnaire de marches financières, Deboeck 2ème éd, 2008.
48. L. ROBLIN, Les offer publique d'achat, Dunod, paris, 1962.
49. Monier Philipe, Les Marchés Boursiers, Verneuil, paris, 3ème ed, 2007.
50. N. AMENC&V.LE SOURD. Gestion quantitatives des portefeuilles d'actions, económico, paris, 1998.
51. P. AGNELLET, L. GEOFFRAY & J.C. VIANAND, OPA et strategie anti OPA, une approche international, Eska, France, 1989.
52. P. GOBRY, La bourse aux indices, Economica, paris, 1988.
53. P. Lamy, Les Bourses De Valeurs, Economica, Paris, 1995.
54. P. Monnier, Les marches boursiers, Verneuil, Paris, 3eme ed, 1997.
55. P. NAVATTE, Istruments et marché financiers, Management, paris, 1992.
56. philippe Gillet, L'efficience des marchés financiers, Economica, Paris, 1999.
57. R. COBAUT, Théorie financière, Economica, paris, 3eme édition, 1992.
58. R. COSTE & J. CERNES, La monnaie et ses marchés du France à L'ECU, Liaisons, Paris, 1993.
59. R. Ferrandier& V. Koen, Marchés des capitaux et Technique Financiers, Economica, Paris, 2eme édition, 1991.
60. R. HANNOSSET, Marché à terme et option dans le monde, Dollaz, Paris, 1989.
61. Sandre Rigot, Marchés efficients ou intrinsèquement instable, Cahiers Français, N° 361, Mars – Avril 2011.
62. Thami Kabbaj, Lestraders, maitres du front office, Revue problèmeséconomiques, N°2956, Oct 2008.
63. Y. SIMON, Les marchés à terme du taux d'intérêt, Economica, Paris, 2eme edition, 1998.
64. Y. Simon, Encyclopédie des marchés financiers, Tome1, Economica, Paris, 1997.