



## مطبوعة بيداخوجية تحت عنوان:

# محاضرات في الاسواق المالية

تخصص: مالية و محاسبة

قسم: المالية و المحاسبة

موجهة لطلبة: السنة الثالثة ليسانس ل.م.د.

من إعداد الدكتور: بورزامة جيلالي

السنة الجامعية: 2020/2019

## الفهرس العام

رقم الصفحة	العنوان
II	الفهرس العام .....
أب	المقدمة العامة.....
1	<b>الفصل الأول</b> ماهية الاسواق المالية، تصنيفاتها و اهميتها الاقتصادية
1	المبحث الاول : ماهية الاسواق المالية، عوامل نجاحها والشروط الملائمة لتكوينها..
1	المطلب الاول : تعريف الاسواق المالية .....
4	المطلب الثاني : عوامل نجاح السوق المالي.....
7	المبحث الثاني : تصنيف الاسواق المالية و اهميتها الاقتصادية .....
7	المطلب الأول : هيكل ، تصنيفات ، اقسام و انواع ومكونات الاسواق المالية .....
10	المطلب الثاني : الاهمية الاقتصادية للأسواق المالية.....
13	المبحث الثالث : الازكان الرئيسية للأسواق المالية و الشروط الملائمة لتكوينها ....
13	المطلب الاول : الازكان الرئيسية للأسواق المالية.....
14	المطلب الثاني : الشروط الملائمة لتكوين الاسواق المالية.....
18	<b>الفصل الثاني : الادوات المالية المتداولة في الاسواق المالية</b>
18	المبحث الاول : ادوات الاستثمار في السوق النقدي .....
18	المطلب الاول : مفهوم السوق النقدي .....
18	المطلب الثاني : خصائص السوق النقدي.....
19	المطلب الثالث : الادوات المالية المتداولة في السوق النقدي.....
22	المبحث الثاني : ادوات الاستثمار في سوق راس المال .....
22	المطلب الاول : ادوت الملكية – الاسهم .....
26	المطلب الثاني: ادوات الدين ، السندات .....
30	المطلب الثالث – المشتقات المالية .....

40	الفصل الثالث : كفاءة سوق الاوراق المالية و عمليات التداول في بورصة الاوراق المالية
40	المبحث الاول : كفاءة سوق الاوراق المالية و سيولته.....
40	المطلب الاول : مفهوم كفاءة سوق راس المال .....
44	المطلب الثاني : متطلبات كفاءة بورصة الأوراق المالية ومواصفاتها.....
47	المطلب الثالث : مستويات كفاءة السوق المالي .....
54	المطلب الرابع : أنواع كفاءة بورصة الأوراق المالية.....
56	المبحث الثاني : القواعد و الاجراءات التي تحكم التعامل في اسوق راس المال .....
57	المطلب الاول : اعضاء بورصة الاوراق المالية .....
59	المطلب الثاني : المتعاملون في بورصة الاوراق المالية.....
60	المطلب الثالث : نظام تشغيل بورصة الاوراق المالية .....
68	المبحث الثالث: العمليات على الاوراق في سوق الاوراق المالية.....
68	المطلب الاول : العقود العاجلة.....
72	المطلب الثاني : المعاملات الاجلة الباتة .....
76	الفصل الرابع : مؤشرات بورصة الأوراق المالية ومناهج تحليلها
76	المبحث الاول : مفهوم مؤشرات سوق الاوراق المالية و اهم مزاياها.....
76	المطلب الأول: اساسيات مؤشر سوق الاوراق المالية .....
77	المطلب الثاني: أنواع حركات المؤشر في بورصة الأوراق المالية.....
78	المطلب الثالث: خصائص مؤشر سوق الاوراق المالية .....
79	المطلب الرابع : مزايا مؤشر سوق الاوراق المالية و استخداماته.....
81	المبحث الثاني : بناء مؤشر الاوراق المالية و مؤشرات قياس اداء البورصات.....
81	المطلب الاول: مراحل بناء مؤشرات بورصة الأوراق المالية.....
83	المطلب الثاني : مؤشرات قياس أداء بورصات الأوراق المالية.....
85	المطلب الثالث : أهم مؤشرات البورصات العالمية.....
93	الفصل الخامس: اساليب تقييم الاستثمار في الاوراق المالية
93	المبحث الاول : المبحث الاول :عائد و مخاطر الاستثمار في الاوراق المالية.....

93	المطلب الاول : تعريف المخاطرة وأنواعها .....
97	المطلب الثاني : نماذج تقدير المخاطر.....
99	المطلب الثالث : العوائد الاستثمارية في الاوراق المالية.....
101	المبحث الثاني : التحليل الاساسي و التحليل الفني للأوراق المالية .....
101	المطلب الاول : التحليل الاساسي .....
102	المطلب الثاني : التحليل الفني .....
111	الخاتمة.....

مقدمة :

الاسواق المالية هي الوجه الحضاري الحديث للاقتصاديات الدول، فقد ارتبط تطور الاسواق المالية بالتطور الاقتصادي و الصناعي الذي مرت به معظم دول العالم خاصة الرأسمالية منها.

لأسواق المالية وظائف اقتصادية قد لا تكون واضحة للعديد من الناس و لكنها في واقع الامر تمثل حلقة الاتصال بين القطاعات المختلفة في المجتمع ، اي مابين المدخرين و المنتجين، فالقطاعات التي تقوم بالادخار بحاجة الى توظيف مدخراتها في مشروعات اكثر فائدة و طموحا ، و القطاعات المنتجة بحاجة دائما الى المصادر المالية التي تساعد على الاستمرار في تأدية وظائفها ، اذن تقوم الاسواق المالية في تأدية وظيفتها الاقتصادية الاساسية بنقل الاموال الفائضة اي المدخرات من القطاعات التي تملكها الى تلك القطاعات التي لديها عجز في الاموال.

يستقطب موضوع سوق الاوراق المالية حيزا متزايدا من اهتمام صانعي السياسة و ومتخذي القرار في معظم دول العالم ، وذلك لاتساع حجم تلك الاسواق و زيادة حجم معاملاتها و ارتفاع حدة المنافسة بينها ، لما تؤديه هذه الاسواق من دور في حشد المدخرات و توجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد الوطني و زيادة واثرائ نموه، لذا اضحى التركيز على الاسواق المالية مطلبا عالميا انخرطت فيه الدول المتقدمة و النامية على حد سواء.

لم يعد الحديث عن الاسواق المالية بالموضوع الجديد في وقتنا الحاضر ، فقد قطعت الاسواق المالية مرحلة كبيرة من التطور ، كما ان التوجه اصبح واضحا نحو تكامل الاسواق المالية في العالم و تطورها، كما تمت اعادة صياغة المديونيات الى ادوات جديدة قابلة للتداول ومشجعة للشراء من قبل المستثمرين.

عرفت الاسواق المالية العديد من التطورات سواء ان كان على المستوى الفلسفي لطبيعة و دور هذه الاسواق او على المستوى العملي المتمثل في ابتكار طرق وأدوات مالية تلبي مطالب المتعاملين من ناحية العائد و المخاطر.

و في ضوء هذه التطورات نشأت حالة عدم الاستقرار في الاسواق المالية ، حين تمثلت بازدياد مخاطر تقلبات اسعار الاوراق المالية ، الامر الذي اثر بطريقة مباشرة في نتائج اعمال الشركات بطريقة غير مباشرة في اداء تلك الاسواق و استثماراتها ، وطالما ان هذه الاسواق تعد المرآة العاكسة للوضع الاقتصادي العام ، فان استقرارها يعد مقياسا لمدى نجاح السياسات الاقتصادية ، وفي الوقت ذاته تعد مؤشرات ادائها من المؤشرات الاقتصادية المفيدة في تحديد اتجاهات النشاط الاقتصادي.

وفي هذا السياق استعرض هذا العمل **تغطية الفصل الاول حول الاسواق المالية** ضمن فصل كامل بدءا بتطورها التاريخي و تبيان انواعها وتصنيفاتها المختلفة كالأسواق النظامية و الغير النظامية و الاسواق الاولية و الثانوية و الاسواق الحالية و المستقبلية و اسواق راس المال و اسواق النقد اضافة الى الاسواق المالية المحلية و الدولية ، كما و تم الاركان الرئيسية للأسواق المالية و الشروط الملائمة لتكوينها، و الانتهاء بإبراز اهمية الاسواق المالية و عوامل نجاحاتها المختلفة اضافة الى الخوض في بورصة الارواق المالية ، نظام التشغيل ، و المتعاملون فيها.

وقد خصص **الفصل الثاني للحديث عن الادوات المالية المتداولة في الاسواق المالية**، اضافة الى الخوض في مختلف انواع و خصائص الاسهم والسندات و المشتقات المالية بأسلوب العرض و التحليل الشامل.

**اما الفصل الثالث فيهدف الى التعريف بالصفقات التجارية التي يتم تنفيذها ببورصة الاوراق المالية** بواسطة السماسرة في ضوء الاوامر التي يتلقاها هؤلاء من المستثمرين حيث يتم التعريف بأنواع العمليات التجارية ( البيع - شراء ) وحجم الصفقات التي تشملها الاوامر و كيفية تحديد سعر امر البيع او الشراء و النطاق الزمني المحدد لتنفيذ الاوامر اضافة الى أثارت إشكالية كفاءة بورصة الأوراق المالية التي لقيت اهتمام الكثير من الباحثين، حيث لوحظ أن سعر الورقة المالية يتقرر بناء على المعلومات الواردة في البورصة. ويستخدم هذا المصطلح لتحليل قدرة بورصة الأوراق المالية على الإدارة الجيدة لتكاليفها وحسن استخدام مواردها، وعليه سنحاول من خلال هذا المبحث تناول كذلك مفهوم كفاءة بورصة الأوراق المالية ومتطلباتها.

**اما الفصل الرابع فتم تناول موضوع مؤشرات بورصة الأوراق المالية ومناهج تحليلها**، حيث تحتل المؤشرات مكانة هامة عند الاقتصاديين أو المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، باعتبارها تقيس مستوى الأسعار بالاستناد على عينة من الأسهم المتداولة فيها، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة بورصة الأوراق المالية المستهدفة.

**بينما في الفصل الخامس تم معالجة الاستثمار في الاوراق المالية**، بالنظر الى كون الاستثمار في الاوراق المالية هو فن وعلم له قواعده الخاصة ، يتطلب معرفة وخبرات التي تمكن المستثمر من المفاضلة وحسن اختيار الاستثمارات المتاحة، وانطلاقا من ذلك على المستثمر ان تكون له دراية جيدة بأساليب تقييم الاستثمار المتمثلة في التحليل الاساسي و الفني.

ولإنهاء مختلف تطلعات هذه المطبوعة، تم تقسيمها الى ثمانية محاور كمايلي:

اولا: ماهية الاسواق المالية، تصنيفاتها و اهميتها الاقتصادية

ثانيا: الادوات المالية المتداولة في الاسواق المالية

ثالثا: كفاءة سوق الاوراق المالية و عمليات التداول في بورصة الاوراق المالية

رابعا: مؤشرات بورصة الأوراق المالية ومناهج تحليلها

خامسا: اساليب تقييم الاستثمار في الاوراق المالية

وفي نهاية هذه المطبوعة عرض لقائمة المراجع التي تم اعتمادها في اعدادها وتهيئتها متمنين بذلك للطلبة

الاعزاء التوفيق والنجاح.

## الفصل الاول

ماهية الاسواق المالية، تصنيفاتها وأهميتها  
الاقتصادية

## الفصل الاول : ماهية الاسواق المالية، تصنيفاتها و أهميتها الاقتصادية

يدور النشاط الاقتصادي لأي مجتمع في دائرتين احدهما مادية، وتتعلق بالتدفقات العينية والخدمية في شكل انتقال السلع والخدمات، ويطلق عليها الاسواق الحقيقية Real Markets، والاخرى مالية و تتعلق بحركة التدفقات النقدية وتداول الاصول المالية و يطلق عليها الاسواق المالية Financial Markets.

## المبحث الاول - ماهية الاسواق المالية، عوامل نجاحها و الشروط الملائمة لتكوينها:

لم يعد الحديث عن الاسواق المالية بالموضوع الجديد في وقتنا الحاضر، فقد قطعت الاسواق المالية مرحلة كبيرة من التطور، كما ان التوجه اصبح واضحا نحو تكامل الاسواق المالية في العالم و تطورها.

## المطلب الاول - تعريف الاسواق المالي :

السوق المالي تمثل مجموعة من القنوات التي تتدفق من خلالها الاموال من الافراد والهيئات والمؤسسات وكافة قطاعات المجتمع الى مثيلاتها في شكل تيار مالي مستمر، وهي على هذا النحو تؤدي دورا بالغ الاهمية في استقطاب المدخرات و تحريك رؤوس الاموال<sup>1</sup>.

تقوم سوق الاوراق المالية بأداء وظائف عديدة للاقتصاد الوطني اهمها حشد و تعبئة و توجيه الموارد المالية و المساهمة في تخصيص الموارد الاقتصادية بكفاءة و توزيع و تنويع المخاطر و زيادة<sup>2</sup> الاستثمارات و يمثل هدف حشد و تعبئة الموارد المالية اهم اهداف سوق المال على الاطلاق اذ ان سوق المال تعتبر بمثابة الية يتم من خلالها تحويل الموارد المالية من الوحدات المدخرة و التي يتوفر لدينا فوائض مالية و تمثل عرض العمال الى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز الموارد المالية و تعكس الطلب على الموارد المالية، اي ان السوق المالي تحول الموارد المالية من الوحدات، التي لا تمتلك القدرة و الرغبة على الاستثمار الى الوحدات التي تتوفر لديها الفرص الاستثمارية و تمتلك القدرة على الاستثمار، وفي ادائها لتلك الوظيفة فان سوق المال تعمل على تحقيق الكفاءة الاقتصادية في استغلال الموارد، من خلال تحويل الفوائض المالية من مجرد مدخرات متراكمة الى استخدامات انتاجية، تؤدي الى

<sup>1</sup> عنايات النجار و وفاء شريف، دليل المتعاملين في بورصة الاوراق المالية، بحوث ودراسات المنظمة العربية للتنمية الادارية، القاهرة، مصر، 2006، ص 03.

توسيع القاعدة الانتاجية ومن ثم زيادة فرص العمالة و زيادة الدخل القومي، الامر الذي يؤدي الى ارتفاع مستويات المعيشة<sup>1</sup>.

و يعرف السوق المالي على انه<sup>2</sup>:

✓ نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين و المشترين لنوع معين من الاوراق المالية او الاصول المالية.

✓ كما يعرف السوق المالي على انه مجموع العمليات التي تتم في مكان معين بين مجموعة من الناس

لإبرام صفقات حول منتجات مالية.

✓ السوق المالي هو ذلك الاطار الذي يجمع بائعي الاوراق المالية بمشتري تلك الاوراق المالية وذلك

بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق فيها هذا الجمع او المكان الذي يتم فيه و لكن بشرط توفر قنوات

اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الاثمان السائدة في اي لحظة زمنية معينة واحدة

بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه.

✓ الاسواق المالية هي تلك الالية التي تسمح بإصدار الاوراق المالية التي يلتقي عليها العارضون و

الطالبون لها، و هذه الاوراق تلبي رغبة الطالبين من حيث الاجال و يجري هذا التداول ضمن اطر

قانونية و تشريعية و تحت رقابة لجنة عمليات الاسواق المالية لحماية جميع الاطراف.

إن هيكل السوق المالي هو مجموعة المؤسسات أو القنوات التي ينتقل فيها المال الفائض من الأفراد

والمؤسسات في المجتمع وفقا لسياسة معينة إلى من هم في حاجة إلى هذه الأموال لفترة من الوقت عن

طريق الوسطاء الماليين<sup>3</sup>.

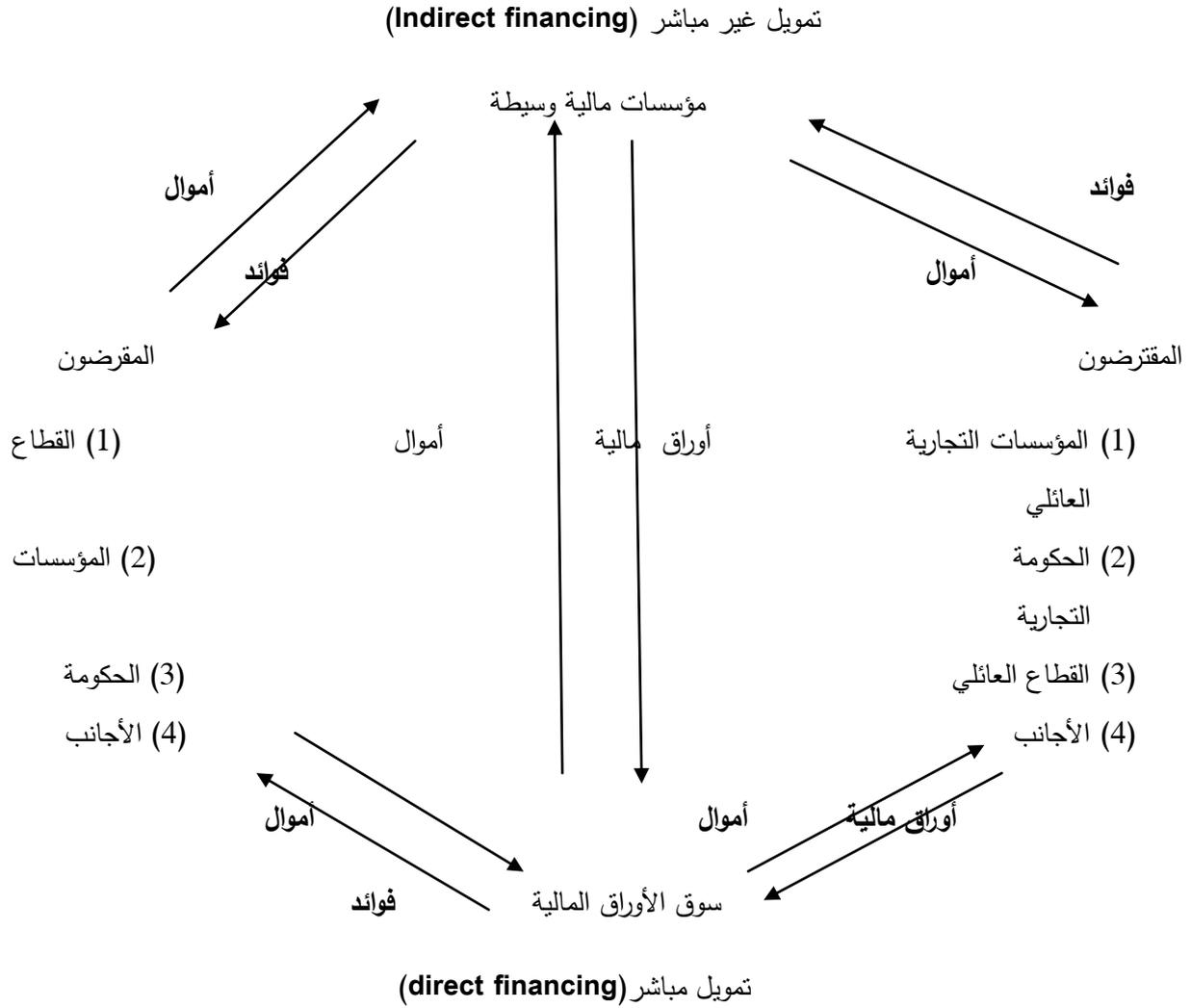
وبين الشكل رقم "1" هذا الآلية كما يلي:

<sup>1</sup> وليم اندروس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطورها، دار الفكر الجامعي، جامعة القاهرة، مصر، 2006، ص 15

<sup>2</sup> شقيري نوري موسى، إدارة المشتقات المالية و الهندسة المالية، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطبع، عمان، الاردن، 2015، ص (127-128)

<sup>3</sup> صلاح الدين السيسي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية و الأهداف و مقومات النجاح، دار الفكر الجامعي، جامعة القاهرة، مصر، 2005، ص 11

الشكل رقم "01": آلية التمويل في السوق المالي



المصدر: عبد النافع الزرري، فرح غازي، مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، فلسطين، رام الله، 2001، ص: 20.

يبين الشكل أعلاه كيفية تدفق الموارد المالية من خلال السوق المالي عن طريق التمويل المباشر وغير المباشر. وتتمثل طريقة التمويل المباشر في قيام الوحدات ذات العجز (المقترضين) بإصدار حقوق مالية على نفسها في شكل أسهم أو سندات (الأصول المالية)، وبيعها إلى الوحدات ذات الفائض (المدخرين)، وبالطبع تكون الأصول المالية في هذه الحالة أصولاً مباشرة أو أولية لأن الذي يصدرها هو المقترض النهائي.

أما طريقة التمويل غير المباشر فتتمثل في قيام المؤسسات المالية الوسيطة بالحصول على الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض مقابل إصدار أصول مالية على نفسها وبيعها لهذه الوحدات ذات الفائض. ثم تقوم هذه المؤسسات بدورها بإقراض هذه الموارد المالية إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي، التي تصدر بدورها أصولا مالية مباشرة تبيعها للمؤسسات المالية الوسيطة<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني - عوامل نجاح السوق المالي:

ويتطلب نجاح سوق الأوراق المالية وتنوع نشاطه توفر عدة عوامل يمكن تلخيصها فيما يلي<sup>2</sup>:

✓ توافر مناخ استثماري مستقر يتمثل في حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي إلى جانب وفرة المدخرات أو ثروات الأفراد، وعن طريق سوق الأوراق المالية يستطيع المستثمر أن ينقل ملكية جزء أو كل استثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع إلى أي نوع من أنواع الهزات التي تحدث عادة عند تغير ملكية المشروع.

✓ توافر الحرية الاقتصادية والوعي الاقتصادي حتى تتمكن سوق الأوراق من القيام بدورها.

✓ توافر هيكل متكامل من المؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة.

✓ توافر التقنية المناسبة ( شبكة اتصالات متقدمة، وشبكة إلكترونيات متطورة ) لربط أسواق المالية ببعضها لضمان توافر المعلومات بدقة.

✓ توافر الإفصاح والعلانية، وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل عليها في نشرة مكتوبة، كما تلزم الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات كافية عن مشروعاتها حتى يكون المساهم المستثمر على بينة من أمر نشاط وتطور هذه الشركات، وبما ينعكس أثره على اتجاهات أسعار الأسهم، وبيعت الثقة في الأوراق المالية والوصول إلى السعر الحقيقي لها بخضوعها لقوانين العرض والطلب في السوق.

<sup>1</sup> محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية،

2003، ص9.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص 11.

- ✓ أوراق مالية سليمة قابلة للتداول، بحيث يتم التأكد من إتمام التعامل على أوراق مالية سليمة قابلة للتداول، وأن عقد العمليات بالسوق لا يشوبه غش أو نصب أو احتيال أو مضاربات وهمية، ويتم التعامل داخل السوق من خلال الوسطاء الماليين (السماسرة) الذين يمثلون حلقة الوصل بين البائع والمشتري.
  - ✓ يجب أن يتحقق في هذا السوق عنصر المنافسة الحرة بين العرض والطلب ليكون السوق متوازن.
  - ✓ السرعة والدقة، بحيث يجب سرعة إتمام الصفقات، وعرض أوامر العملاء وتنفيذها خلال المدة وبالشروط المحددة بأوامرهم.
  - ✓ المرونة بحيث يجب أن تتسم الأوراق المالية بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق المالية من مشروع لآخر، وإنشاء قسم للاستعلامات يزود بالأخصائيين للرد على استفسارات جمهور المستثمرين، كذلك تدعيم السوق بالوسائل الآلية للإحصاء لتسهيل إصدار بيانات يومية عن كميات التداول لكل نوع من الأوراق المالية حتى يكون تقرير المتعامل سليماً.
  - ✓ ضمان سلامة الادخار وحمايته، وذلك عن طريق خلق جو من الثقة بين المتعاملين، ومراقبة ميزانيات الشركات، ولاشك أن سلوك سياسة إعلامية لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات يساهم بشكل ملحوظ في توليد الثقة بين المتعاملين.
  - ✓ تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من استثماراتهم، وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة على السندات المطروحة للاكتتاب أو إعفاء العائد من الضرائب.
  - ✓ توفير المرافق العامة (المواصلات السلوية واللاسلكية.....الخ).
  - ✓ الوضع الجغرافي للبلد ومدى قربه من الأسواق المالية الأخرى، واعتدال جوه.
  - ✓ وجود عدد كبير من المصارف والمؤسسات المالية وشركات الاستثمار الوطنية والأجنبية.
  - ✓ نمو الوعي الادخاري وارتفاع نسبة الادخار لدى الأفراد.
  - ✓ عدم وجود قيود أو رقابة على الصرف.
  - ✓ وجود نظام ضريبي مقبول وغير مغالى في أسعاره ومعدلاته.
  - ✓ الامان و يقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد مخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الاطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس.
- وهناك خطوات أخرى يتعين اتخاذها في الأسواق المالية :

أ- طرح أسهم بعض شركات القطاع العام للاكتتاب للجمهور بما يسمح بزيادة مساهمة الأفراد في هذه الشركات.

ب- ضرورة قيد الشركات المساهمة وأسهمها بالسوق بما يساعد على تحويلها إلى سوق أوراق مالي عالمي.

ت- تحريك محافظ الأوراق المالية للمصارف وشركات التأمين والهيئات الادخارية الأخرى ودخولها السوق مشترية في حالة انخفاض السعر، و بائعة عند ارتفاعه، وذلك للعمل على إحداث التوازن بالسوق.

ث - إصدار سندات نوعية ذات قيمة اسمية تتناسب مع صغار المدخرين بأسعار فائدة مرتفعة، وذلك لتدعيم دورهم في خطة التنمية المنشودة، وزيادة الأوراق المالية المتداولة.

ج- رفع نسبة تسليف المصارف التجارية على الأوراق المالية المقيدة بجدول سوق الأوراق المالية، وذلك لتشجيعا للتعامل في الأوراق المالية.

ح- السماح بقيد أسهم الشركات الأجنبية التي يكون مركزها الرئيسي بالخارج والتي تعمل في سوق الأوراق المالية، وذلك كمرحلة أولى يعقبها قيد أية أسهم أجنبية أخرى، حيث يترتب على ذلك إمكان التعامل بين الأسواق المحلية والأجنبية، كذلك إتاحة الفرصة في مرحلة تالية لمكاتب السمسرة الأجنبية بفتح مكاتب لها في الدولة.

خ- إن سوق الأوراق المالية بحكم وظيفتها الاقتصادية تعد صلة الوصل بين المشاريع ومدخرات الأفراد، وتعمل على تنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي، بما ينعكس أثره في النهاية على معدل التنمية الاقتصادية للبلاد.

و- وبالإضافة إلى ذلك فإن مثل هذه السوق يمكن أن تلعب دورا هاما في إتمام عمليات الخصصة، فسوق المال ينشط وينمو بالخصصة وعمليات الخصصة تسهل وجود سوق مال كفاء ونشط.

### المبحث الثاني : تصنيف الاسواق المالية و اهميتها الاقتصادية

في الواقع ان القسم الاكثر شيوعا للأسواق المالية قائم على اساس المعاملات المالية ، ولهذا فان السوق المالي يقسم على سوقين ، سوق نقدية ( سوق المعاملات قصيرة الاجل ) وسوق راس المال (وهي سوق

المعاملات طويلة الاجل )، مع امكانية النظر الى الاسواق المالية من اكثر من زاوية، و بالتالي تصنف طبقا لاكثر من اساس و يمكن تقسيم السوق المالية على عدة انواع.

### المطلب الأول : هيكل، تصنيفات، أقسام انواع و مكونات الاسواق المالية

تنقسم الاسواق المالية Financial Markets الى نوعين هما :

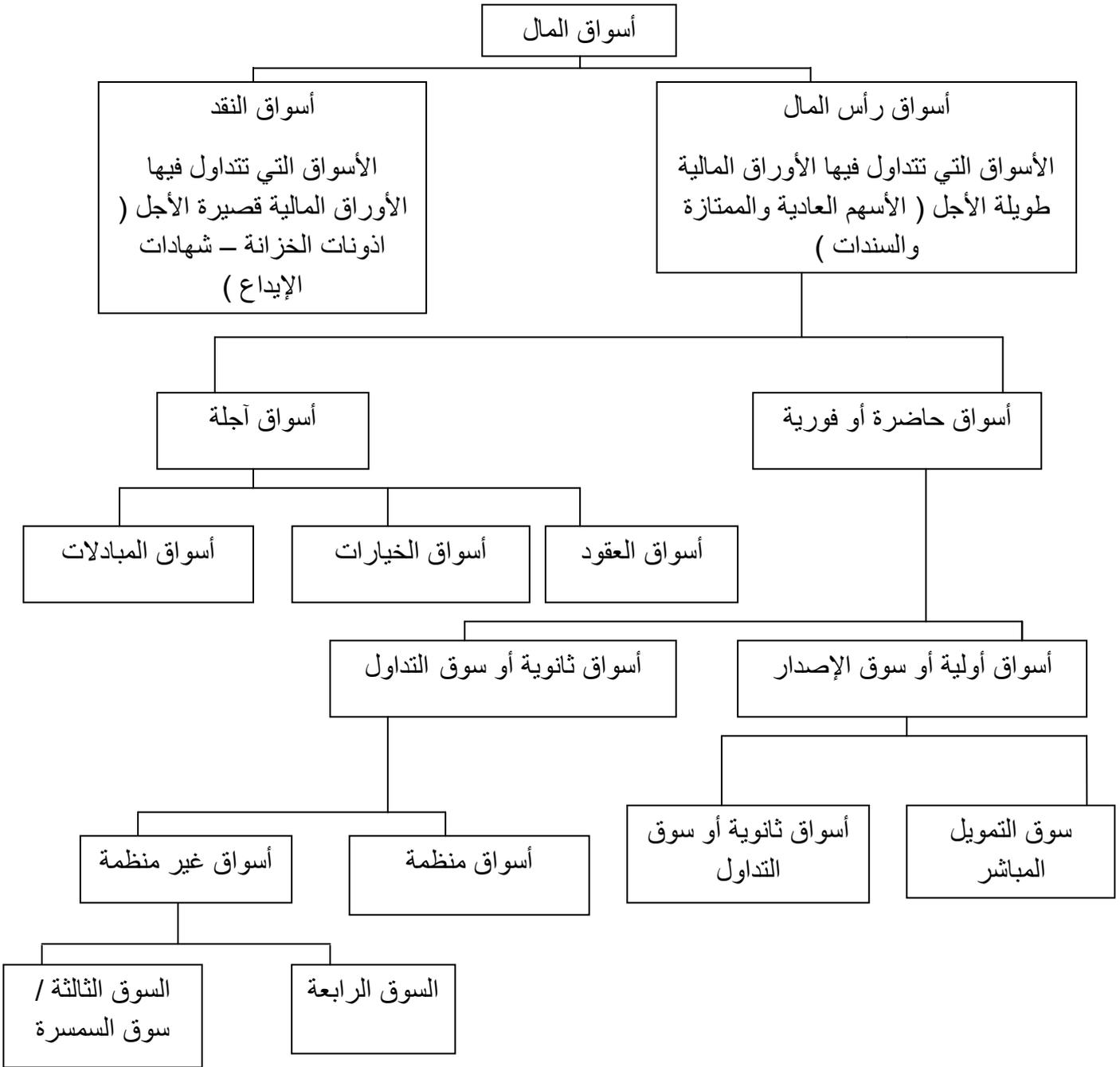
**1- الاسواق النقدية:** الاسواق النقدية هي التي يتم فيها تبادل الاصول و الالتزامات المالية قصيرة الأجل حيث يتم تداول الاوراق المالية قصيرة الاجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية لما تصدره الحكومة من اذونات الخزينة على سبيل المثال، و تعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية تعطي لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق ان اقرضه لطرف آخر و عادة لا تزيد مدة الاوراق المالية عن سنة غير انه يمكن التخلص منها في اي وقت و بحد ادنى من الخسائر او دون خسائر على الاطلاق و ذلك نظرا لضمان عملية السداد<sup>1</sup>.

**2- اسواق راس المال :** تعرف اسواق راس المال بأنها المكان او الاطار الذي يتم فيه تداول الاوراق المالية طويلة الاجل مثل الاسهم و السندات، اضافة الى الاوراق المالية الحديثة الهجينة مثل عقود الخيارات وعقود المستقبلات و التي لها اسواق معروفة إلا انها تدخل تحت مظلة اسواق راس المال.

تنقسم أسواق راس المال إلى أسواق حاضرة (فورية) وأسواق العقود المستقبلية (الآجلة)، فالأسواق الفورية تحتوي على سوقين يتكون على مرحلتين هما السوق الأولي والثاني و الذي يتكون بدوره من سوقين هما الأسواق المنظمة و الغير المنظمة أما الأسواق الآجلة تتكون من أسواق العقود، أسواق الخيارات، و أسواق المبادلات كما يوضحه الشكل التالي.

<sup>1</sup> عبد الغفار حنفي، رسيمة قرياقص، الاسواق المالية والمؤسسات المالية، بنوك تجارية - اسواق الاوراق المالية - شركات التأمين، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2001، ص 256.

الشكل رقم -2- التقسيم الأكثر شيوعا للسوق المالية:



المصدر: عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع،

عمان، الأردن، 2010، ص 145.

وتنقسم اسواق راس المال الى اسواق حاضرة او فورية و اسواق العقود المستقبلية، وفيما يلي المقصود بهذه الاسواق<sup>1</sup>:

**1-2 اسواق الحاضرة و الفورية Spot or Cash Markets** : و يقصد بها تلك الاسواق التي تتعامل في اوراق مالية متوسطة و طويلة الاجل، ويتم فيها تسليم و تسلم الورقة المالية محل الصفقة في ذات اليوم او خلال فترة وجيزة.

**2-2 اسواق العقود المستقبلية** : وهي اسواق يتم التعامل فيها بالاوراق المالية، ولكن من خلال عقود و اتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

وتشمل الاسواق الحاضرة او الفورية على الاسواق التالية:

### **1-2-2 سوق اصدار الاوراق المالية ( الاسواق الاولية ) : Future Markets**

وهو الذي يتم التعامل فيه على الاوراق المالية عند اصدارها لأول مرة، و يختص تأسيس الشركات الجديدة، او التوسع في راس المال، و طرح راس مال الشركات للاكتتاب في صورة اوراق مالية اسهم او سندات.

### **2-2-2 سوق تداول الاوراق المالية ( السوق الثانوية ) Secondary Markets**

يتم في نطاقها التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها وتم الاكتتاب فيها، ويشمل تداول هذه الأوراق المالية بالسوق الثانوية البيع والشراء بين حاملها وأي مستثمر آخر، لذا فالملاحظ في هذه السوق أن متحصلات بيع الأوراق المالية لا تذهب إلى الجهة التي أصدرتها بل تذهب إلى حاملي هذه الأوراق الذين يحصلون على ناتج العملية، فهم يتحملون الخسائر ( في حالة نقص سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها)، كما يجنون الأرباح ( في حالة زيادة سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها)<sup>2</sup>.

وتتضمن السوق الثانوية نوعين من الاسواق وهما السوق النظامية والسوق غير النظامية<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> ابراهيم منير هندي، الاوراق المالية و اسواق راس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1993، ص ص: (5-6)

<sup>2</sup> عبد النافع عبد الله الزرري، الأسواق المالية، دار الواصل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001، ص 48

<sup>3</sup> ابراهيم منير الهندي، الاوراق المالية و أسواق رأس المال، دار الفكر الجامعي، القاهرة، مصر، 2004، ص 96

أ- **الاسواق المنظمة The organized Exchange**: للسوق المنظمة مكان مادي ملموس، يتم فيه التقاء وكلاء البائعين ووكلاء المشترين للأوراق المالية المتداولة، ويتم التعامل فيه من خلال المزايعة Auction، ويتكون هيكل الاسواق المنظمة بالولايات المتحدة الامريكية من 13 سوق، وتتضمن هذه الاسواق سوقين قوميين هما بورصة نيويورك NYSE، وبورصة امريكا American stocke Exchange، اما باقي الاسواق فهي محلية.

ب- **الاسواق غير المنظمة The over The Counter**: يطلق اصطلاح الاسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجرى خارج البورصات، و التي يطلق عليها المعاملات على المنضدة، والتي تتولاها بيوت السمسة المنتشرة في جميع انحاء الدولة، ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، اذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط تليفونية او الحاسوب الآلي او غيرها من وسائل الاتصال السريعة، التي تربط بين السماسار والتجار والمستثمرين.

ومن خلال شبكة الاتصال هذه يمكن للمستثمر ان يجري اتصالاته بالسماسة و التجار المعنيين، ليختار من بينهم من يقدم له افضل سعر.

وتتعامل الاسواق غير المنظمة اساسا في الاوراق المالية غير المسجلة في الاسواق المنظمة ( البورصات) وعلى الاخص السندات، ذلك ان التعامل في الاسهم عادة ما يكون على نطاق ضيق، كما انه يكاد ان يقتصر على اسهم شركات صغيرة او محلية يملك معظم اسهمها المؤسسين او افراد عائلاتهم، غير ان ذلك لا يمنع تلك الاسواق من التعامل في الاوراق المسجلة في الاسواق المنظمة و في مقدمتها السندات الحكومية و سندات بعض منشآت الاعمال.

### المطلب الثاني : الاهمية الاقتصادية للأسواق المالية

من خلال ما تؤديه بورصات الاوراق المالية من وظائف مهمة في السوق المالي، يمكن بيان اهميتها للمستثمرين و الشركات والاقتصاد القومي ككل فيمايلي:

1- **تعبئة المدخرات**: ان الدور الرئيس الذي تلعبه السوق المالية يتمثل في المواءمة ما بين وحدات العجز و وحدات الفائض او القطاعات المدخرة التي ترغب استثمار اموالها و القطاعات التي بحاجة الى تلك الاموال، وهي بذلك تعد وسيطا جيدا في تغطية الفجوة التي تعاني منها الكثير من القطاعات و الافراد المتمثلة في عدم مقدرة البنوك التجارية على التوسع في الائتمان متوسط و الطويل الاجل

بالمستوى المطلوب لأسباب مثيرة لعل من أبرزها مخاطر التضخم و مخاوف التغيير في هامش سعر الفائدة.<sup>1</sup>

2- **العدالة في تحديد الاسعار المناسبة للأوراق المالية** : تسعير الاصول الرأسمالية حيث تساعد البورصة على تحديد سعر الورقة المالية من خلال اليات العرض و الطلب<sup>2</sup>، فان للسوق المالية دور في تحقيق عدالة الأسعار وذلك من خلال الالتقاء الواسع للطلب و العرض معا، فعملية البيع و الشراء تكشف عن السعر الحقيقي للأوراق المالية، لتوفر شروط السوق الكاملة بها، وتطبيق قانون العرض والطلب دون تلاعب، وبذلك يمكن الوقوف عند الاسعار الحقيقية والقيم النسبية لكل منهما<sup>3</sup>.

3- **مخزن للثروة**: يظهر دور الاسواق بتوفير اشكال اخرى للاحتفاظ بالثروة متمثلة بجميع الاوراق المالية المتعامل بها في تلك الاسواق ( الاسهم بأنواعها و السندات المختلفة )، على الرغم من ان النقود تتمتع بصفة السيولة التامة لكنها لا تعد افضل مستودع للقيمة او افضل شكل من اشكال الاحتفاظ بالثروة، وعليه تعمل الاسواق المالية بدور مخزن او مستودع للقيمة او الثروة، و في الوقت نفسه توفر الاسواق المالية الفرصة لأصحاب الثروة المالية بتحويل موجوداتهم من الاوراق المالية الى نقود في اي وقت يحتاجون فيه لسيولة اكبر و بسرعة مع انخفاض التكاليف<sup>4</sup>.

4- **السوق المالي مؤشر للحالة الاقتصادية**: تسهم السوق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، وكذلك فان الاسعار التي يتم التعامل بها تبنى على اساس السعر العام العائد من المبالغ المستثمرة، وبالتالي فان تقلب الاسعار في الاسواق المالية وتواليها مدة من الزمن يسهل معرفة مدى نجاح بعض المشروعات و مدى إخفاقها وبهذا فان السوق المالي تعد البارومتر الذي يقاس به النجاح او الاخفاق ومن ثم يتجه الافراد بأموالهم صوب المشروعات الناجحة فيزداد نشاطها.

5- **المساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي** : تستطيع الحكومات من خلال تنفيذ سياساتها النقدية و المالية ان تحقق اهداف الاقتصاد الكلي و خصوصا حالة الاستقرار النقدي و المالي، اذ ان وجود مثل هذه الاسواق يساعد في استخدام الادوات غير المباشرة في ادارة السياسة النقدية و على وجه الخصوص

<sup>1</sup> عباس كاظم الدعيمي ، **مرجع سبق ذكره**، 2010، ص 122

<sup>2</sup> عنايات النجار و وفاء شريف، **مرجع سبق ذكره**، ص 11

<sup>3</sup> محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، **بورصة الاوراق المالية بين النظرية والتطبيق**، الدار الجامعة للطباعة و النشر، الاسكندرية، 2005، ص ص : (28-29)

<sup>4</sup> عباس كاظم الدعيمي، **مرجع سبق ذكره**، 124

عمليات السوق المفتوحة، كما تسهم في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي من خلال التأثير في الاقتراض والاقتراض و معدلات التضخم<sup>1</sup>.

6- المساهمة في تمويل خطط التنمية عن طريق طرح اوراق مالية حكومية في تلك السوق، حيث ازداد التجاء الحكومات الى الاقتراض العام من افراد الشعب لسد نفقاتها و تمويل مشروعات التنمية، وذلك عن طريق اصدار السندات و الاذون التي تصدرها الخزنة العامة ذات الاجال المختلفة، ومن هنا صارت هذه الصكوك مجالا لتوظيف الاموال للمدخرين<sup>2</sup>.

7- جذب رؤوس الاموال من الخارج للمشاركة في شركات في شركات محلية و بالتالي زيادة حركة التنمية.

8- بورصات الاوراق المالية النشطة هي المرآة التي تعكس حالة النشاط الاقتصادي اي مؤشر للحالة الاقتصادية، وتتبع كفاءة البورصة على كفاءة و تطور الاقتصاد ككل من خلال توجيه المدخرات الى الاستثمار الحقيقي المنتج البناء في قطاعات الاقتصاد القومي.

9- اتاحة سوق دائمة ومستمرة للأوراق المالية كوسيلة لا مكان استرداد المستثمر لمدخراته بسهولة ويسر، وسرعة تداول الاوراق المالية و التعرف على اسعارها يوميا، وإصدار الاوامر للسماسة بالبيع او الشراء بشكل سريع بما يمكن من تحقيق الربح او تفادي الخسائر.

10- توفر البورصة كافة البيانات و المعلومات الاولية عن الشركات الجديدة التي تطرح اسهمها للاكتتاب العام، وتمثل سلطة رقابية خارجية غير رسمية على كفاءة الشركات التي يجرى تداول اوراقها المالية فيها، وتعمل على زيادة ثقة المساهمين و راغبي الاستثمار في الشركات المساهمة، كما يمكن اخذ الاسعار المعلنة في البورصة اساسا لتقدير قيمة الاستثمارات التي تم تداول اوراقها في حالة تصفية<sup>3</sup>.

11- ان خضوع البورصة لرقابة الدولة يقضي على المضاربات الوهمية التي تضر بمصالح المستثمرين، وتفادي التقلبات العنيفة للأسعار، ومنع و تلافي الغش و التدليس في المعاملات، وضمان سلامة العمليات التي تعقد بها.

<sup>1</sup> محمد يسر برنيه، تطوير اسواق الاوراق المالية الحكومية في الدول العربية، صندوق النقد العربي، ابوظبي، 2004، ص 09

<sup>2</sup> عنايات النجار و وفاء شريف، مرجع سبق ذكره، ص 12

<sup>3</sup> عماد صالح سلام، ادارة الازمات في بورصات الاوراق المالية العربية و العالمية و التنمية المتواصلة، شركة ابوظبي للطباعة و النشر، 2002، 126

12- تعمل على زيادة الائتمان، ومن ثم زيادة النشاط التجاري، حيث تستخدم الاوراق المالية كضمان للقروض المصرفية.

المبحث الثالث : الاركان الرئيسية للأسواق المالية و الشروط الملزمة لتكوينها

المطلب الاول : الاركان الرئيسية للأسواق المالية

من اهم الاطراف المتعاملة في الاسواق المالية نجد<sup>1</sup>:

أولاً : الوحدات الاستهلاكية ( القطاع الاستهلاكي )

ثانياً: الوحدات الانتاجية ( قطاع الانتاج غير المالي)

ثالثاً : الوسطاء الماليون ( القطاع المالي ) المؤسسات المالية

يمكن تصنيف المؤسسات العاملة في ميدان الوساطة المالية الى المجموعات الآتية :

1- مؤسسات الايداع و تشمل

أ- البنوك التجارية

ب- مؤسسات الادخار و الاقراض

ت- مصاريف الادخار و وحدات الائتمان

2- المؤسسات التعاقدية او المؤسسات غير الوداعية

أ- شركات التامين

ب- صناديق التقاعد

3- مؤسسات الاستثمار

أ- شركات الاستثمار

ب- صناديق الاستثمار المشتركة

ت- صناديق سوق النقد

ث- شركات الرهن و تجميع الاستثمار العقاري

<sup>1</sup> عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص ص: (131-138)

## 4- مؤسسات سوق الاوراق المالية

أ- بنكير الاستثمار ( صيرفي الاستثمار )

ب- السمسار و تجار الاوراق المالية

رابعاً: القطاع الحكومي

خامساً : القطاع الاجنبي

سادساً: البنك المركزي

## المطلب الثاني : الشروط الملائمة لتكوين الاسواق المالية

لقد أثبتت الأسواق المالية ومن خلال فترتها الطويلة الماضية دورها الفعال في كافة الاقتصاديات التي وفرت الشروط الأساسية لإنجاحها، حيث أصبحت تعكس الوجه الحضاري لها مما جعلها تحظى بأهمية قصوى في هذه الاقتصاديات.

لا يمكن إنشاء سوق مالي في بلد ما إلا بتواجد أرضية اقتصادية وقانونية وضرائبية لكي يبنى عليها قانون السوق المالي، وبعض هذه الأساسيات هي<sup>1</sup>:

- قانون جديد للشركات المساهمة.

- إصلاح النظام الضريبي وتطويره ليلاعم مستلزمات اقتصاد السوق للشركات المساهمة للأفراد والمؤسسات الخاصة.

- زيادة شفافية الشركات المساهمة من حيث المحاسبة المالية، علاقة أعضاء مجلس الإدارة بالشركة ومنع المنفعة الشخصية للجهاز الإداري إلا بعلم مسبق وموافقة مجلس الإدارة.

<sup>1</sup> فيصل العدسي، مقال حوار حول سوق الأوراق المالية السورية، جمعية العلوم الاقتصادية السورية، تاريخ الاطلاع

على الموقع نوفمبر 2019، WWW. syrianeconomy.org

- من أهم أساسيات سوق المال أن يكون القطاع الخاص ومن ضمنه الشركات المدرجة في سوق المال، هو الفاعل الأول في اقتصاد الدولة لا أن يكون الشريك الأضعف وتحت رحمة شركات القطاع العام المنافسة.

- إن إدارة الشركات المساهمة العامة المدرجة وهي بطبيعتها ذات حجم مالي كبير تختلف عن إدارة الشركات الخاصة أو العائلية، فمن أهم مستلزمات الشركات العامة إيجاد الإدارة القادرة على حماية أموال المساهمين.

- الفصل المطلق والتام بين ملكية الشركات المساهمة العامة المدرجة وإدارة الشركة حتى لو كان المدير العام هو من كبار المساهمين، فعندما يحاسب أمام مجلس الإدارة فهو يحاسب ويكافئ بصفته مدير وليس مساهما مالكا.

- وجود قطاع مصرفي خاص مع وجود مصارف مملوكة من الدولة علما أنه من الأفضل أن تكون جميع المصارف العاملة هي بملكية القطاع الخاص.

- لكي يستطيع سوق المال القيام بدور الوسيط لاجتذاب الأموال الاستثمارية من خارج الدولة، يجب أن تكون العملة المحلية قابلة للتحويل الفوري للعملات الدولية وبالعكس وبدون أي قيد أو روتين، إن إحدى أهم متطلبات المؤسسات التي تعنى بالاستثمار في الأسواق الناشئة هي تحرير العملة المحلية من أي قيد على تحويلها إلى الخارج بسعر السوق أو بالسعر الذي تقرره الدولة وعلى أن يكون هناك ثبات نسبي في سعر الصرف في المدى المنظور.

- إيجاد قانون يحدد الضرائب على المساهمين في الشركات العامة من حيث الضريبة المقتطعة على الأرباح الموزعة والضريبة على أرباح المتاجرة بالأسهم أي الضريبة على الأرباح الرأسمالية، ويفضل للمساعدة في استجلاب الأموال من خارج الدولة أن لا يكون هناك ضريبة على الأرباح المحققة من العمليات الاستثمارية في الأسهم المدرجة في سوق المال "أي الأرباح الرأسمالية".

- إن إدارات الأوراق المالية وكفاءات كوادرها وطاقتها التكنولوجية، كلها تنعكس على أداء هذه الأسواق، وبالتالي إذا أراد بلد تطوير أسواقها المالية يجب أن يهتم في المقام الأول بإدارة هذه الأسواق لأن الإدارة المتطورة هي التي تتولى وضع الخطط الخاصة بتعبئة الاستثمارات وإبعادها عن المخاطر المختلفة،

وتكفل النمو المتوازن للقيم السوقية للأصول المتداولة وتقلل من حركة المضاربة لصالح النشاطات الاستثمارية الاعتيادية وتجذب الكوادر المتخصصة وترسخ القواعد العلمية، هذا فضلا عن قدرتها في تعميق وتوسيع علاقاتها مع الأجهزة والمراكز والشبكات المالية في العالم.

ولكل العوامل السابقة نلاحظ الاختلاف الكبير بين الأسواق المالية المختلفة في العالم وخاصة بين الأسواق القيادية الدولية في كل من نيويورك وزيوريخ ولندن وطوكيو وسنغافورة والأسواق الأخرى التي تتراوح مجالات نشاطاتها اليومية بين وطنية ومحلية.

## الفصل الثاني

الادوات المالية المتداولة في الاسواق المالية  
و اسلوب تقييمها

### الفصل الثاني : الادوات المالية المتداولة في الاسواق المالية و اسلوب تقييمها

تمثل الاوراق المالية السلعة التي يتمحور حولها نشاط السوق المالية، ومن ثم فان الورقة المالية تمثل عصب الحياة لهذه السوق، وتعرف الاوراق المالية بأنها الاسهم بأنواعها والسندات المختلفة التي تقوم الشركات ومنشات الاعمال و المؤسسات الحكومية بإصدارها، و تعد الورقة المالية صكا يعطي كامل الحق في الحصول على جزء من العائد او الحق في امتلاك اصل معين او الحقين معا، بعبارة اخرى تمثل الاوراق المالية، اما مستند ملكية او دين يبين بموجبه حقوق و مطالب المستثمر.

#### المبحث الأول ادوات الاستثمار في السوق النقدي

**المطلب الاول: مفهوم السوق النقدي** تتكون السوق النقدية من المؤسسات المالية المتخصصة مثل بيوت السمسرة، البنوك التجارية وما يماثلها، والتي تتعامل في الاوراق المالية قصيرة الأجل وتمثل هذه الاوراق صكوك مديونية مدون عليها ما يفيد بان لحاملها الحق في استرداد مبلغ معين من المال سبق ان اقرضه لطرف آخر وعادة ما تكون تلك الاوراق قابلة للتداول، ولا يتجاوز تاريخ استحقاقها عن تسعة شهور او سنة على الأكثر هذا و تتسم الاوراق المالية قصيرة الاجل بإمكانية التخلص منها في اي وقت و بحد ادنى من الخسائر او دون خسائر على الإطلاق ونظرا لانخفاض او انعدام مخاطر التوقف عن السداد يتوقع ان يكون العائد المتولد منها منخفض، وربما لا يتجاوز معدل التضخم<sup>1</sup>.

**المطلب الثاني: خصائص السوق النقدي** تتصف السوق النقدية عن غيرها من الاسواق بأنها ذات سيولة عالية، لان امكانية التخلص من الورقة المالية بها سهلة، وفي اي وقت و بحد ادنى لا يذكر من الخسائر، وغالبا ما تكون بدون خسائر او بربح بسيط إلا ان ضخامة الاموال المودعة تجعل هذا الربح ذا اهمية. ويكون العائد مقبولا عندما يكون حجم المبالغ ضخما لذا فان هذا النوع من الاسواق يتوقف في تعاملته على المؤسسات ذات الحجم الضخم من الاموال و التي لها ملاءة مالية عالية. وهذه الاسواق ليست مرغوبة من قبل الافراد او المؤسسات الصغيرة لضعف و محدودية اموالهم و استثماراتهم.

و المخاطر بهذا السوق لا تذكر، وتكاد تكون معدومة لقصر المدة و انحصار تداول اوراقها المالية من قبل مؤسسات مالية كبرى لها متانتها المالية، ومن خصائص هذه الاسواق انها قد تعطي لحاملها عائدا

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، الاوراق المالية و اسواق راس المال، ط1، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 1998، ص 52.

مقدما عند شراء الورقة المالية بخضم مثل ما يحدث باذونات الخزنة، وفي حالة التضخم فان عائد هذا النوع من الاوراق المالية لن يتاثر بسبب قصر المدة، كما يمكن لحامل الورقة المالية التصرف في الورقة قبل تاريخ الاستحقاق بالبيع بقيمة اقل من قيمتها عند الاستحقاق وترتفع هذه القيمة و تقترب من القيمة الاسمية كلما اقترب موعد استحقاق هذه الورقة المالية.

### المطلب الثالث : الادوات المالية المتداولة في السوق النقدي

ومن ابرز انواع هذه الاوراق شهادات الايداع و الكمبيالات المصرفية والأوراق التجارية، واتفاقيات شراء فائض الاحتياطي الإلزامي وقرض الدولار الاوروبي واتفاقيات اعادة الشراء يضاف الى ذلك اذونات الخزينة و شهادات المديونية التي تصدرها الحكومة.

#### 1- اذونات الخزينة :

تقوم الخزينة المركزية بإصدار اذونات قابلة للتداول في الاسواق المالية، و لفترات قصيرة و التي تتراوح عادة بين ثلاثة اشهر ة اثني عشر شهرا على اساس الخصم مقابل عدم دفع فوائد على هذه الاذونات، و تباع بخضم، و الفرق الناتج من سعر البيع و سعر الاصدار يعد بمثابة العائد المتأتي من هذا النوع من الاوراق المالية، فاذا فرضنا سعر الخصم هو 5% فان تسعير الاذونات يكون :  $100 - 5 = 95\%$  من القيمة الاسمية و البالغة 100 فرضا<sup>1</sup>.

2- شهادات الايداع : شهادة الايداع وثيقة تثبت وجود وديعة في بنك بمبلغ ثابت و لفترة محددة وبمعدل فائدة محدد، و الشهادة قد تكون لحاملها او اسمية تصدر باسم حاملها او، و عادة ماتكون بمبالغ كبيرة نسبيا، اما فوائدها فمعفاة من الضرائب.

ويمكن ان تكون شهادات الايداع قابلة للتداول، وقد يزيد الاقبال على شراء هذه الشهادات من قبل الشركات الكبرى لانها تجمع من مزايا الوديعة الطويلة الاجل من حيث انها تحقق عائدا مرتفعا نسبيا ومزايا الوديعة القصيرة الاجل من حيث انه من الممكن بيعها بسهولة عند الحاجة ( في حالة وجود سوق مالي نشط) للتعامل معها لذلك فهي تتمتع بسيولة جيدة<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، الاوراق المالية و اسواق راس المال، مرجع سبق ذكره، ص 53

<sup>2</sup> زياد رمضان، مبادئ الاستثمار الحقيقي، ط1، دار وائل للنشر، عمان، الاردن، 1998، ص 48

**3- الاوراق التجارية :** وهي شبيهة باذونات الخزينة من جميع الوجوه، و لكنها تختلف عنها بان الاوراق التجارية هي من اصدار الشركات الضخمة بدلا عن الحكومة، اي انها ادوات اقتراض للقطاع الخاص، وبذلك فهي تتصف بمخاطر اكثر قليلا من مخاطر اذونات الخزينة و بناء عليه فان عائدها اكبر قليلا من عوائد اذونات الخزينة.

وفي ظل الطبيعة المتميزة لتلك الاوراق تبرز اربع سمات اساسية لها و اولهما انه من غير الضروري ان تكون مضمونة بأي اصل من اصول المؤسسة فالضامن الاساسي للمتعاملين فيها هو سمعة المؤسسة و مكانتها التي بفضلها قبلت البنوك التجارية الالتزام بسداد قيمة تلك الاوراق في تاريخ الاستحقاق، ثانيها ان التزام البنوك بالسداد يجعل مخاطر الاستثمار في تلك الاوراق محدودة، ومن ثم يصبح من المتوقع ان يكون معدل الفائدة الذي تحمله منخفضا و يعادل تقريبا معدل الفائدة على الكمبيالات.

**4- القبولات المصرفية:** تعتبر القبولات المصرفية من الاوراق المالية المتعارف عليها لدى المصارف، وتسمى بالكمبيالات، وهي عبارة عن اداة دين تصدر من قبل شركات او افراد لمستفيدين اخرين و تلتزم الشركة المصدرة بسداد القيمة المحددة بالورقة المالية في زمن محدد لاحقا، وتتم المصادقة عليها من قبل اي مصرف، و عادة ما يكون مصرف الشركة المصدرة لهذه الورقة، و تضي هذه المصادقة الاطمئنان و الثقة لدى حاملها، ويتم الاقبال عليها.

و بإمكان المستفيد الحامل للورقة عند الحاجة للسيولة القيام بإعادة بيعها قبل الاستحقاق بخصم و يتناقص هذا الخصم باقتراب اجل الاستحقاق، او الاحتفاظ بها حتى الاستحقاق، وعند عسر المصدر على التسديد عند الاستحقاق فان المصرف الذي قام بالتصديق عليها ملزم بسدادها على ان يقوم بخصمها من المصدر لاحقا.

#### **5- قرض فائض الاحتياطي الالزامي:**

ويعني الزيادة التي تتجاوز قيمة الودائع المودعة من قبل المصارف التجارية لدى المصرف المركزي كاحتياطي الزامي، وعادة ما يتم اقراض هذا الفائض لمصارف اخرى تعاني من انخفاض في نسبة الاحتياطي الزامي لدى المصرف المركزي، ويتم الاقتراض لمدة يوم و قد يجدد يوميا عند الحاجة لذلك.

#### **6- اتفاقيات اعادة الشراء:**

تمثل اتفاقيات اعادة الشراء احد اساليب الاقتراض التي يلجا اليها التجار المتخصصون في شراء و بيع الاوراق المالية لتمويل مخزون اضافي من اوراق مالية سهلة التسويق وذلك بمدة قصيرة جدا، و بمقتضى

هذا الاسلوب يلجا التاجر الى احد السماسرة المتخصصين في تلك الاتفاقيات ليبرم له اتفاقا مع احد المستثمرين الذي يبحث عن فرصة الاقراض اموال فائضة لديه.

ووفقا للاتفاق يبيع التاجر للمستثمر - بصفة مؤقتة - اوراقا مالية بما يعادل قيمة المبلغ الذي يحتاجه، كما يقوم في نفس الوقت بإبرام صفقة اعادة شراء تلك الاوراق من ذات المستثمر بسعر اعلى قليلا من السعر الذي باع له به هذه الاوراق.

و هكذا لا يخرج اتفاق اعادة الشراء عن كونه قرض قصير الاجل بضمان الاوراق المالية التي يتضمنها الاتفاق.

**7- ودائع اليورودولار Eurodollars:** مصطلح اليورو دولار Eurodollars، يعني ودائع الدولار في بنوك خارج الولايات المتحدة الامريكية و خاصة البنوك الاوروبية. ولقد ظهرت هذه السوق نتيجة للطلب المتزايد على الدولار بسبب انخفاض معدلات الفائدة على القروض التي تمنحها البنوك الاوروبية مقارنة بما هو عليه في البنوك الامريكية من جهة، ومن جهة اخرى اقبال الشركات المتعددة الجنسية على الدولار بسبب امتداد نشاطاتها الى اوروبا و اسيا و الشرق الاوسط و مناطق أخرى، اضافة الى طلب الحكومات على الدولار وطلب البنوك الامريكية الام لمواجهة احتياجاتها من اجل تغطية الاحتياطي الالزامي لدى البنك المركزي الامريكي او لأغراض السيولة.

وكان تحرك الدولار من الولايات المتحدة الامريكية الى البنوك الاوروبية نتيجة قيام البنوك و الشركات الامريكية بسحب جزء من ودائعها في الولايات المتحدة الامريكية وإعادة ايداعها في البنوك الاوروبية لأسباب منها : ارتفاع معدلات الفوائد على الودائع لأجل في البنوك الاوروبية عن معدلات الفوائد التي تمنحها البنوك الامريكية بسبب تحمل البنوك الاوروبية كلفة بالمقارنة مع البنوك الامريكية و التي تتمثل في متطلبات الاحتياطي الإلزامي اضافة الى تأثير قاعدة Q(Regulation Q)، والتي كانت تنص على تحديد سقف لسعر الفائدة على الودائع في البنوك الامريكية<sup>1</sup>.

**8- شهادات المديونية و كمبيالات الخزينة :** الهيئات الرسمية المسؤولة عن تسيير الشؤون المالية من جذب اكبر عدد من الراغبين في الاستثمار في الاوراق المالية الحكومية عادة ما تصدر اوراقا مالية يطلق عليها كمبيالات الخزينة تحمل تواريخ استحقاق متباينة تتراوح من سنة وسبع سنوات حتى يجد كل راغب في الاستثمار بغيته، ويحصل حاملها على فوائد نصف سنوية، وكأي اصدار حكومي اخر عدا سندات

<sup>1</sup> عبد النافع الزرري، غازي فرح، الاسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الاردن، 2000، ص 40.

الادخار يتوافر لتلك السندات سوق ثاني نشط من خلال بيوت سمسة متخصصة يسهل فيه تحويلها الى نقدية في اي وقت<sup>1</sup>.

### المبحث الثاني : الادوات المالية المتداولة في سوق راس المال

الاوراق المالية هي عبارة عن اصول مالية او صكوك تمثل الحق القانوني والمالي لحامل الورقة المالية تجاه الشركة المصدرة لها، وهذه الاوراق هي سندات او صكوك او اسهم تعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من الربح او العائد او الحقين معا. ويمكن تقسيم ادوات سوق الاوراق المالية الى ثلاث مجموعات اساسية هي :

### ادوات الملكية، و ادوات الدين و المشتقات المالية Derivatives

#### المطلب الاول : ادوات الملكية - الاسهم Stocks

السهم حق ملكية، اي انه حصة في راس المال الشركة، حيث يتكون رأسمال الشركة من عدد من الحصص متساوية القيمة، يسمى كل منها سهما، والسهم عبارة عن صك يؤكد ملكية حامله لحصة في رأسمال الشركة تعادل المبلغ الذي دفعه، ويحدد النظام الاساسي للشركة القيمة الاسمية للسهم، كما ان السهم يعتبر وحدة واحدة ولا يوجد جزء من السهم، اي لا يوجد ربع سهم و لا نصف سهم، ويمنح السهم لمالكة ثلاثة حقوق رئيسية هي<sup>2</sup>:

- حق التصويت في الجمعيات العمومية
- الحق في الارباح الموزعة
- الحق في القيمة المتبقية عند التصفية
- حق الاكتتاب في الاسهم الجديدة التي تطرحها المؤسسة

وتنقسم ادوات الملكية بدورها الى نوعين هما : الاسهم العادية و الاسهم الممتازة.

#### اولا : الاسهم العادية Common Stock

تعتبر الاسهم العادية سند ملكية في الشركات المساهمة و شركات التوصية بالاسهم و تعد الاسهم عامة من الاصول المالية طويلة الاجل، حيث انه ليس لها تواريخ استحقاق محددة طالما ان الشركة قائمة ومستمرة.

<sup>1</sup> منير ابراهيم الهندي، الاوراق المالية و اسواق راس المال، مرجع سبق ذكره، ص 58.

<sup>2</sup> عنايات النجار، وفاء شريف، مرجع سبق ذكره، ص 25.

## 1- تعريف الاسهم العادية

هي النوع الشائع من صكوك الملكية ( الاسهم )، و يعتبر مالكوها ملاكا للشركة المصدرة لها. وتتميز الاسهم العادية بأنه ليس لها تاريخ استحقاق محدد، حيث يستمر وجودها طالما ظلت الشركة قائمة، وصاحب السهم هو شريك في راس المال بنسبة قيمة الاسهم التي يحملها.

وحاملو الاسهم العادية يشتركون في الارباح الموزعة طبقا لما يقرره مجلس الادارة و توافق عليه الجمعية العمومية، وهذه الارباح ليست ثابتة من سنة الى اخرى، وانما تتغير بتغير نتيجة الاعمال، وقد يرى مجلس ادارة الشركة في بعض الاحيان عدم توزيع ارباح على المساهمين و احتجازها بالشركة لمواجهة متطلبات ضرورية او لتمويل الانشطة المستقبلية للشركة، كما ان اصحاب الاسهم العادية يتحملون الخسائر بنسبة مشاركتهم في راس المال.

وكل سهم له حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة، وعند تصفية الشركة، فان اصحاب الاسهم العادية لا يحصلون على اي شيء من حصيلة بيع اصول الشركة إلا بعد سداد مستحقات جميع الاطراف الاخرى مثل الدائنين و الموردين.

2- حقوق حملة الاسهم العادية<sup>1</sup>:

تتميز الاسهم العادية بالعديد من الخصائص اهمه :

- أ- الحصول على جزء من ارباح الشركة ( التوزيعات ).
- ب- المشاركة في اتخاذ القرارات ( التصويت): كانتخاب مجلس الادارة او تعديل النظام الاساسي او تعديل راس المال، وأيضا المشاركة في الجمعيات العمومية العادية و غير العادية.
- ت- الاولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة.
- ث- امكانية التصرف بالأسهم.
- ج- الحصول على جزء من موجودات الشركة في حالة تصفيتها وهذا بعد سداد حقوق الدائنين وأصحاب الاسهم الممتازة.

<sup>1</sup> مروان عطوان، الاسواق النقدية والمالية " البورصات و مشكلاتها في عالم النقد"، ط1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص 84.

## 3- القيم المختلفة للاسهم العادية

للسهم العادي قيمة اسمية و قيمة دفترية و قيمة سوقية :

أ- **القيمة الاسمية : Par Value** هي القيمة المدونة على قسيمة السهم، ويتم تحديدها من قبل الشركة المصدرة للسهم، وتكون منصوصا عليها في عقد تأسيس الشركة، وهي ثابتة لا تتغير إلا اذا اقرت الجمعية العمومية غير العادية للشركة ذلك<sup>1</sup>.

ب- **القيمة الدفترية : Book Value** ان القيمة الدفترية للشركة المساهمة هي عبارة عن قيمتها حسب سجلاتها المحاسبية، و بالتالي فان القيمة الدفترية للأسهم ما هي إلا عبارة عن قيمة هذه الاسهم حسب هذه السجلات، فإذا كانت الشركة تصدر نوعا واحدا من الاسهم فان القيمة الدفترية لهذه الاسهم العادية تكون مجموع راس المال المساهم و الاحتياطات والارباح غير الموزعة اي حقوق المساهمين و تكون القيمة الدفترية للسهم هي هذا المجموع مقسوما على عدد الاسهم<sup>2</sup>.

ت- **القيمة السوقية Market Value** هي القيمة التي يتم تداول السهم بها في البورصة، وتتغير طبقا لمعدلات ارباح الشركة و و ظروف العرض و الطلب و نمط التداول الاوراق المالية بالبورصة، وقيمة الاسهم السوقية قد تكون اكبر من او اقل من القيمة الدفترية او القيمة الاسمية.

## ثانيا : الاسهم الممتازة Preferred stoks

يطلق على الاسهم الممتازة الاوراق المالية المهجنة حيث انها تجمع في خصائصها بين الاسهم والسندات، وهي اسهم تصدرها الشركات الى جانب الاسهم العادية، وقد سميت اسهما ممتازة لأنها تختلف عن الاسهم العادية في ان لها حق الاولوية على الاسهم العادية في الحصول على حقوقها.

1- من خصائص الاسهم الممتازة<sup>3</sup>:

- تقع هذه الاسهم بين الاسهم العادية والديون، حيث يتحدد لها توزيعات ارباح معروفة مقدما لحامل هذا السهم.
- لا يوجد التزام قانوني بدفع هذه التوزيعات، و تدفع فقط في حالة اقرار مجلس الادارة بذلك.

<sup>1</sup> عنايات النجار، وفاء شريف، مرجع سبق ذكره، ص 29

<sup>2</sup> Gaston defosse et Pierre bally , **La bourse des valeurs** , edition bouchene , 1990 , p 34.

<sup>3</sup> السيد متولي عبد القادر، **الاسواق المالية و النقدية في عالم متغير**، دار الفكر، عمان، الاردن، 2010، ص 148

- حملة الاسهم الممتازة لهم الاولوية على حملة الاسهم العادية فيما يتعلق بالحصول على الارباح الموزعة و الاموال الناتجة عن تصفية اعمال الشركة في حالة التصفية.
- هناك حد اقصى لمقدار العائد الذي يمكن لحامل السهم الممتاز ان يحصل عليه و يحدد بنسبة مئوية معينة من القيمة الاسمية.
- غالبا لا يكون حق التصويت الدائم لحملة الاسهم الممتازة
- لا نصيب للسهم الممتاز في الأرباح المحجوزة للشركة.

وعموما تمثل الاسهم الممتازة استثمارا اقل خطورة من الاسهم العادية، اذ عادة ما تتحدد توزيعات الارباح على حملة الاسهم الممتازة بنسبة مئوية محددة مقدما من القيمة الاسمية للسهم، ويتم توزيعها قبل اجراء اية توزيعات على حملة الاسهم العادية، و يحصل حامل الاسهم الممتازة على هذا النصيب اذا قررت الادارة اجراء توزيع ارباح على المساهمين العاديين، ولكن ذلك لايعني ضمان اجراء توزيع ارباح بهذا القدر في كل عام، فالأرباح التي يجري توزيعها دوريا تتوقف على وجود ارباح قابلة للتوزيع و الاعتبارات المالية المحيطة بتوافر النقدية اللازمة لدفع الأرباح و صدور قرار بذلك من الجمعية العامة بناء على توصية مجلس الادارة و بالتالي فليس هناك التزام على الشركة المساهمة بتوزيع الارباح إلا بعد الاعلان عنها للمساهمين<sup>1</sup>، و بالتالي فان توزيعات الارباح على الاسهم الممتازة ليست ملزمة للشركة، و بالتالي فان اصحاب هذه الاسهم ليس لهم الحق في الحصول على اية توزيعات اذا كانت ارباح الشركة لا تكفي لذلك.

**2- انواع الاسهم الممتازة :** هناك عدة خصائص قد ترتبط بالأسهم الممتازة التي تصدرها الشركة المساهمة خصوصا ما يتعلق بتوزيع الارباح، و نورد اهم الخصائص و الانواع في الاتي:

#### ا- الاسهم الممتازة المشاركة

احيانا ما تعطي ميزة اضافية لحملة الاسهم الممتازة، وذلك بإعطائها الحق، ليس فقط في التمتع بأفضلية عند توزيع الارباح بتحديد معدل معين لربح السهم الممتاز، انما ايضا الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الارباح الموزعة بعد توزيع المعدل المقرر لأرباح الاسهم الممتازة.

**ب- الاسهم الممتازة المجمعة للأرباح:** على الرغم من ان هناك حدا لنصيب السهم الممتاز في الارباح السنوية يتمثل في نسبة مئوية محددة مقدما من القيمة الاسمية او مبلغ محدد كنصيب للسهم في الربح،

<sup>1</sup> احمد سعد عبد اللطيف، بورصة الاوراق المالية، كلية التجارة - جامعة القاهرة، مصر، 1998، ص158.

إلا انه ليس شرطاً ان يحصل المساهم الممتاز على الربح المقرر في كل عام إلا اذا اعلن عن توزيع الأرباح وهنا يثار السؤال هل يسقط حق المساهم الممتاز في الربح السنوي اذا لم تعلن الشركة عن توزيع الارباح ؟

وفي هذا تختلف الاسهم الممتازة مجمعة الارباح عن تلك غير مجمعة الأرباح، فالسهم الممتاز مجمع الارباح يضمن للمساهم الحصول على جميع التوزيعات المقررة للسهم بما فيها السنوات السابقة التي لم يعلن فيها عن أرباح، ويسبق المساهمين العاديين في توزيع الارباح متى قررت الشركة اجراء توزيعات و تسمى الارباح المقررة للأسهم الممتازة مجمعة الارباح عن السنوات التي لم يجرى فيها توزيع ارباح " بتوزيعات الارباح المتأخرة".<sup>1</sup>

ج- الاسهم الممتازة القابلة للتحويل: يعني هذا انها قابلة للتحويل الى اسهم عادية، و هذا طبعا اذا كان ينص عليه قانون الشركة، ففي حالة الشركات المزدهرة، فان الاسهم العادية تكون احسن من الاسهم الممتازة، فيمكن لحملة هذه الاسهم الممتازة ان يحولونها الى اسهم عادية، اذا كان ينص عليه قانون الشركة.

ح- الاسهم الممتازة المضمونة الارباح في هذه الحالة، الاسهم الممتازة تأخذ حصتها من الارباح او العائد، بحيث يكون محدد مسبقا و حتى في حالة ما اذا كانت الشركة لم تحقق ارباحا، فيتم التوزيع عليها ارباحا تحدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية.<sup>2</sup>

### المطلب الثاني- ادوات الدين، السندات Bonds:

#### اولا - تعريف السندات:

السند Bonds يمثل احد الادوات المالية التي تمثل مديونية على من اصدرها و تعطي لمن يحوزها دخل دوري ثابت، وتتضمن السندات جدولا محددًا من المدفوعات المستقبلية، وتختلف فيما بينها لاختلاف معدل العائدة الذي تتعهد المنشأة المصدرة بدفعه، والذي يتحدد تبعا لطول فترة الاستحقاق، قيمة السند و المعاملة الضريبية.

#### وتشمل السندات :

أ- الكوبون: و هو عبارة عن الدخل الذي يحصل عليه حامل السند و يتحدد معدله بأسعار الفائدة السائدة في سوق السندات و التي لها درجة المخاطرة نفسها.

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص 186

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 149

ب- القيمة الاسمية: وهي القيمة المدونة على السند و التي يتعهد مصدر السند بردها الى حامل السند في تاريخ الاستحقاق.

ت- شروط نقل الملكية: لا يتم نقل الملكية السند القابل للتداول إلا من خلال اجراءات معينة لنقل القيد من سجلات الشركة.

ثانيا - انواع السندات : يمكن تصنيف السندات طبقا لمعايير عدة منها

- التصنيف طبقا لجهة الإصدار: يمكن تقسيم ادوات الدين تبعا لجهة الاصدار الى : ادوات دين حكومية، وأدوات دين غير حكومية

1- ادوات الدين الحكومية : تلعب الاوراق المالية الحكومية دورا هاما في الاقتصاد الكلي فبالإضافة الى اهميتها المالية باعتبارها مصدر غير تضخمي لتمويل الميزانية العامة بتكلفة معقولة اذا ما قورنت بمصادر التمويل الاخرى كالقروض من البنوك التجارية، فإنها تكتسب اهمية خاصة في مجال تطبيق السياسة النقدية، حيث تتحكم البنوك المركزية في كمية النقود المتداولة من خلال شراء و بيع الاوراق المالية الحكومية فيما يعرف بعمليات السوق المفتوحة<sup>1</sup>.

و يمكن تقسيم الاوراق المالية الحكومية الى اذون الخزينة، والسندات الحكومية:

أ- اذون الخزينة : تعد اذون الخزينة اكثر ادوات سوق النقد سيولة و قابلية للتسويق، وهي بمثابة اداء تلجا اليها الحكومات لتمويل احتياجاتها الموسمية لمواجهة نفقاتها العامة، ويتم شراء اذون الخزينة بخصم من القيمة الاسمية لها، وعند انتهاء اجل الاذون يحصل حائزها على القيمة الاسمية لها، ويكون الفرق بين سعر الشراء و القيمة الاسمية بمثابة عائد على الاستثمار في تلك الاذون.

وعادة ما يتم اصدار اذون الخزينة لاجال تتراوح بين 91 يوما و 182 يوما.

ب- السندات الحكومية ( سندات الخزينة): تمثل السندات الحكومية صكوك مديونية او ادوات استثمار متوسطو و طويلة الاجل، تصدرها الحكومات بهدف الحصول على الموارد غير تضخمية لتغطية العجز في الموازنة العامة او بهدف مكافحة التضخم.

<sup>1</sup> عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 71

يتراوح تاريخ استحقاقها بين 07 و 30 سنة، وتعد سندات الخزينة من الادوات المالية القابلة للتنازل حيث يحق لحاملها بيعها الى طرف اخر دون انتظار تواريخ الاستحقاق، فقد تتضمن تلك السندات حق الحكومة في استدعاء السند بقيم و تواريخ محددة سلفاً<sup>1</sup>.

2- **سندات الشركات:** تمثل سندات الشركات Corporate Bonds اهم ادوات الدين غير الحكومية، وهي تمثل صكوكا قابلة للتداول يعتبر حاملها دائنا في مواجهة الجهة المصدرة، وله الحق في الحصول على دخل ثابت يدفع سنويا او نصف ثانوي دون النظر للدخل الذي حققته الشركة.

و لحملة السندات الحق في الحصول على الفوائد قبل دفع اي توزيعات لحملة الاسهم الممتازة و العادية كما لهم الاولوية في الحصول على كافة حقوقهم في حالة تصفية الشركة، وبخلاف حملة الاسهم العادية فان حملة السندات ليس لهم الحق في حضور الجمعية العمومية و ليس لهم حق التصويت و التدخل في مجلس الادارة.

3- **سندات المؤسسات العالمية كالبنك الدولي:** و التي يجري اصدارها و عرضها و تداولها في مختلف الاسواق المالية عبر المؤسسات المصرفية المختلفة، ويمكن عن طريق هذه السندات تجميع المدخرات و خاصة في فترات توافر الفوائض المالية المتاحة للدول المصدرة للبترو، ومن خلال المؤسسات المذكورة نفسها يمكن توفير التسهيلات الائتمانية ( القروض ) ذات الاجال المتباينة لتمويل الاستثمارات او لتغطية العجز في موازين المدفوعات للدول التي هي بحاجة الى هذه الاموال<sup>2</sup>.

- **التصنيف طبقا لتاريخ الوفاء بقيمة السند :** يتم تصنيف السندات من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها وفق مايلي<sup>3</sup> :

1- **السندات الدائمة :** وهي سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدد و الوسيلة الوحيدة للتخلص من هذا السند هو بيعه لشخص آخر وهذا لا يمنع المنشأة المصدرة من شراء السندات التي اصدرتها من السوق مباشرة.

2- **السندات ذات تاريخ الاستحقاق المحدد:** وهي سندات التي لها تاريخ استحقاق و في هذا التاريخ يتقدم حامل السند الى المنشأة المصدرة لكي يسترد القيمة الاسمية للسند.

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، اساسيات الاستثمار في الاوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص: (29-30).

<sup>2</sup> هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 116.

<sup>3</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 142.

- 3- **السندات القابلة للاستدعاء** : وهي سندات تعطي للجهة المصدرة الحق في سداد السندات قبل تاريخ استحقاقها، وتقوم المنشأة المصدرة بممارسة حق الاستدعاء اعتمادا على سعر الفائدة السائد في السوق.
- 4- **السندات ذات العائد الصفري** : هذا النوع من السندات لا يمنح المستثمر فوائد دورية و إنما يحصل المستثمر على فوائد عند تاريخ الاستحقاق او عند بيع السند، وتتمثل الفائدة على هذا النوع من السندات في الفرق بين القيمة التي اشترى بها المستثمر و القيمة الاسمية التي يبيع بها السند.
- 5- **السندات ذات معدل الفائدة المتحرك**: يتم في تعديل معدل الكوبون بصورة دورية لكي يعكس اثر التضخم، لان التضخم يجعل الفائدة المحل عليها غير كافية لتعويض المستثمر.
- 6- **السندات الرديئة** : يقصد بها تلك السندات التي يرفع مقدار المخاطرة المرتبطة بالعائد المتحقق.
- 7- **السندات القابلة للتحويل**: يعني ان السندات المصدرة يمكن تحويلها الى اسهم عادية، وهي اما اختيارية اي برغبة حامل السند، او اجبارية عن طريق استدعاء حملة تلك السندات.
- 8- **السندات المضمونة** : وهي سندات مضمونة برهن أصل ثابت كالأراضي، العقارات، الآلات، أو رهن أوراق مالية لشركات أخرى، ولذلك ستوفى قيمتها عند التصفية من الأصل الضامن لها، فإذا لم تف هذه الأوراق بمقدار الدين الكامل، يدخل حملة هذه السندات بعد ذلك كدائنين عاديين في عمليات التصفية.
- 9- **السندات غير مضمونة** : الضمان الوحيد الذي يتوفر لحماية هذا النوع من السندات يتمثل في حق الالوية الذي يمتاز به الدائنين الاخرين للشركة المصدرة ، وهي اكثر مخاطرة من السندات المضمونة<sup>1</sup> .
- 10- **سندات ذات علاوة**: هي سندات تعطي الحق لمالكها في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه في الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص: 63.

<sup>2</sup> مرجع سبق ذكره، ص 63.

## المطلب الثالث : المشتقات المالية Derivatives

## اولا: مفهوم المشتقات المالية

بالرجوع الى التعريفات المقدمة لعقود المشتقات نجدها كثيرة، نورد فيمايلي أهم التعريفات التي تناولتها المراجع الأجنبية والمؤسسات الدولية فيما يتعلق بالمشتقات المالية:

فهي تعرف على انها " إن المشتقات ليست أصولا مالية، و ليست أصولا عينية و إنما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها تمثل ترتيبات بين طرفين احدهما بائع و الآخر مشتري، ويترتب عليها حقا لطرف و التزاما على الطرف الآخر".

هذا وقد عرفها بنك التسويات الدولية على انها " عقود تتوقف قيمتها على اسعار الاصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تتطلب استثمار اصل مالي في هذه الاصول، و كعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على اساس الاسعار او العوائد، فان انتقال الملكية الاصل محل التعاقد و التدفقات النقدية يصبح امرا غير ضروري"<sup>1</sup>.

وعرفت المشتقات المالية على انها عبارة عن عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية ( حسابات نظامية ) و تتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها<sup>2</sup>.

اما السلطات النقدية في هونج كونج فقد توسعت نسبيا في تحديد ماهية المشتقات على الوجه التالي :

" المشتقات هي أدوات مالية تشتق قيمتها من الأوراق المالية محل التعاقد أو من السلع أو مؤشرات الأسعار، و يمكن استخدامها للتحوط أو المضاربة، إلا أنها قد تؤدي إلى زيادة مخاطر الائتمان و أساليب الاحتيال فضلا عن المخاطر السوقية"<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية و دورها في ادارة المخاطرة و دور الهندسة المالية في صناعة ادواتها، دراسة مقارنة بين نظم الوضعية و احكام الشريعة الاسلامية، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص 59.

<sup>2</sup> مرجع سبق ذكره، ص 59.

<sup>3</sup> مرجع سبق ذكره، ص 59

كما تعرف المشتقات المالية على انها عبارة عن عقود فرعية تبنى او تشتق من عقود اساسية لادوات استثمارية ( اوراق مالية، عملات اجنبية، سلع.....الخ) لينشا عن تلك العقود الفرعية ادوات استثمارية مشتقة و ذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية<sup>1</sup>.

وتعتبر المشتقات المالية على انها منتجا من منتجات الهندسة المالية و تعرف على انها عقود تشتق قيمتها من قيمة الاصول المعنية ( اي الاصول التي تمثل موضوع العقد )، و الاصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الاسهم و السندات و السلع و العملات الاجنبية، و تسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب او خسائر اعتمادا على اداء الاصل موضوع التعاقد.<sup>2</sup>

و تعرف المشتقات المالية ايضا انها ليست اصولا مالية، وليست اصولا عينية و انما هي عقود كسائر انواع العقود المتعارف عليها و يترتب عليها حقا لطرف و التزاما على الطرف الاخر.

و تعرف المشتقات المالية على انها اداة مالية تشتق قيمتها من سعر او معدل عقد او مؤشر مالي، و هذا السعر او المعدل الاساس يمكن ان يكون سعر ورقة مالية محددة او سعر صرف اجنبي او سعر سلعة او معدل فائدة او مؤشر اسعار او معدلات.

و المشتقات أدوات تستعمل لتغيير مستوى المخاطر التي تتعرض لها المنظمات أو قد تحول المخاطرة من شكل لأخر، وأحيانا يزيد استعمالها من مستوى المخاطرة، عندما تستعمل في عمليات المضاربة للاستفادة من حركة بعض المتغيرات الاقتصادية.

و تستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض و تشمل إدارة المخاطر، و التحوط ضد المخاطرة و المراجعة بين الأسواق و أخيرا المضاربة.

و هناك انواع متعددة للمشتقات المالية اهمها<sup>3</sup>:

أ- العقود الاجلة و المستقبلات Foreword and future Contrats

ب- عقود الخيارات Option Contracts

<sup>1</sup> مقال على شبكة الانترنت، اضاءات مالية مصرفية، المشتقات المالية، تاريخ الاضطلاع 10-10-2019، ص 01.

<sup>2</sup> سمير محسن، المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة منتوري قسنطينة، 2005-2006، ص 35.

<sup>3</sup> شقيري نوري موسى، مرجع سيق نكره، ص 170

- ت- عقود المبادلات Swaps Contrats  
 ث- عقود التعهدات Warrant Contracts  
 ج- السندات القابلة للتحويل Convertible Bonds  
 ح- المشتقات الائتمانية Credit Derivatives  
 خ- المبادلات على الخيارات Swaption Contracts
- ثانيا : اهمية استخدام المشتقات المالية و مخاطرها

ان للمشتقات المالية اهمية كبيرة نوجيزها فيمايلي<sup>1</sup> :

- 1- تقديم خدمة التغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية
  - 2- اداة لاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر
  - 3- اتاحة فرصة افضل لتخطيط التدفقات النقدية
  - 4- اتاحة فرص استثمارية للمضاربين
  - 5- تيسير و تنشيط التعامل على الاصول محل التعاقد
  - 6- سرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية
- رغم ان التعامل في المشتقات يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في العائد واسعار الصرف واسعار السلع الا انه و بحكم طبيعة هذه الادوات و ارتباطها بالتوقعات جعلها تشكل مخاطر في حد ذاتها، ويمكن القول انه هناك مجموعتين من المخاطر المرتبطة بعقود المشتقات<sup>2</sup>:

- 1- المخاطر التقليدية: ومن انواعها نجد
  - أ- مخاطر السوق
  - ب- المخاطر الائتمانية
  - ت- المخاطر التشغيلية او التنظيمية
  - ث- المخاطر القانونية
- 2- المخاطر الخاصة : ومن انواعها نجد
  - أ- مخاطر الارتباط

<sup>1</sup> منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في ادارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق و المشتقات المالية، ج2، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2003، ص ص: (12 - 24)

<sup>2</sup> بزاز حليلة، المشتقات المالية المفهوم، الاهمية، المخاطر، جامعة الامير عبد القادر للعلوم الاسلامية، 2012، ص 150.

ب- مخاطر نسبة الحماية

ت- مخاطر السيولة

ث- مخاطر التسعير

ج- مخاطر الرفع المالي

ثالثا : عقود الخيارات، المستقبليات و المبادلات

### 1- عقود الخيارات:

تعد الخيارات من الموضوعات التي نالت و مازالت تلقى اهتماما كبير على المستويين الاكاديمي و المهني و ان هذا الاهتمام المتزايد نابع من اهميتها و من تنوع ابعادها واستخداماتها كونها تخدم اهداف المستثمرين و المتحوظين.

عقد الخيار هو عقد بين طرفين مشتري الخيار و بائع الخيار ( محرر الخيار) و يعطي العقد للمشتري الحق في ان يشتري او ان يبيع من او الى محرر الخيار عدد من وحدات اصل حقيقي او مالي بسعر يتفق عليه لحظة توقيع العقد على ان يتم التنفيذ لاحقا، و يكون المشتري مخيرا في ان ينفذ بنود العقد او لاينفذ العقد اما البائع الخيار ( المحرر) فيكون ملزما بالتنفيذ اذا رغب المشتري الخيار بذلك، على ان يدفع مشتري الخيار لمحرر الخيار مكافاة ( علاوة ) مالية غير قابلة للرد، كما انها ليست جزءا من الصفقة في حال نفذ.

ويمكن توضيح مفاهيم عقود الخيار من خلال الجدول التالي: <sup>1</sup>

لقد ورد مفهوم عقود الخيار في قاموس oxford بانه الحق في الشراء او البيع بوقت محدد في المستقبل.

ويعرف ايضا بأنه الاتفاق بين البائع و المشتري الذي يعطي الحق لحامله في بيع او شراء و ثيقة مالية او اي عقد مستقبلي بسعر يتفق عليه الطرفان في تاريخ محدد او قبل انتهاء صلاحية العقد.

وهو غير ملزم بالتنفيذ لحامله ( مالك الخيار ) فله الحق بالامتناع عن التنفيذ اما الطرف الاخر فهو ملزم بتنفيذ الخيار عندما يرغب حامله القيام بالتنفيذ.

<sup>1</sup> شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 171

و تتم هذه العملية مقابل علاوة يدفعها المشتري للبائع ( او كاتب الخيار ) و يتم تسجيل الصفقة باسواق الخيارات او الاسواق المالية التي تتعامل بالخيارات.

و كذلك عرفت عقود الخيارات بأنها اتفاقيات تجري بين طرفين بغرض تداول اصول حقيقية (سلع مختلفة ) او ادوات مالية ( كالاسهم و الادوات ذات العوائد الثابتة و العملات الاجنبية او بعض المؤشرات المالية مثل s et p 500 ) وذلك لتنفيذها في وقت معين و بسعر يتفق عليه الطرفان يعرف بسعر الخيار او التسليم.

و يظهر من التعريفات السابقة بان العديد من الكتاب اتفق على مفهوم عقد الخيار بانه عقد تعطي الحق لحامله ( مالكة ) في شراء او بيع كمية محددة من موجود معين و بسعر متفق عليه وخلال مدة زمنية معينة مقابل دفع ثمن مناسب ( مبلغ العلاوة).

و قد عدد عدد من الدارسين عقود الخيارات لعبة حاصل جمعها صفر ففي هذه اللعبة ما يحصل عليه احد الطرفين يساوي تماما ما يفقده ( يخسره) الطرف الاخر.

و مما تقدم فان عقد الخيار يقوم بتنظيم الاتفاق بين اطراف العلاقة و هما المستثمر ( او حامل عقد الخيار )، و بائع العقد ( او محرره) وهذا العقد يضم مجموعة من العناصر الاساسية هي<sup>1</sup>:

- طرفي العقد اذ ان لكل عقد خيار طرفين هما البائع و المشتري

- تاريخ العقد

-نوع الاصل محل التعاقد

-كمية العقود و كمية الاصول في كل عقد

-سعر التنفيذ او المضاربة وهو السعر المثبت على الموجود الذي يمكن بواسطته شراء الموجود او بيعه عند تنفيذ الخيار

-تنفيذ الخيار و يقصد به الاتفاق اما بيع الموجود او شرائه.

-علاوة الخيار، اذ يحصل المستثمر على الخيار بعد ان يقوم بدفع مبلغ العلاوة و هو المبلغ الذي يدفعه مشتري الخيار لكاتب الخيار سواء كان الخيار خيار الشراء او خيار البيع.

<sup>1</sup> حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوان، على احمد فارس، مشتقات المالية، عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، الاردن، 2011، ص 183.

-و يكون السعر المدفوع لكل من خيار البيع او الشراء في الغالب مقاربا لسعر السوق في الوقت الذي تتم فيه عملية الانفاق، وان مشتر الخيار سوف يخسر العلاوة اذا امتنع عن تنفيذه.

-تاريخ الصلاحية و هو اخر تاريخ يستطيع بواسطته حامل الخيار تنفيذ ذلك الخيار .  
وعند الوصول الى تاريخ الانتهاء فان حامل الخيار سوف ينفذ الخيار حتى اذا كانت هناك زيادة قليلة في السعر بالنسبة لخيار الشراء او انخفاض قليل فس السعر بالنسبة الى خيار البيع و ذلك لتقليل الخسائر الى ادنى حد و يستطيع مشتري الخيار ان يقوم بالاتي :

- تنفيذ الخيار

- بيع الخيار لمشتري اخر

- ترك الخيار لتنتهي صلاحيته

**2- المستقبلات :** هي عقود قانونية او رسمية يجري ترتيبها في اسواق منظمة لتؤكد تعهدا بالتسليم الى المشتري او بالاستلام من البائع و ذلك لكمية ونوعية تم الاتفاق عليها من اصل استثماري معين في وقت و مكان محددين في المستقبل، وتجري كافة التقديرات حسب التوقعات السوقية وقت التسليم<sup>1</sup>.  
وهي عقود معيارية واتفاقية تجهيز يمكن تحويلها الى تاريخ تسليم أجل، وبحجم ومقدار محدد من سلعة معينة و بسعر محدد.

فالسعر المستقبلي لهذه الصفقة يكون عند تاريخ استحقاق العقد ويتم تحديده اليوم، المتاجرة بالعقود المستقبلية تعني التزامات مالية تنشأ بين المشتريين والبائعين.

العقود المستقبلية عبارة عن عقود قانونية و تستخدم لتغطية انواع متعددة من السلع على وفق تاريخ تسليم في المستقبل و بسعر محدد للوحدة بالنسبة للسلع. كذلك ويرى Eales بان مفهومها الجوهري يشبه العقود الاجلة فهما يشيران الى اتفاق بين طرفين يتعهدان بالمبادلة بينهما في تاريخ مستقبلي محدد و بسعر محدد الان.

كذلك عرف باشماله على السلع و الادوات المالية العقد المستقبلي هو اتفاق تعاقدية و هو يطلب لتسليم سلع اساسية معينة او اوراق مالية في تاريخ مستقبلي و بسعر محدد حاليا.

ويعرف ايضا بانه : اتفاق معياري لبيع او شراء سلع معينة و بوقت محدد في المستقبل و يحدد السعر من خلال الصوت المسموع Open outcry في البورصة. ويركز هذا التعريف على نقطتين هما ان العقد

<sup>1</sup> هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 152.

المستقبلي هو معياري و السعر يتغير باستمرار في البورصة و تعرف العقود المستقبلية من حيث كونها قانونية بأنها عقود قانونية Legal تشترط لتغطية انواع من السلع و التاريخ المستقبلي للسلعة هو تاريخ التسليم و بسعر معين للوحدة الواحدة و بمقدار معين من السلع.

وتتم المتاجرة بالعقود المستقبلية من خلال الاسواق المنظمة Organized exchange و العقود المستقبلية وهي عقود قانونية حيث تتم بوجود طرفين يمثل الاول صاحب المركز القصير و هو البائع الذي يقوم بتسليم السلعة عند استحقاق اجلها و الثاني يمثل المركز الطويل و هو المشتري الذي يقوم باستلام السلعة عند تاريخ استحقاقها، ويمكن للبائع Seller تسوية التزاماته الخاصة بالمركز من خلال تسليم الموجود الاساسي او الرجوع الى السوق و شراء عقود عكسية Offsetting contracts من خلال البورصة، اما المشتري Buyer فيمكنه تسوية مركزه من خلال استلام الموجود الاساسي او بواسطة بيع عقود عكسية<sup>1</sup>.

وعليه يجب ان يشتمل العقد المستقبلي على اطراف تتمثل في البائع و المشتري، محل التعاقد ( نوع الاصل محل العقد)، الكمية، سعر التنفيذ او سعر التسوية، تاريخ التعاقد، تاريخ التسليم مكان و طريقة التسليم.

و تتسم عقود المستقبلات بخصائص عديدة نذكر منها<sup>2</sup> :

- يتم الشراء في العقود المستقبلية بسعر محدد متفق عليه مسبقا في تاريخ التعاقد، على ان يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد، و بذلك يتم تجنب او تخفيض مخاطر تقلب الاسعار و تغييرها Price Risk اذ لا ينظر الى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ والذي قد يكون مرتفعا.

- يتم التعامل في اسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح Open Outery عن طريق وسطاء او بيوت مقاصة Clearing Houses توكل اليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يوميا بين طرفي العقد، ومعنى ذلك انها تتداول في السوق الثانوية المنظمة، حيث انه لاسبيل للتعامل في سوق العقود المستقبلية الا من خلال بيوت السمسرة.

- لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي ( المشتري و البائع )، يلزم كل منهما عادة بان يسلم الوسيط في تاريخ نشؤ العقد هامشا معيناً يسمى الهامش المبدئي Initial Margin، تتراوح

<sup>1</sup> حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، مرجع سبق ذكره، ص 36.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 255.

قيمته عادة بين 5-15 % من القيمة الاجمالية للعقد، و لا يتم استرداده الا عند تسوية او تصفية العقد، ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد، ومن ثم يظهر ذلك على رصيد كل منهما في سجلاته.

- في الواقع فان اكثر من 95 بالمائة من العقود القائمة يتم تسويتها من خلال العقود العكسية اذ ان المشتري يقوم ببيع عقد مستقبلي لغرض اغلاق مركزه بينما البائع يقوم بشراء العقود المستقبلية لغرض اغلاق مركزه، ان اطراف العقد يهملون التوقيع و لذلك لا يعرف اطراف العقد بعضهم و بسبب هذا فان مخاطرة تكون قليلة في هذه الحالة بسبب ضمان البورصة لكل من الجانبين في الصفقة و لتغطية مخاطرة هذا الضمان الذي تقوم به البورصة فإنها تقوم بفرض متطلبات الهامش الاولي و التسوية بحسب السوق و هامش التباين او الصيانة<sup>1</sup>.

### 3- المبادلات Swap

لتوضيح فكرة المبادلات نقول : لو ان شركة محمود السيد تمتلك سندات باليورو و تحصل نتيجة لذلك على فوائد باليورو، بينما تملك شركة منار السيد سندات بالدولار و تحصل عنها على فوائد بالدولار، في هذه الحالة قد يتفق محمود مع منا على تبادل هذه الفوائد، بحيث يدفع محمود الى منار الفوائد التي يقبضها باليورو في مقابل ان يقبض على الفوائد الدولارية من منا السيد.

وعليه المبادلات Swap عبارة عن عقود بين طرفين، لتبادل تدفق نقدي، مقابل تدفق نقدي آخر ويتم تحديد ميعاد تسليم التدفق و طريقة الحساب، ويتم استخدام المبادلات للتحوط ضد المخاطر، ولا تخضع هذه العقود لشروط نمطية محددة فقد يملئ كل طرف شروطه، ولذا يتم تداولها في الاسواق غير المنظمة فقط<sup>2</sup>.

و تكمن اهمية عقود المبادلات في دورها الفاعل عند التحوط من المخاطر المختلفة وعند محاولة بلوغ العوائد كافة الاطراف.

ومن بين اسباب استخدام عقود المبادلات :

- الحصول على الفرق بين معدلات الاقراض في الاسواق المعومة و تلك الثابتة لمنشأتين.
- انها اداة لإدارة المخاطرة.

<sup>1</sup> حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوان، علي احمد فارس، مرجع سبق ذكره، ص 3

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 261.

- انها منخفضة التكلفة.

- انها تتمتع بمرونة مالية.

فكثير من المنشآت تضع مرونة المبادلات موضع الاعتبار، فهذه المنشآت تستطيع ان تصدر سندات ذات سعر فائدة معوم اذا ما استشعرت ان اسعار الفائدة تأخذ اتجاها تراجعيا، واذا ما استشعرت نقيض ذلك فانها تقوم بتحويلها الى سندات ذات عائد ثابت.

و تتنوع عقود المبادلات المتعامل بها في الاسواق المالية الى انواع عديدة، ولكن من اهم اشكال المبادلات مايلي:

#### - مبادلات اسعار الفائدة **Interest Rate Swaps**:

و يتمثل في الاتفاق بين طرفين مقترضين، احدهما يدفع فائدة متغيرة، والآخر يدفع فائدة ثابتة، او بين مقرضين، احدهما يقبض فائدة متغيرة، والآخر يقبض فائدة ثابتة، على ان يدفع المقرض الاول للمقترض الآخر، او المقرض الاول للمقرض الآخر فائدة ثابتة عن مبلغ مماثل لمبلغ القرض، في مقابل ان يدفع له الطرف الآخر الفائدة السائدة عن ذلك المبلغ في تاريخ او تواريخ لاحقة، لمدة محددة<sup>1</sup>.

#### - مبادلات عوائد الاسهم **Equity Swap**

وهو العقد الذي يتم فيه الاتفاق بين طرفين على ان يدفع احدهما للآخر معدل العائد لسهم ما، في مقابل ان يدفع له الطرف الآخر معدل العائد لسهم اخر.

- مبادلات العملات **Currency Swaps** وهي مبادلات تقوم على اصول افتراضية يوافق فيها الطرفان على تبادل عملتين عند سعر الصرف السائد ( الحالي ) مقابل سعر الصرف الاجل ( اي في وقت لاحق يحدد مسبقا)<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> مرجع سبق ذكره، ص 262.

<sup>2</sup> هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 171.



## الفصل الثالث

كفاءة سوق الاوراق المالية و عمليات التداول في بورصة

الاوراق المالية

### الفصل الثالث : كفاءة سوق الاوراق المالية و عمليات التداول في بورصة الاوراق المالية

يهدف هذا الفصل الى التعريف بالصفقات التجارية التي يتم تنفيذها ببورصة الاوراق المالية بواسطة السماسرة في ضوء الاوامر التي يتلقاها هؤلاء من المستثمرين حيث يتم التعريف بأنواع العمليات التجارية ( البيع - شراء ) وحجم الصفقات التي تشملها الاوامر وكيفية تحديد سعر امر البيع او الشراء والنطاق الزمني المحدد لتنفيذ الاوامر.

#### المبحث الاول : كفاءة سوق الاوراق المالية و سيولته

من أهم شروط قيام بورصة أوراق مالية فعالة توافرها على درجة عالية من السيولة والكفاءة قصد استقطاب أكبر عدد من المتعاملين فيها، فعندما تكون بورصة الأوراق المالية كفؤة، تتمتع بالعديد من المزايا التي تمكنها من الوصول إلى أهدافها مثل تخفيض متوسط تكلفة الحصول على الأموال وبالتالي توفير مصادر تمويلية بسعر معقول.

#### المطلب الاول - مفهوم كفاءة سوق راس المال :

ان السوق الكفاء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها احدى المنشآت كافة البيانات و المعلومات المتاحة و المتوفرة عنها، سواء في القوائم المالية او السجلات التاريخية لحركة الاسهم، من خلال و سائل اجهزة الاعلام المختلفة حيث يظهر في السوق ما يسمى السعر العادل للورقة المالية، والذي يعكس القيمة المحورية لها، و ينطوي مفهوم الكفاءة بالشكل السابق على ضرورة توافر كافة البيانات و المعلومات المتاحة لجميع المستثمرين و في نفس الوقت، ولكن هذا لايعني تماثل تقديرات المتعاملين فيما يتعلق بالمكاسب المتوقعة و مستوى المخاطر، ذلك ان سوق الاوراق المالية يتضمن انواعا مختلفة من المستثمرين تتباين درجة معرفتهم و خبراتهم في تعاملات اسواق راس المال فهناك :

- المستثمرين المحترفين، وهم يتمتعون بقدر عال من الخبرة، وتحثل تصرفاتهم ضغطا ايجابيا على الاسعار في اتجاه القيم المحورية.
- المستثمرين قليلي الخبرة، و تمثل تصرفاتهم ضغطا سلبيا على الاسعار في اتجاهات بعيدة عن القيم المحورية.

و نتيجة للتفاوت في مستويات الخبرة و دقة التحليل بين مختلف انواع المستثمرين، يكون المتوقع وجود انحراف بين القيم السوقية للورقة المالية و القيم المحورية لها من شأنه ان يخلق فرصا مختلفة لبعض المستثمرين لتحقيق ارباح غير عادية.

و يضاف الى ذلك ان التنافس الشديد بين المكاتب و البيوت المتخصصة في تقديم المعلومات المالية و تحليلها في التوقيت الملائم يحدث استجابة سريعة و فورية في القيم السوقية للورقة المالية لتعكس القيمة المحورية لها دون اتاحة الفرصة لبعض المستثمرين ميزة سبق في تحليل المعلومات و دراستها و الاستفادة منها، و بالتالي تخفي الارباح غير العادية لحد كبير، اي دون انعدامها، نتيجة السوق الكفؤ، حيث تضل الفرصة متاحة لبعض المستثمرين لتحقيق ارباح غير عادية على حساب البعض الآخر كما هو الحال عندما يكون المديرون و كبار العاملين هم حملة الاوراق المالية للمؤسسات التي يعملون بها، حيث تتوافر لهؤلاء قدر كبير من المعلومات و البيانات السرية التي يمكن الاستفادة منها لتحقيق ارباح غير عادية على حساب غيرهم من المستثمرين الذين لم تتح لهم تلك المعلومات و البيانات في التوقيت الملائم، و لذلك فان غالبية التشريعات تضع العديد من القيود على مثل هذه التعاملات و تجعلها غير قانونية<sup>1</sup>.

يعد مفهوم كفاءة بورصة الأوراق المالية امتداد للنظرية الكلاسيكية التي تفترض عدم وجود أرباح غير عادية في ظل ظروف المنافسة، باعتبار أن الاستثمار في الأوراق المالية قائم بالدرجة الأولى على البيانات والمعلومات المتوفرة عن الشركات المصدرة لها. ويعد توفر هذه الأخيرة ودقتها العنصر الأساسي في تحديد الأسعار في البورصة، لأن مشتري الأوراق المالية لا يقوم بتنفيذ عمليات الشراء من خلال الزيارات الميدانية لهذه الشركات والوقوف على أعمالها وطبيعة نشاطها، بل يعتمد على تحليل البيانات والمعلومات المتعلقة بها والمتاحة في النشرات الرسمية لاتخاذ قرار الشراء من عدمه، ولذلك فإن عدم توفرها وعدم تكافؤ فرص الحصول عليها سيؤثر تأثيرا كبيرا على قرارات المستثمرين عند عملية شراء الأوراق المالية أو بيعها.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الاوراق المالية، دراسات نظرية و تطبيقية، عالم الكتب، مصر، 2003، ص 25.

<sup>2</sup> الطاوس حمداوي، هدى بوفيس، دراسة كفاءة بورصة عمان بالصيغة الضعيفة للفترة الممتدة من 2006 إلى 2016، مجلة رماح للبحوث والدراسات، مركز بحث وتطوير الموارد البشرية رماح، الأردن، العدد 26، جوان 2018، ص ص: (162-163).

ان كفاءة سوق راس المال تتوقف على مدى توافر المعلومات و البيانات للمستثمرين من حيث سرعة توافرها، وعدالة فرص الاستفادة، وتكاليف الحصول عليها، كما ان كفاءة السوق سوف تسمح بكفاءة تخصيص الموارد المتاحة بما يسمح بتوجيه الموارد الى المجالات الاكثر ربحا، ويستلزم تحقيق الكفاءة بهذا المفهوم تحقيق كل من مايلي :

**كفاءة التسعير ( الكفاءة الخارجية ) Price Efficiency:** و يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، والتي يقصد بها ان المعلومات الجديدة تصل المتعاملين في السوق بسرعة اي دون فاصل زمني، مما يجعل اسعار الاسهم مرآة تعكس المعلومات المتاحة كافة، ليس هذا فقط بل ان المعلومات تصل الى المتعاملين دون يتكبدوا في سبيل الحصول عليها تكاليف باهضة، وهذا يعني ان الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، فضلا عن ذلك ينبغي ان تكون المعلومات صادقة مع امكانية الحصول عليها في اللحظة نفسها بمعنى ان تسعير الورقة المالية قائم على اساس المعلومات و ليس على اساس إشاعات وبالتالي فان اسعار السوق المالية الكفو في الخارج هي الاسعار التي تمثل في اي وقت القيمة الحقيقية العادلة للسهم او التقدير الامثل لقيمتها الحقيقية، وبهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمنزلة مباراة او لعبة عادلة Fair Game Market فالجميع لديهم الفرصة نفسها لتحقيق الأرباح إلا انه يصعب على اي منهم ان يحقق ارباحا استثنائية او غير عادلة على حساب الآخرين ولكن اذا كان تحقيق ارباح غير عادية امرا صعبا في مثل هكذا سوق، فانه ليس بالأمر المستحيل<sup>1</sup>.

**كفاءة التشغيل ( الكفاءة الداخلية ) Operational Efficiency:** او الكفاءة الداخلية فتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون ان يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة ودون ان يتاح للتجار والمتخصصين اي صناعات السوق فرصة لتحقيق مدى او هامش مغالى فيه<sup>2</sup>.

تقاس كفاءة بورصة الأوراق المالية بمدى استجابة أسعار الأسهم في البورصة وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه، وفي ظل نظرية كفاءة السوق تتلشى فرص تحقيق أرباح غير

<sup>1</sup> منير ابراهيم الهندي، الفكر الحديث في الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 17.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص 25

عادية، بحيث لا يتمكن أحد من المستثمرين أن يحقق أرباح غير عادية من خلال استغلاله لأية معلومات لم تكن متوفرة لدى غيره من المستثمرين<sup>1</sup>.

و لكي تكون الاسواق المالية كفوً تشغيلياً يقتضي<sup>2</sup> :

1- قيام الوسطاء الماليين بإيصال الاموال من المدخرين الى المستثمرين بالحد الادنى من الكلفة، وبما يحقق لهم العائد العادل مقابل خدماتهم، وبالتالي فانه يجب ان تكون الاوراق المالية جميعا قابلة للتسويق بشكل مباشر.

2- لابد من التنافس بين صناع السوق و بين السماسرة و هذا التنافس يدفع بمعدلات العمولة و الهامش باتجاه الانخفاض المستمر، مما يزيد من كفاءة السوق المالية التشغيلية.

وهناك بعض المعاملات في اسواق راس المال شكلت في مجموعها عائقا امام تحقيق الكفاءة في سوق الاوراق المالية، و قيد رئيسيا امام امكانية تحقيق تنمية و تطوير اسواق راس المال مثل<sup>3</sup> :

(أ) تشجيع بعض الوسطاء الماليين للعملاء على ابرام صفقات معينة دون مبررات اقتصادية قوية رغبة في تحقيق المزيد من العمولات و الارباح على حساب نقص الكفاءة في السوق.

(ب) انتشار المبادلات الداخلية حيث يتحقق للمديرين و المسؤولين في المنشآت المسجلة في بورصة الاوراق المالية مزايا السبق في الحصول على بعض المعلومات و البيانات الهامة عن المنشآت العاملة فيها، تسمح لهم بإتمام صفقاتهم و تحقيق ارباح غير عادية على حساب المتعاملين الاخرين.

(ت) قيام بعض المتعاملين بإجراء بعض البيوع الصورية لبعض الاوراق المالية، ينجم عنها تعامل صوري نشط و مكثف على هذه الاصول المالية لا يقابله تعامل فعلي بنفس المستوى بهدف تضليل الافراد بوجود تعامل نشط على بعض الاوراق المالية حتى لا تتخفض قيمتها، بل من المتوقع زيادتها و بالتالي يحقق المتعاملون ارباحا غير عادية على حساب اخرين تم خداعهم بمعاملات صورية وهمية.

<sup>1</sup> عبد الرؤوف ربايعي، سامي حطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الاوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2006، ص37.

<sup>2</sup> ابراهيم رسول هاني، اثر الاسواق المالية في النمو الاقتصادي، دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة القادسية، العراق ، 2005، ص ص: ( 79-80).

<sup>3</sup> صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سبق ذكره، ص 27

ومما شك فيه ان هذه المعاملات و غيرها سوف يترتب عليها العديد من الاثار السلبية على سوق راس المال، الامر الذي يلزم معه العمل على تجنبها من خلال نصوص قانونية فعالة تحقق الحماية و النظام للمتعاملين في سوق الأوراق المالية، مع وجود جهاز او هيئة على درجة عالية من الكفاءة تكون لديها القدرة على مراقبة التعاملات في الأسواق وتطبيق القانون المناسب و اتخاذ الاجراءات التصحيحية و الحمائية في الوقت المناسب.

وفقا لمفهوم كفاءة بورصة الأوراق المالية، يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي تتميز بها البورصة الكفوة وهي<sup>1</sup>:

- يتصف المتعاملون في تلك البورصة بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم.
- المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات، دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة.
- في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائدا مرتفعا يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.

### المطلب الثاني : متطلبات كفاءة بورصة الأوراق المالية ومواصفاتها

#### اولا: متطلبات كفاءة بورصة الأوراق المالية

ينبغي توفر جملة من المواصفات الفنية والتنظيمية في بورصة الأوراق المالية لترقى إلى مستويات الكفاءة وهي:

- أ- **المنافسة الكاملة:** وهذا الشرط مرهون بتوافر عدد كبير من البائعين والمشتريين الذين تتوفر لهم حرية الدخول إلى السوق والخروج منه في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص نشوء الاحتكار ويحقق هذا الشرط ما يعرف بخاصية العمق والاتساع حيث بوجود أعداد كبيرة من المتعاملين يتوفر شرط المنافسة الكاملة، كما تتوفر له أيضا ما يعرف بخاصية الاستجابة التي تجعل التقلبات الحادثة في أسعار الأوراق المالية المتداولة خاضعة لعوامل الطلب والعرض.

<sup>1</sup> صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها)، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 7، 2010، ص: 182.

ب- **السيولة:** أن يوفر هذا السوق خاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه، وهذا الشرط هو في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق، ويتوافر هذه الخاصية تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء الأوراق المالية بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب وبالسعر المناسبة، كما توفر هذه الخاصية لبورصة الأوراق المالية ميزة هامة تعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه، والتي تخفض من احتمالات حدوث حركات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية، وبالتالي تقل فرص المضاربة غير المأمونة فيها.

ج- **توفر وسائل وقنوات اتصال:** أن يتوفر لبورصة الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل فيها بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل، وتتخذ هذه المؤشرات صور متعددة وتقدم للمستثمر فيما يعرف بحركة الأسعار اليومية التي تصدر عن البورصة.

د- **توفر عنصر الشفافية:** بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها وما يتم عليها من صفقات متاحة لجميع المتعاملين وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات، ويجب أن تتضمن شروط الإدراج في البورصة توفير متطلبات خاصة في الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة الراغبة في التسجيل بالبورصة.<sup>1</sup>

هـ- **الاستجابة الفورية لأي أحداث جديدة:** فالبورصة أهم مصدر للمعلومات عن الاستثمارات المتداولة فيها خاصة الأسعار، الأحجام، وحركة التعامل في الأوراق المالية، فالمستثمر (بائع أو مشتري) يدخل السوق من أجل إتمام هذه الصفقة في أقل وقت ممكن، ولا يكفي أن تقوم السوق بتوفير المعلومات تاريخية بل يجب أن تستجيب بسرعة لأي تغيرات تؤثر في أسعار الأسهم، وهذا ما يحقق كفاءة السوق.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> محمد عبد الله شاهين، تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2017، ص ص: (267-268).

<sup>2</sup> بلال شيخي، تطور اداء اسواق الاوراق المالية المغربية الواقع و الافاق، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2001، ص34.

## ثانيا : مواصفات بورصة الأوراق المالية الكفوة:

ترجع كفاءة السوق إلى سببين رئيسيين وهما الاتساع أي تعدد الأنواع المختلفة من الأوراق المالية التي يجري تداولها في السوق، والعمق، أي عدد مرات التداول للورقة المالية الواحدة.<sup>1</sup> إلى جانب توفر كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل فيها:

أ- **عمق السوق:** توصف السوق بالعمق إذا كانت هناك ثمة أوامر حقيقية أو غير حقيقية تتعلق بأوراق مالية معروضة للبيع أو مطلوبة للشراء بأسعار تزيد أو تقل عن الأسعار السائدة في بورصة الأوراق المالية، أما الأوامر الحقيقية فهي التي تمثل تعاملات فعلية وحقيقية على أوراق موجودة بالفعل، وأما الأوامر غير الحقيقية فهي التي يجري التعامل فيها على أوراق غير موجودة أو لا يتيسر تغطيتها بسهولة، فحينما يجري التعامل في سوق ذات عمق على ورقة مالية يلاحظ أن ثمة اختلالات وقتية لأوامر البيع أو أوامر الشراء بمعنى عدم وجود أوامر عكسية لأي منها تؤدي إلى حدوث تغيرات محسوسة في الأسعار، ويترتب على هذه التغيرات إعادة التوازن بين أوامر الشراء وأوامر البيع. وتتطلب السوق ذات العمق علم المستثمرين الفوري بأسعار العرض والطلب من جهة وتعاملهم بمقتضاه من جهة أخرى. ومن متطلبات هذه السوق أيضا أن يتولى مهمة تنفيذ أوامر المستثمرين سواء كانت بيعا أو شراء سمسرة على درجة عالية من الدراية بظروف السوق، وتتوفر فيهم القدرة على تنفيذ أوامر بيع أو شراء الأوراق المالية بمجرد أن تصبح أسعارها متاحة في السوق.

ب- **اتساع السوق:** توصف البورصة بالاتساع إذا توفرت أوامر البيع والشراء بأحجام كبيرة وغير محدودة، وكلما زاد حجم البورصة كلما زادت فرص استقرار التغيرات في الأسعار، والتي تصاحب عادة اختلال أوامر البيع والشراء. وكلما زاد عدد المستثمرين الذين تتطابق إليهم المعلومات عن التغيرات الحاصلة في أسعار العرض والطلب لتوها كلما كان ذلك دليلا على اتساع السوق وانفتاح محدوديته.<sup>2</sup>

ج- **قدرته على التخصيص الأمثل للموارد:** إن البورصة الكفوة هي البورصة التي تحقق تخصيصا كفا للموارد المتاحة بما يضمن توجيهها إلى المجالات الأكثر ربحية. وفي هذا الصدد، تلعب بورصة الأوراق المالية دورين أساسيين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر. ويتمثل الدور المباشر في قيام بورصة الأوراق

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2014، ص 377.

<sup>2</sup> سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر و دور الهندسة المالية في صناعة ادواتها، دار النشر للجامعات، القاهرة، مصر، 2004، ص 189.

المالية على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم شركة ما، فهم في الحقيقة سيتحصلون على عوائد مستقبلية. هذا يعني أن المنشآت تتاح لها فرص استثمار واحدة تمكنها من إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، وبالتالي زيادة حصيلته الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال. أما الدور غير مباشر فيظهر بعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي أصدرتها المنشأة مما يعني إمكانية حصولها على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية وعادة ما يكون بسعر فائدة معقول<sup>1</sup>.

ولكي يتحقق التخصيص الكفؤ للموارد المالية المتاحة ينبغي أن تتوفر في بورصة الأوراق المالية سمتان أساسيتان هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل. وتعرف كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية فهي تتمثل في سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير وأن لا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة وبذلك يصبح التعامل في السوق لعبة عادلة. فالجميع لديهم نفس الفرصة في تحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أحدهم أرباح غير عادلة على حساب الآخرين. أما كفاءة التشغيل أو الكفاءة الداخلية فتعني قدرة بورصة الأوراق المالية على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (أي صناع السوق) فرصة لتحقيق هامش ربح كبير فيها. ويبدو أن كفاءة التسعير تعتمد بدرجة كبيرة على كفاءة التشغيل<sup>2</sup>.

### المطلب الثالث : مستويات كفاءة السوق المالي

صنفت معظم الأدبيات المالية كفاءة السوق الى ثلاث مستويات رئيسية، ويمكن تحديد المستويات المتفق عليها وفق مايلي :

#### 1- مستوى الكفاءة الضعيف الصيغة الضعيفة Weak Frw Efficient WF

تعرف صيغة الفرض الضعيف بنظرية الحركة العشوائية للأسعار و التي تعني رفضا كلياً للتحليل الفني، إذ بموجب هذا النموذج فإن أسعار الاسهم و السندات يفترض ان تعكس معلومات ضمنية مستقاة من

<sup>1</sup> عبد الحفيظ مازري، أثر مشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة بشار، العدد6، 2016، ص35.

<sup>2</sup> يوسف حسن كافي، الأوراق المالية وسوق المال العالمي، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2017، ص ص: (43-44).

التسلسل التاريخي للأسعار اي ان المعلومات التي تعكسها الاسعار السوقية للأسهم معلومات تاريخية متعلقة بتحركات الاسعار واحجام التداول السابقة، وبالتالي فهي لا تحتوي على معلومات مفيدة للتوقع بالأسعار المستقبلية، وعليه المعلومات التي ادت الى ارتفاع سعر السهم ما في السابق ليست ذات جدوى واهمية في التنبؤ بالسعر مستقبلا، طالما ان اسعار الاصول المالية الجارية تعكس جميع المعلومات للمستثمرين والبائعين عن المدة السابقة ( بيانات تاريخية )، وهذه المعلومات متاحة و شائعة للجميع لتحققها في تاريخ سابق، وبالتالي يمكن الحصول عليها دون تكلفة تذكر، لذلك لا يوجد احد من المستثمرين في ظل هذا الوضع قادرا على تحقيق عائد استثنائي لان مستوى المخاطرة قد جرى تحديده للجميع استنادا الى معلومات تاريخية، وفي ضوء ذلك فسوف تكون التحركات في اسعار الاسهم والعوائد مستقبلا مستقلا تماما عن المتغيرات التي طرأت في تلك الاسعار مستقلة بشكل كامل عن بعضها البعض، وغياب الانماط الدورية ذات الاهمية التنبؤية بالأسعار المستقبلية<sup>1</sup>.

ومن الاختبارات التي تحدد حركة الأسعار وفقا لفرضية الصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق نجد :

أ- اختبار سلسلة الارتباط: يعتمد هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل، حيث في المدى الطويل يمكن أن يكشف عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار، ويرجع هذا الاختبار إلى FAMA في الخمسينات، عندما قام باختبار 30 سهما مكون لمؤشر داوجونز وذلك من خلال دراسة معامل الارتباط لسلسلة من العوائد المتتالية لفترة تمتد من يوم إلى أيام، وقد بين أن نسبة ضئيلة من الأسهم يتغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة، وتصبح هذه النتيجة بمثابة تأكيد واقعي لفرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة ونظرية الحركة العشوائية للأسعار<sup>2</sup>.

ب- اختبار قواعد التصفية: يعتقد أصحاب هذا المدخل أن اختبار سلاسل الارتباط غير مناسب في حالة الأنماط المعقدة لحركة الأسعار، ويقترحون اختبارا آخر للتحقق من الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، ويسمى اختبار قواعد التصفية، حسب هذا الاختبار يقوم المستثمر باختيار أحد البديلين، إما أن يتبع أسلوب التنويع الساذج، بمعنى الاحتفاظ بالأسهم لمدة طويلة نسبيا، أو التخلص منها بشكل مستمر (المضاربة المستمرة). حيث يتم وفق هذا الاختبار المقارنة بين عائد السهم في حالة الاحتفاظ به لمدة

<sup>1</sup> زياد رمضان، مبادئ الاستثمار الحقيقي و المالي، دار وائل، عمان، 1998، ص128-129

<sup>2</sup> بن امر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب)، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد الثاني، 2013، ص: 253

طويلة، وحالة بيعه باستمرار عندما تتغير الأسعار وفق تحليل حركة الأسهم في الماضي، فإذا كشفت نتائج الاختبار بأن المستثمر حقق عائد أكبر في الحالة الثانية من الحالة الأولى، فإن ذلك مؤشر على عدم كفاءة السوق لأنه استطاع تحقيق أرباحا غير عادية نتيجة لاستخدامه معلومات حول الأسعار التاريخية للأسهم<sup>1</sup>.

ولقد استخدمت الدراسات الميدانية مداخل مختلفة لاختبار فرض الصيغة الضعيفة مثل سلاسل الارتباط وقواعد التصفية بهدف تحديد درجة العشوائية لسلسلة متتالية من الأسعار مثل دراسات ( Reinganum, 1982, Roll, 1983). ولقد توصلت الفكرة إلى تأكيد صحة فرضية السوق الكفاء من الشكل الضعيف مما يعني رفض الفكرة التي تقوم عليها مدرسة التحليل الفني، والتي ترى أنه يمكن دراسة التغيرات في سعر الورقة المالية خلال فترة ماضية بهدف التنبؤ بحركة سعرها في المستقبل<sup>2</sup>.

## 2- مستوى الكفاءة شبه القوي ( الصيغة شبه القوية ) Semi Strong Efficient

تقضي صيغة فرض شبه القوي، بأن أسعار الاسهم والسندات والاصول الاخرى في لحظة معينة تعكس كافة المعلومات المتوفرة والمتاحة للجميع بشكل علني بما في ذلك الحركة التاريخية للأسعار بمعنى اخر ان أسعار الاسهم والاصول الاخرى لا تعكس فقط التغيرات السابقة، بل تعكس كذلك المعلومات المتوفرة والتنبؤات الخاصة بتلك المعلومات، اذ تؤكد فرضة Semi Strong Efficient بان جميع المعلومات التي تم نشرها يجب ان تنعكس مباشرة على أسعار الاسهم والسندات وهذه المعلومات تتعلق ب ( الأسعار السابقة و توقعات الارباح الصافية و الاعلان و توزيعات الارباح على المساهمين و بيانات عن الاقتصاد و التحليل الكلي سواء التوقعات الاقتصادية او التغيرات في السياسة المالية و النقدية )، فان من المتوقع ان تكون هذه المعلومات قد انعكست على أسعار تلك الاصول<sup>3</sup>.

إلا انه تجدر الإشارة هنا ان الاستجابة قد تكون في بداية الامر غير صحيحة، ولذلك فانه من غير المرجح للمشاركين الذين يعتمدون هكذا معلومات في تقويم الورقة المالية ان يحققوا عوائد غير اعتيادية، كونها مبنية على وجهة نظر اولية بشأن تقويم و تحليلها تلك المعلومات و لكن بعد مضي وقت قصير

<sup>1</sup> عائشة بخالد، اختبار كفاءة سوق نيويورك المالي عند المستوى الضعيف (دراسة حالة مؤشر داو جونز الصناعي خلال الفترة (1928-2014))، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة الطور الثالث في العلوم المالية، جامعة قاصدي مرباح بورقلة، الجزائر، السنة الدراسية 2014-2015، ص:21.

<sup>2</sup> محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإبراهيمية، الاسكندرية، مصر، 2001-2002، ص.128.

<sup>3</sup> منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، دار المعارف، الاسكندرية، 2004، ص 20.

تعطى وجهة نظر نهائية بشأن اهمية تلك المعلومات لينعكس اثرها على اسعار الأسهم ليتمكن المستثمر من تحقيق ارباح غير عادية، خصوصا اذا ما استطاع ان يدرك من البداية اي منذ وصول المعلومات الاستجابة الصحيحة للأسعار اي ان يدرك القيمة الحقيقية التي ينبغي ان تكون عليها سعر السهم في ظل هذه المعلومات، عندئذ فقط يمكن تحقيق الارباح غير العادية، والتي تتمثل في الفرق بين القمة السوقية للسهم قبل الوصول للمعلومات و بين القيمة الحقيقية في ظل المعلومات الجديدة<sup>1</sup>.

ويمكن اختبار كفاءة السوق تحت المستوى شبه القوي باستخدام مجموعة من الاختبارات الإحصائية ونماذج الاقتصاد القياسي وهي كالآتي<sup>2</sup>:

1- **نموذج السوق**: تعتبر مدخلات نموذج السوق من المعلومات المحاسبية عن فترات زمنية قصيرة لحركة أسعار الأسهم في سوق رأس المال، بينما مدخلات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية عادة ما تعبر عن فترات زمنية طويلة، ولذلك عادة ما يستخدم نموذج السوق عند قياس المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية الأولية. ويعتمد نموذج السوق على اعتبار أن معدل العائد المتوقع للسهم خلال فترة زمنية معينة دالة خطية لعائد السوق خلال نفس الفترة، بمعنى أن العائد على سهم معين دالة خطية للعائد على جميع الاستثمارات المتاحة. ويتم التعبير عن نموذج السوق بالمعادلة التالية<sup>3</sup>:

حيث:

$R_{it}$  : العائد المتوقع للسهم  $i$  خلال الفترة  $t$ .

$R_{mt}$  : عائد السوق  $m$  خلال الفترة  $t$ .

$A_i$  &  $b_i$  : معاملات نموذج السوق للسهم  $i$ .

$e_{it}$  : الخطأ العشوائي.

<sup>1</sup> ارشد فؤاد، اسامة عزمي، الاستثمار بالاوراق المالية، دار المسير، عمان، الاردن، 2004، ص 143.

<sup>2</sup> عبد الحسين جليل الغالبي، حسن شاكر الشمري، التحليل الاقتصادي لكفاءة الأسواق المالية (دليل تجريبي لبعض الأسواق العربية)، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، العراق، المجلد 9، العدد 2، 2015، ص 6.

<sup>3</sup> عادل عبد الفتاح الميهي، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي (دراسة اختباريه وحديثة)، بحث منشور برعاية جامعة الملك خالد، السعودية، بدون سنة نشر، ص ص (25-26).

ب- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM: يفترض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أن معدل العائد للورقة المالية مرتبط بمخاطر السوق، أي هو دالة في عامل واحد يتمثل في المخاطر النظامية وفقا للأسس التالية:<sup>1</sup>

- يوجد العديد من المستثمرين ولكل منهم ثروته، التي تعد صغيرة جدا مقارنة مع الثروة الكلية للمستثمرين جميعا.

- تقتصر الاستثمارات على الفضاء المكون من كل الأصول المالية المطروحة للتداول مثل الأسهم والسندات، والاستثمارات ذات المعدل الخالي من المخاطر.

- لا يدفع المستثمرون أي ضرائب على أرباحهم ولا حتى تكاليف على معاملاتهم المالية.

- يعد كل مستثمر إنسانا رشيد يهدف لامتلاك محفظة المثلى ذات أقل متوسط تباين لعوائد أوراقها مالية.

- يقوم المستثمرون بتحليل الأوراق المالية بنفس الطريقة، وبالتالي لديهم تقديرات متماثلة حول التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمارات المتاحة.

- تكون بورصة الأوراق المالية في حالة توازن.

ويشمل هذا النموذج نوعين من العلاقات، وهي:

- **خط سوق رأس المال (CML) The capital market line**: يطلق على هذا الخط بالمجموعة الكفاءة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، فهو يوضح العلاقة التوازنية بين العائد المتوقع لمحفظة الأوراق المالية والمخاطر الكلية (المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة)، ومعادلتها تكون كالتالي:<sup>2</sup>

حيث أن:  $R_p$  : معدل العائد المتوقع للمحفظة؛  $R_f$  : معدل العائد الخالي من الخطر؛  $R_m$  : معدل عائد السوق؛  $\sigma_m$  : الانحراف المعياري لعائد السوق؛  $\sigma_p$  : الانحراف المعياري للمحفظة.

- **خط سوق الأوراق المالية (SML) The security market line**: يمكن من خلال خط سوق الأوراق المالية تحديد العلاقة بين المحافظ الاستثمارية ذات الكفاءة كعلاقة خطية بسيطة لكن بالنسبة

<sup>1</sup> حسن مشرقي، أيمن الشهاب، اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البعث للعلوم الإنسانية، سوريا، المجلد 36، العدد 1، 2014، ص 264.

<sup>2</sup> إسماعيل جميل الصعدي، العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي (دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية)، دراسة مقدمة استكمالاً للحصول على متطلبات الماجستير في المحاسبة، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2011، ص ص: (34-35).

للأصول المنفردة، فإن قيم عوائدها وانحرافاتهما المعيارية لا تقع على خط سوق رأس المال، وذلك كون الأصل المنفرد لا يتمتع بكفاءة المحافظ التي تمتاز بالتنوع، وعليه فإن مخاطر الأصل المنفرد يتم قياسها عن طريق معامل  $\beta$ ، ومنه تم تطوير معادلة انحدار خطي بسيط تربط بين عوائد الأصل المنفرد ومخاطره كما يلي:<sup>1</sup>

حيث:

$E(R_i)$ : العائد المطلوب للأصل المالي  $i$ ؛  $R_f$ : العائد الخالي من المخاطرة؛  $\beta_i(\bar{R}_m - R_f)$ : علاوة المخاطرة نتيجة الاستثمار في الأصل المالي الخطر  $i$ .

ج- نموذج التسعير المرجح APT: يعتبر نموذج APT المقترح من قبل ROSS سنة 1976 تعميما لنموذج CAPM، حيث يفترض نموذج APT أن منحة أو علاوة الخطر مرتبطة بالعديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية، والورقة المالية تكون كثيرة أو قليلة الحساسية لهذه المتغيرات، وأيضا بتشويش  $\varepsilon$  خاص بالمؤسسة.<sup>2</sup> ومن هذا المنطلق يمكن التعبير عن العائد المتوقع وفقا لهذا النموذج بالصيغة الرياضية التالية:<sup>3</sup>

$\bar{R}_1$  معدل العائد المتوقع على السهم  $i$ ؛  $\hat{R}_i$  معدل العائد المتوقع على السهم  $i$ ؛  $\bar{R}_M$  معدل العائد المتوقع على السوق؛

$\hat{R}_M$  معدل العائد المتوقع على السوق؛  $\beta_i$  حساسية السهم لمجموع عوامل السوق؛  $\varepsilon_i$  تأثير الأحداث الخاصة على العوائد المتوقعة للسهم  $i$ .

ومن خلال المعادلة يتضح أن العائد المتوقع  $\bar{R}_1$  يكون مساويا للعائد المتوقع  $\hat{R}_i$ ، مضافا إليه زيادة خطية موجبة أو سالبة قدرها  $(\bar{R}_M - \hat{R}_M)\beta_i$ ، والتي تعتمد على حساسية السهم لعوامل السوق

<sup>1</sup> سليمة حشايشي، التقييم العادل لمخاطر الأصول الرأسمالية كاستراتيجية لمواجهة الأزمات المالية، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى العلمي الدولي الموسوم بالأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20\_21 أكتوبر 2009، ص ص (15-16).

<sup>2</sup> علي بن الضب، سيدي امحمد عياد، تكلفة رأس المال وإنشاء القيمة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد2، 2013، ص133.

<sup>3</sup> سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2017-2018، ص66.

والفرق بين العائد المتوقع والعائد المحقق للسوق الذي يتحدد حسب الظروف الاقتصادية غير المؤكدة كالتضخم، سعر الفائدة، أسعار الصرف، ومستوى النشاط الاقتصادي.

ويقوم نموذج التسعير المرجح APT على الأسس التالية<sup>1</sup>:

- لعناصر المخاطر المنتظمة تأثير نسبي على العوائد.
- عائد الأوراق المالية يعتمد على عوامل متنوعة وأخرى غير متنوعة، وهذه العوامل تؤثر على العوائد المتوقعة، وهكذا سوف تؤثر على سعر الأوراق المالية وعلى السوق بصفة عامة.
- الأوراق المالية المتداولة تكون في ظل أجواء المنافسة الكاملة في بورصة الأوراق المالية.
- للمحللين والمتعاملين دور كبير في التأثير على أسعار الأوراق المالية في ظل ظروف التأكد لتعظيم الثروة.

- يفضل المستثمر زيادة ثروته في ظل ظروف التأكد.

- يمكن التعبير عن العائد على الاستثمار في الأوراق المالية بدالة خطية في مجموعة من العوامل أو المؤشرات الرئيسية.

ومن الاختبارات التي أجراها الفريق البحثي (Fama.Fisher.Jensen&Roll) في عام 1969م للتحقق من صيغة شبه القوية للسوق الكفاء، أشارت إلى أن المستثمرين لا يستطيعوا تحقيق أرباحا استثنائية بالاعتماد على المعلومات العامة المتاحة مثل هكذا معلومات تشمل: (الأسعار السابقة وحجم الصفقات المتداولة والبيانات المحاسبية والتقارير السنوية والإعلانات عن نسبة الأرباح أو إصدار أسهم جديدة)، لأن السوق متوسط القوة أو شبه القوي سيعكس مسبقا كل هذه المعلومات وبذلك يقيد فرص تحقيق الأرباح.

### 3- مستوى الكفاءة القوي ( الصيغة القوية ) Strong Form Efficient

و يرتبط بالمستوى الثالث من المعلومات، حيث يحقق السوق الكفاءة في هذه الصورة القوية، اذا تضمنت اسعار الاصول كل المعلومات العامة و الخاصة، فالمعلومات العامة متاحة لكل المتعاملين في السوق، اما المعلومات الخاصة فتكون حكرا على نوعية خاصة من المتعاملين الذين يمكنهم وحدهم الحصول على معلومات معينة تمكنهم من تحقيق ارباح غير عادية، وهؤلاء قد يكونون من كبار المستثمرين في

<sup>1</sup> دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2010، ص207.

الشركات او مديرين او اعضاء مجلس الادارة والذين يكون لديهم معلومات غير متاحة للآخرين، فيحاولون استغلالها لتحقيق ارباح غير عادية، وبذلك فهم يؤثرون في اسعار الاصول و تحركاتها. وقد اجريت دراسات لاستقصاء و تفسير العلاقة التي تربط بين المعلومات الموجودة في سياق الاشكال الثلاثة المذكورة و اختيار البدائل الاستثمارية المختلفة، ووضعت هذه العلاقة وفق صيغ رياضية و كمية ووصلت عدة دراسات الى ان وجود المعلومات الخاصة لدى الكثير من المتعاملين في السوق يمكنهم من تحقيق ارباح غير عادية، وهذا ما يتعارض مع فرضية كفاءة السوق، لذلك ساد الاعتقاد بان الشكل القوي للكفاءة ليس موجود بالواقع، والموجود فعلا هما الشكلان الاول و الثاني : الشكل الضعيف للكفاءة، والشكل المتوسط لكفاءة اي شبه القوي.

#### المطلب الرابع : أنواع كفاءة بورصة الأوراق المالية

تنقسم كفاءة بورصة الأوراق المالية إلى نوعين<sup>1</sup>:

- أ- **الكفاءة الكاملة لسوق راس المال** : وتتحقق عندما تتوافر مجموعة من الشروط اهمها
  - عدم وجود قيود على التعامل، حيث يستطيع المستثمر بيع او شراء اي كمية من الاسهم مهما صغر حجمها بسهولة و يسر نسبيا، مما يعني قابلية الاوراق المالية للتجزئة.
  - توفر المعلومات الكاملة عن الاوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، وبدون تكاليف اضافية، وبما يسمح بان تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة.
  - وجود عدد كبير جدا من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف اي منهم على حركة الاسعار في السوق، وبالتالي يقبل كل منهم السعر كامر مسلم به.
  - تمتع المتعاملون في السق بالرشد الاقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم الى تعظيم منفعته الخاصة.

ب- **الكفاءة الاقتصادية لسوق راس المال**: و تستند الى فرضية السعي المستمر للمستثمر في تعظيم منفعته الخاصة، وبالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الاخرين في الحصول على البيانات والمعلومات التي تساعده على تحقيق هذا الهدف، ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة التي تصل الى السوق و بين انعكاس اثرها على الاسعار السوقية، وبالتالي توقع انحراف القيمة السوقية عن القيمة المحورية للأوراق المالية لبعض الوقت، وبذلك فانه استنادا الى مفهوم الكفاءة الاقتصادية،

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الاوراق المالية، الاهمية و الاهداف و السبل و مقومات النجاح، عالم الكتاب،

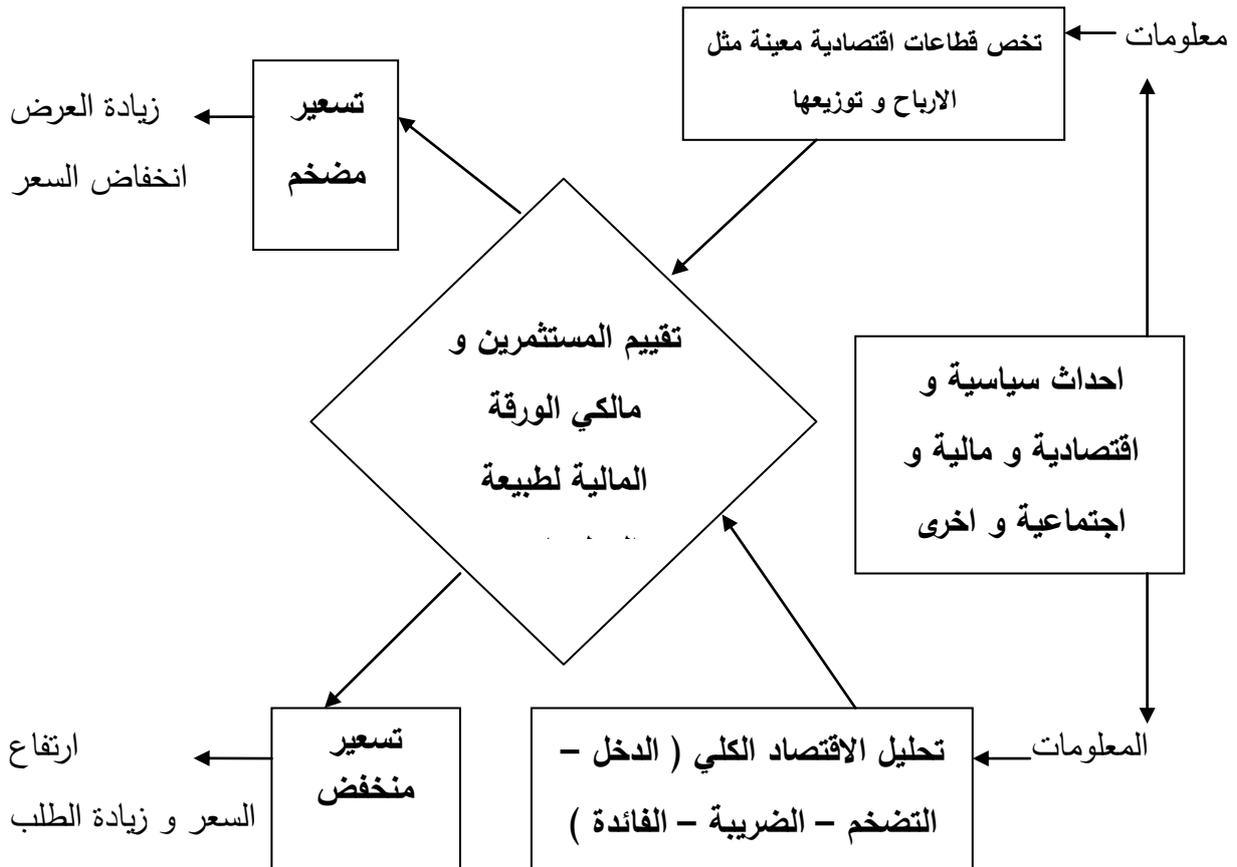
فان السوق الكفاء للأوراق المالية هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في اسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات و البيانات المتدفقة الى السوق، وبما يؤدي في النهاية الى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية و القيمة المحورية للورقة المالية. و بصفة عامة فان الكفاءة في سوق راس المال تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية السائدة، ومن اهم اسباب عدم كفاءة نظام المعلومات تتمثل في :

- التأخر في نشر المعلومات و البيانات مما يقلل من فوائدها للمتعاملين و اعتمادهم على مصادر اخرى و اسرع.

- عدم كفاية المعلومات و البيانات للقيام بتحليلات و تقديرات علمية سليمة لاغفالها بعض المتغيرات الرئيسية التي تساعد على اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.

و الشكل التالي : يوضح اهمية المعلومات ومدى انعكاسها في سوق المستثمرين و حملة الأوراق المالية عند التسعير :

الشكل -2-: دور المعلومات في الية تسعير الورقة المالية



- المصدر: عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية و أداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 2015.

يتضح من الشكل السابق ان دراية المستثمرين في سوق الاوراق المالية بظروف السوق المالية والبيئة الاقتصادية العامة يسهم في تحديد دقيق لتوقعاتهم بمستقبل الاستثمار بالأصول المالية و العوائد المتوقع استلامها، فإذا كان التشاؤم يسيطر على التوقعات طبقا لطبيعة المعلومات المستلمة فان الاسعار المطروحة في السوق ضمن لحظة زمنية معينة لا تعكس جدوى الاستثمار بالأوراق المالية، مما يدفع المتعاملين فيه بعرض كميات كبيرة منها في محاولة منهم للحد من الخسائر المحتملة، الامر الذي يؤدي الى انخفاض الأسعار وبالعكس فإذا ما كانت التوقعات تشير الى تفاؤل المستثمرين بمستقبل الاستثمارات وعوائدها، وفقا لطبيعة المعلومات المستلمة سواء المتعلقة منها بالاقتصاد ككل او على مستوى القطاع او الشركة المصدرة للورقة المالية، فان الاسعار المطروحة في السوق تعد منخفضة (تسعير منخفض) من وجهة نظر المتعاملين (اي انها لاتعكس القيمة الحقيقية للورقة)، ما يزيد الطلب و ترتفع الاسعار رغبة من المستثمرين بشراء التدفقات النقدية المتوقع استلامها.

ان قدرة المتعاملين في السوق على تسعير الورقة المالية يعتمد على قدرتهم في سرعة تفسير المعلومات المستلمة التي من شأنها ان تترك اثارها في اسعار الاسهم، الامر الذي يجعل هناك فروقات ما بين سعر السهم في السوق و قيمته العادلة اذ ان مدة بقاء هذه الفروقات ترتبط تماما بمدّة تحليل المعلومات و تفسيرها، وهذه الحقيقة تؤشر فرص الكفاءة الاقتصادية للسوق<sup>1</sup>.

### المبحث الثاني : القواعد و الاجراءات التي تحكم التعامل في اسوق راس المال

يعد فهم نظام المعالجة الالية للصفقات المالية ببورصة الاوراق المالية من المتطلبات الاساسية لنجاح عملية الاستثمار في الاوراق المالية، ويجب على المستثمر ان يوضح شكل الامر المصدر الى السمسار قبل الشراء او البيع، اي يجب ان يحدد بوضوح كيفية تنفيذ الامر حتى يتجنب الكثير من اللبس و الغموض في التفسير بواسطة السمسار و نظرا لسعي المستثمر الى الحصول على افضل تنفيذ لأوامره بسوق الاوراق المالية اي افضل سعر سواء في حالة الشراء او في حالة البيع و يجب ان يكون ملما بكافة العمليات التجارية و انواع الأوامر حيث تؤثر مهارة المستثمر في اصدار الاوامر سواء للشراء او البيع تأثيرا ملموسا على معدل العائد الذي يحققه على استثماراته في الاوراق المالية.

<sup>1</sup> عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 201.

## المطلب الاول : اعضاء بورصة الاوراق المالية

يقتصر التداول في الاوراق المالية المسجلة بالبورصة على الاعضاء المسجلين فيها فقط و يمارس اعضاء البورصة العديد من الوظائف، وطبقا لهذه الوظائف يتم تصنيف اعضاء البورصة الفى مايلى :

## اولا: السماسرة (الوسيط المسؤل عن تنفيذ اوامر شراء و بيع الاوراق المالية )

يتم التعامل في البورصة بيعا و شراء من خلال وسيط يطلق عليه " سمسار " او " شركات الوساطة المالية " او " شركات السمسرة"، وهذه الشركات هي وكيل المستثمر في تنفيذ عملياته في التداول سواء بيعا او شراء، وعليه شركات الوساطة المالية في الاوراق المالية مهمتها تنفيذ اوامر العميل من شراء و بيع، و تقوم باداء عملها من واقع الترخيص لها رسميا بذلك من هيئة سوق المال مقابل عمولة محددة طبقا للقوانين التي تنظم اعمال البورصة.<sup>1</sup>

وبناء على هذا التعريف فان السمسار في البورصة يعمل كوسيط في شراء او بيع الاوراق المالية ( الاسهم و السندات )، تبعا للقوانين التي تحكم راس المال في الدولة التي تكون بها البورصة، حيث لا يستطيع المستثمر القيام بذلك العمل من تلقاء نفسه، ولا يستطيع ايضا ان يدخل المقصورة في البورصة لتنفيذ العمليات الخاصة به، إلا من خلال السمسار.

والفائدة التي تعود على السمسار تتمثل في العمولة التي يتقاضاها سواء في عمليات البيع و الشراء التي ينفذها للعميل بناء على اوامر منه، سواء حقق العميل من تلك العمليات ربحا او خسارة، فلا دخل للسمسار بذلك، وكل ما يهمله هو تنفيذ طلبات و اوامر العميل بالبيع او الشراء.<sup>2</sup>

اعتبر القانون السمسرة في مجال الاوراق المالية مهنة قائمة بذاتها و اشترط على كل من يرغب في قيد اسمه سمسارا في البورصة او وسيطا او مندوب رئيسيا ان يقدم طلبا مكتوبا ومصحوبا بجميع المستندات والاوراق التي تثبت توافر الشروط المطلوبة فيهم والتي نصت عليها اللوائح الخاصة بالبورصة.

وهناك نوعين من السماسرة :

<sup>1</sup> محسن احمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، 1999، ص35

<sup>2</sup> اعداد اسلام اون لاين، الف باء بورصة، خبرات مالية و شرعية، دار العربية للعلوم، بيروت، لبنان، 2006، ص96

**1- سمسرة العمولة :**

و يقوم هؤلاء السمسرة بتنفيذ اوامر العملاء الخاصة بالشراء او البيع بالبورصة و يحصلون على عمولة محددة مقابل تنفيذ الاوامر، سواء في عمليات البيع و الشراء التي ينفذها للعميل بناء على اوامر منه، سواء حقق العميل من تلك العمليات ربحا او خسارة، فلا دخل للسمسار بذلك، وكل ما يهمله هو تنفيذ طلبات و اوامر العميل بالبيع او الشراء.

ينصح السمسار اولا المستثمر العميل العميل بشراء انواع معينة من الاوراق المالية طبقا لإمكانيات ذلك العميل المالية، و يقوم هذا العميل احيانا بالتفاوض مع السمسار على العمولة، و خصوصا اذا كان حجم استثماراته كبيرة، ثم يعطي تفويضا كتابيا للسمسار، سواء كان تفويضا كاملا بالبيع و الشراء او احدهما او ادارة المحفظة المالية الخاصة به<sup>1</sup>.

**2- سمسرة الصالة :** و في حالة عدم امكانية تنفيذ العملية بواسطة السمسار بالعمولة شخصيا بسبب

عدد الاسهم او بسبب نشاط السوق، يلجا السمسار بالعمولة الى خدمات سمسار القاعة و في هذه الحالة يتم اقتسام عمولة السمسرة بينهما و يساهم سمسار القاعة في سرعة تنفيذ الاوامر.

**ثانيا- تجار الطلبيات الصغيرة :** يتم البيع و الشراء ببورصة الاوراق المالية في شكل حلقي Round على اساس وحدة التعامل Lot تضم 100 ورقة مالية و في حالة انخفاض حجم العملية عن 100 ورقة مالية ( 100 سهم مثلا ) يتم اللجوء الى تجار الطلبيات الصغيرة الذين يتعاملون في الطلبيات التي تقل عن وحدة التعامل ( 100 ورقة ) لتنفيذ عمليات الشراء و البيع.

**ثالثا- تجار الصالة :**

يقوم هؤلاء التجار بالبيع و الشراء لحسابهم و بالتالي لا يدخلون في عمليات مع الجمهور او الوساطة مع اعضاء اخرين بل يقومون بالتجول داخل صالة التداول للبحث عن فرص للبيع و الشراء و يقوم تجار الصالة بالشراء بغرض اعادة البيع مباشرة، وتتوقف ارباح تجار القاعة على حجم و سرعة دورانه للأسهم و على دقة تقديراته لتحركات الاسعار في المستقبل، ولا يقوم هؤلاء التجار بسداد اي عمولة و بالتالي يمكنهم عرض اسعار اقل من الاسعار المعروضة من باقي المتعاملين.

**رابعا - المتخصصون :** يعمل المتخصصون في شكل مجموعات كل مجموعة تتخصص في عدد معين من الاوراق المالية المسجلة و يقوم المتخصصون بالوظائف التالية :

<sup>1</sup> اعداد اسلام اون لاين، الف باء بورصة، مرجع سبق ذكره، ص 68.

- تنفيذ الاوامر محددة السعر التي يتركها لديهم باقي الاعضاء عندما يكون سعر السوق بعيدا عن السعر المحدد بالأمر وقت حصول الاعضاء على هذه الاوامر، ويعمل المتخصص في هذه الحالة كوكيل مثل السماسرة بالعمولة.

- توفير اسواق عادلة و متدرجة في اتجاهاتها الصعودية و الهبوطية في ضوء الاوامر الخاصة بالتعامل في اوراق مالية معينة لتحقيق ذلك يمكن للمتخصص ان يقوم بدور التاجر حيث يمكن البيع و الشراء لحسابه الخاص في حالة وجود اختلاف مؤقت بين السعر المطلوب و السعر المعروض للورقة المالية

### المطلب الثاني : المتعاملون في بورصة الاوراق المالية

يمكن تصنيف الاطراف التي تتعامل في بيع و شراء الاوراق المالية، حسب الهدف من وراء هذا التعامل الى المضاربون المحترفون المضاربون الهواة و المتامرون و المستثمرون، المراجحون، و المحتاطون<sup>1</sup>.

1- **المضاربون المحترفون Speculators**: تهدف هذه المجموعة الى الاستفادة من فروق الأسعار لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعة تحركات الاسعار بالسوق بصفة دائمة، هذا بالإضافة الى التنبؤ باتجاهات السوق لتخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف ادوات التحليل الاحصائي و الاقتصادي التي تمكنه من تفسير العوامل الخارجية المؤثرة على السوق، هذا بالإضافة الى معرفته بالعمليات الفنية التي تدور داخل السوق، اذ تحاول هذه الشريحة الاستثمارية المراهنه على تحركات الاسعار المستقبلية من اجل تحقيق اقصى ربح من خلال شراء الاوراق المالية و بيعها عندما ترتفع اسعارها.

2- **المضاربون الهواة Outsiders**: تهدف هذه الشريحة الى الاستفادة من فروقات الاسعار في السوق المالي، ولكن دون الاهتمام بدراسة العوامل المؤثرة فيه، و لا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، والتي تتطلب اتباع سياسات مرنة تتفق مع الدورات الهبوطية و الصعودية لأسعار الاسهم و عادة ما يختفي هؤلاء من السوق نتيجة تحقيق خسائر.

3- **المتامرون Manipulators**: تهدف هذه المجموعة الى التحكم في الاسعار و توجيه السوق صعودا و هبوطا بوسائل مصطنعة، بهدف ان يصبح السعر السائد للورقة المالية بالسوق اعلى over valued او ادنى under valued من السعر العادل الناتج من قوى العرض و الطلب العادية، و يتميز هؤلاء بتوافر الموارد المالية الضخمة لديهم التي تمكنهم من تحقيق اهدافهم.

<sup>1</sup> احمد سعد عبد اللطيف، بورصة الاوراق المالية، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة، مصر، 1998، ص ص : (32-33).

4- **المستثمرون Investors:** هناك نوعان من المستثمرين، المستثمر الداخلي insider و المستثمر العادي، و يهدف المستثمر الداخلي الى السيطرة على الشركة و ادارتها من خلال تملك عدد كاف من الاسهم و يكون هدف الربح في المرتبة الثانية اما المستثمر العادي فيهدف الى تحقيق الربح في الاجل الطويل بالإضافة الى العائد الجاري.

#### 5- **المراجحون ( المتاجرون ) Arbitrageurs :**

وهم شريحة استثمارية تمارس التعامل بالمشتقات المالية، عندما يكون هناك فرق سعري لأصل معين بين سوقين او اكثر، اذ تشتري من السوق المنخفض الاسعار و تبيع في سوق اخر مرتفع الاسعار و تحقق ربحا عديم المخاطر، و يدخل ضمن هذه التعاملات جميع عمليات بيع العملات و شرائها، ولقد ساعد التطور التكنولوجي في اتمام هذه الصفقات بسرعة<sup>1</sup>.

#### 6- **المحتاطون: Hedgers**

تهتم هذه الشريحة المتعاملة في الاسواق المالية بتخفيض المخاطرة الناشئة عن التغيرات السريعة في الاسواق المالية، اذ تحتفظ هذه الفئة بالأوراق المالية من اجل الحيلة و تقليل المخاطر، خصوصا و ان المشتقات تسمح بتحقيق مستوى يتأكد من التفوق على الاوراق المالية الاصلية، ولكن ذلك لايعني ضمانا كاملا<sup>2</sup>.

#### المطلب الثالث : نظام تشغيل بورصة الاوراق المالية

يشترط في السوق المنظمة ان يتم التداول للأوراق المالية المسجلة فيها، وذلك داخل صالة التعامل عن طريق الوسطاء المرخص لهم للعمل فيها و ذلك طبقا لطريقة التداول المنفق عليها مع الالتزام بوحدات التعامل، ووحدات لتغير الاسعار كلما كان ذلك ضروريا، وتحدد الهيئة المشرفة على السوق هذه الوحدات، كذلك تتولى الهيئة الاعلان عن الصفقات و الكميات التي يتم تداولها لكل ورقة من الاوراق المالية المسجلة فيها وغيرها من المعلومات التي ترى ضرورة الاعلان عنها لصالح المتعاملين.

<sup>1</sup> عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، 2010، ص139

<sup>2</sup> مرجع سبق ذكره، ص 140.

## اولا- مكونات نظام تشغيل بورصة الاوراق المالية :

يمكن توضيح اهم مكونات نظام التشغيل لبورصة الاوراق المالية كمايلي <sup>1</sup>:

١ - صالة التداول: وهي المكان المخصص للتداول و يطلق عليه قاعة التداول، وهناك اكثر من بديل في هذا المجال، وهما نظام الصالة الواحدة، ونظام التداول باستخدام الحاسبات الالكترونية، و الوحدات الطرفية، ويتميز نظام القاعة الواحدة بتوفير الفرصة الكافية لسلامة عملية التداول، فأسعار الاسهم الناتجة عن عمليات التداول في ظل هذا النظام تمثل اسعار التوازن، حيث يكون كامل العرض و كامل الطلب لهم في لحظة ما ممثلا في اي عملية تداول بالبورصة و يعيب هذا النظام ان المعلومات يمكن ضبطها فقط بعد انتهاء عملية التداول و بالتالي يكون اكتشاف وقائع التعامل غير المسموح به، بعد اتمام و تنفيذ الصفقات، اما النظام الالكتروني للتداول فيعتمد على ضبط التعامل غير المسموح به، بعد اتمام و تنفيذ الصفقات، اما النظام الالكتروني للتداول فيعتمد على ضبط التعامل غير المسموح به من خلال البرامج الجاهزة و التدفق المستمر للمعلومات عن كافة عمليات التداول بالبورصة ويسهل هذا النظام عمليات المتابعة الفورية لعمليات التداول في كافة الاوراق المالية بكافة وقائعها من حيث حجم التعامل وتطور الاسعار وغيرها من المعلومات، ونظرا لارتباط كافة الوسطاء بهذا النظام فانه يساعد على ضبط الممارسات السيئة او غير المسموح بها وايقاف التعامل في حالة وجود شك في ورقة معينة الى ان يتم التأكد من سلامة الصفقة و بالتالي يسهل اتباع هذا النظام من مهمة تطبيق قوانين و لوائح السوق.

ب- الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة: وهم الذين يقومون بتنفيذ اوامر عملائهم في البيع او الشراء بالبورصة، ويحظر على هؤلاء الوسطاء القيام بالشراء او البيع لحسابهم الخاص، وقد يكون الوسيط منشأة فردية او شركات متخصصة في مجال السمسرة، ويحصل الوسيط على اوامر البيع و الشراء من العملاء عن طريق التليفون او الفاكس.

ثانيا- طرق التداول بالبورصة: يتم التوصل الى سعر تنفيذ صفقة الاوراق المالية بين البائع و المشتري عن طريق الوسطاء من خلال احدى الطريقتين التاليتين :

<sup>1</sup> احمد سعد عبد اللطيف، بورصة الاوراق المالية، مركز جامعة القاهرة للتعليم المفتوح، القاهرة، مصر، 1998،

- **طريقة المفاوضة: Negotiation** وفي ظل هذه الطريقة يتم الاعلان عن اسعار العرض ( البيع ) و اسعار الطلب ( الشراء ) لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع و المشتري للوصول الى اتفاق على سعر التنفيذ و تمكن هذه الطريقة من اعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل لورقة المالية.
- **طريقة المزايمة : Auctioning** و في هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على احسن عرض للمشتري ( lowest- offer ) هذا و يتم الاعلان عن الاسعار علنا، و ينتهي التداول بعقد صفقة الاوراق المالية و التي يتحتم تسويتها بالتسليم و التسلم الفعلي و تظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

و في مايلي اهم الهيئات التي تتولى تنظيم عملية التداول:

تتولى تنظيم اعمال سوق راس المال الجهات الاساسية التالية<sup>1</sup> :

أ- **هيئة السوق المال:** تقوم على ادارة سوق راس المال هيئة تتولى الاشراف على تنفيذ اللوائح و القوانين و التشريعات المنظمة للتعامل داخل البورصة و يطلق عليها هيئة سوق المال، وتتولى الهيئة وضع القواعد المنظمة للتعامل في الاوراق المالية، و تنظيم و تنمية سوق راس المال و الاشراف على توفير و نشر المعلومات و البيانات عنه و التحقق من سلامتها ووضوحها و كشفها عن الحقائق التي تعبر عنها، و مراقبة و التأكد من ان التعامل يتم على اوراق مالية سليمة وانه غير مشوب بالغش او النصب او الاحتيال او الاستغلال، ولهذه الهيئة اتخاذ ما يلزم من اجراءات لمتابعة تنفيذ احكام القوانين المنظمة لأعمال سوق راس المال.

وهيئة سوق المال هي الجهة التي تراقب على شركات الوساطة و على سلامة و قانونية العمليات المنفذة و تعطي التراخيص لشركات الوساطة، و تعتبر الهيئة صمام الامان الذي يحمي حقوق المستثمرين في حالة وجود اي شبهة نصب او تدليس او تلاعب و تقوم بتوقيع العقوبات على المتسبب سواء كان شركة وساطة او الشركة المصدرة للورقة المالية.

كما تتضمن مهام عمل هيئة سوق المال دراسة و الموافقة على جميع عمليات الطرح لأسهم جديدة في البورصة او بيع شرائح من اسهم متداولة لمستثمر استراتيجي.

<sup>1</sup> عنايات النجار و وفاء شريف، مرجع سبق ذكره، ص 73.

ب- البورصة: البورصة هي جهة رقابية ذاتية، وتعتبر شخصا اعتباريا عاما، وتتولى ادارة اموالها و لها اهلية التقاضي، البورصة هي المكان الذي يقوم فيه جميع المنفذين بتنفيذ اوامر البيع و الشراء على جميع الاوراق المالية المقيدة، وتقوم البورصة بالوظائف التالية:

- الرقابة على التداول و العمليات داخلها، والتحقق من سلامة تنفيذها، وإلغاء العمليات غير السليمة و التي ترى فيها تلاعبات.

- تحديد الحدود السعرية للاوراق مالية من خلال لجنة الاسعار.

- مراقبة العروض و الطلبات و العمليات قبل وأثناء و بعد التداول للتأكد من توفر الشفافية.

- فتح و غلق شاشات شركات الوساطة.

- التحقق من اي عملية مشكوك فيها و منع التلاعب.

- الاعلان للسوق عن اية اخبار مؤثرة على التداول من خلال شاشة الرسائل.

- الرقابة على اخطاء التنفيذ و حسابات التصويب.

- تقديم التقارير الدورية عن حركة التداول للأوراق المالية المقيدة بها الى هيئة سوق المال.

ج- شركة المقاصة و التسوية و الحفظ المركزي :

تتولى هذه الشركة القيام بأعمال المقاصة و التسوية الورقية و المالية الناتجة عن معاملات الاوراق المالية بالبورصة و تطبيق نظام الايداع و الحفظ المركزي.

و تتمثل مهامها الرئيسية في حفظ الاوراق المالية و متابعة حركاتها و تسوية العمليات التي نفذتها شركات الوساطة في البورصة، كما تقوم بعملية المقاصة المالية بين شركات الوساطة بالخصم من حساب الشركة المشترية و الاضافة على حساب الشركة البائعة.

ثالثا : الصفقات المالية ببورصة الاوراق المالية ( اوامر البيع و الشراء في سوق الاوراق المالية المنظمة)

1- طرق تحديد السعر لأوامر البيع و الشراء :

عند تحديد السعر الذي يرغب المستثمر في البيع او الشراء على اساسه، يواجه بدلين، البدسل الاول : اصدر الامر على اساس احسن سعر سوقي بالبورصة، اما البديل الثاني فهو قيام المستثمر بتحديد السعر بنفسه و فيما يلي توضيح لكل بديل منها:

## أ- اوامر السوق Market orders

يعتبر امر السوق Market order من اكثر الاوامر شيوعا، و بمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة باقصى سرعة ممكنة و على اساس افضل سعر يمكن الحصول عليه في السوق، وفي حالة امر الشراء يكون افضل سعر هو اقل سعر يمكن الحصول عليه، اما في حالة البيع فيكون اعلى سعر هو افضل سعر للبيع<sup>1</sup>.

ومن اهم مزايا هذا النوع من الاوامر السرعة و ضمان التنفيذ، اما اهم عيوبه فهي ان المستثمر لا يمكن ان يعرف السعر الذي سينفذ به الامر إلا عند اخطاره به، كما ان عليه قبول السعر السائد في السوق.

## ب- الاوامر محددة السعر : Limit Orders

في الاوامر المحددة Limit Orders يضع العميل سعرا معيناً لتنفيذ الصفقة، ومن ثم ليس امام السمسار إلا الانتظار لاغتنام الفرصة، وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق الى السعر المحدد او اقل منه في حالة امر الشراء، او اعلى منه في حالة البيع، وعادة ما يضع المستثمر حد اقصى للفترة الزمنية التي ينبغي ان ينفذ خلالها الأمر، هذا و بدلا من ان ينتظر السمسار حتى يصل سعر السوق الى السعر المحدد، عادة ما يقوم بتسجيل الامر لدى المتخصص الذي يتعامل في الاسهم معا الصفقة، والذي يعمل بدوره كما لو كان ممثلا للسمسار.

وكما يبدو فان اهم ميزة لهذا النوع من الاوامر انه على عكس امر السوق يعرف المستثمر مقدما و على وجه اليقين الحد الاقصى للقيمة التي سيدفعها اذا كان امر شراء، او الحد الادنى للقيمة التي سيحصل عليها اذا كان امر البيع، اما اهم عيوبه فهو ان سعر السوق قد لا يصل الى السعر المحدد ومن ثم لا تنفذ الصفقة حتى لو كان الفرق بين السعرين ضئيلا، وحتى لو كان سعر السوق مساويا للسعر المحدد، فان قاعدة الامر الوارد اولا ينفذ اولا قد يعني عدم امكانية تنفيذ الامر بالسعر المعلن، وذلك اذا كان ترتيبه متاخرا، هذا اضافة الى انه اذا كان السعر الذي يرغبه المستثمر قريب من سعر السوق، فقد يكون من الافضل له اصدار امر سوق Market Order ذلك ان عيوب الامر المحدد قد يفوق المزايا التي يجنيها من ورائه في مثل هذه الحالات.

<sup>1</sup> احمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص 43

## 2- النطاق الزمني لتنفيذ اوامر البيع و الشراء ببورصة الاوراق المالية :

ان الاوامر تنقسم حسب الصفقات الى اوامر بيع و اوامر الشراء، وحسب السعر تنفرج الى اوامر سعر السوق و الاوامر المحددة السعر، وهناك اختلافات فيما يخص القيود الزمنية المحددة لتنفيذ الاوامر حسب مايلي<sup>1</sup>:

أ- **الاورام لمدة يوم واحد** : يستمر الامر لمدة يوم واحد في التعامل، وهو ساري المفعول حتى انتهاء اليوم او حتى يتم تنفيذه او حتى يتم ايقافه بواسطة العميل، ويقوم السمسار بإدخال كافة الاوامر التي ترد اليه كأوامر لمدة يوم، هذا و تعتبر اوامر السوق غالبا ودائما اوامر يومية نظرا لعدم تحديد السعر بها، و يرجع تحديد مدة الامر بيوم واحد الى ان ظروف السوق و الصناعة و الشركة قد تتغير بشكل ملحوظ بين يوم وليلة و ان الاستثمار الذي يبدو جيدا الآن قد يكون غير مرغوب فيه غي اليوم التالي.

ب- **الاورام لمدة اسبوع و لمدة شهر** : يظل الامر الاسبوعي ساري المفعول حتى اغلاق التعامل بالبورصة في نهاية الاسبوع الذي تم فيه اصدار و ادخال الامر، اما الاوامر الشهرية فتنتهي مع نهاية التعامل في اخر يوم للتعامل في الشهر الذي تم فيه اصدار و ادخال الامر.

ت- **الاورام المفتوحة المدة** : في مثل هذا النوع من الاوامر يظل الامر ساريا حتى يتم تنفيذه او الغاؤه، وغالبا ما يشار اليه " ساري حتى الإلغاء، وعادة ما يرتبط الامر المفتوح بالأوامر محددة السعر، ويتطلب اصدار الامر المفتوح، ان يكون المستثمر على دراية بظروف العرض و الطلب على السهم موضوع الامر، وان يشعر المستثمر بالثقة الكافية بان اعطاء مزيد من الوقت الكافي للأمر سوف يؤدي الى تنفيذه في ظل ما هو محدد به من شروط، هذا و يتم تعزيز هذه الاوامر شهريا او ربع سنويا بواسطة السمسار مع المستثمر للتأكد من ان المستثمر على علم بان هذه الاوامر ما زالت موجودة و سارية.

3- **الاورام الخاصة** : من ابرز الاوامر الخاصة اوامر الايقاف و اوامر الايقاف المحددة، ثم الامر الذي يترك فيه السمسار ان يتصرف بحرية حسبما تقتضي الحال.

### أ- اوامر الايقاف **Stop orders**:

يقصد باوامر الايقاف Stop orders الاوامر التي لا تنفذ الا اذا بلغ سعر السهم مستوى معين او تعدها، و في هذا الصدد يوجد نوعان من اوامر الايقاف اوامر تتعلق بالبيع، وأوامر تتعلق بالشراء، ففي اوامر البيع Stop loss orders اذا وصل سعر السهم الى المستوى المحدد او انخفض عنه، فلو ان لدى

<sup>1</sup> مرجع سبق ذكره، ص 45

احد المستثمرين اسهما سبق ان اشترها بسعر 100 جنيه للسهم، بينما السعر السائد في السوق 120 جنيه للسهم، وانه يخشى حدوث هبوط شديد في الاسعار، حينئذ قد يصدر امرا للسماح بالبيع اذا ما انخفض السعر الى 110 جنيه مثلا، و اذا لم يتمكن السماسر من ابرام الصفقة عند هذا السعر و استمرت الاسعار في الانخفاض، يظل ملزما بتنفيذها عند اي سعر يمكن للحاق به، و هكذا يتحول امر الايقاف الى امر سوق Market orders، بمجرد بلوغ سعر السوق للسعر الذي حدده العميل، ذلك انه يمكن للسماح بتنفيذ الصفقة عند السعر المحدد او اي سعر اقل منه.

اما امر الايقاف الذي يتعلق بالشراء Stop buy orders، فانه يقضي بان يقوم السماسر بشراء السهم اذا بلغ سعره مستوى معين او تعدها، فلو ان التوقعات تشير الى مستقبل مبشر بشأن اسهم منشأة ما غير ان المستثمر لديه شك في ذلك، حينئذ يمكن اصدار امر ايقاف، فلو ان السعر الذي يباع به السهم في السوق هو 80 جنيه فقد يصدر الامر للسماح بالشراء اذا بلغ سعر السهم 83 جنيه او تعدها، ومرة اخرى سوف يتحول امر الايقاف الى امر السوق، مع ملاحظة انه في حالة امر الايقاف الذي يتعلق بالبيع يكون السعر المحدد في الامر اقل من سعر السوق، اما اذا تعلق الامر بالشراء فان السعر المحدد يكون اعلى من سعر السوق.

و اخيرا ينبغي الإشارة الى ان اوامر الايقاف تختلف عن الاوامر المحددة ذلك ان الامر المحدد لا يمكن ان يتحول الى امر السوق، فحتى لو وصل سعر السوق الى السعر المحدد فقد لا يتاح الفرصة لتنفيذ الامر كما سبقت الإشارة، يضاف الى ذلك انه على عكس اوامر الايقاف، يكون المستثمر متأكد بشأن السعر الذي سينفذ به الامر المحدد، ومن ناحية اخرى فانه على عكس الاوامر المحددة يكون سعر البيع في اوامر الايقاف اقل من سعر السوق، وسعر الشراء اعلى من سعر السوق.

**ب- اوامر الايقاف المحددة Limit order :** تعالج اوامر الايقاف المحددة عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة في حالة استخدام اوامر الايقاف، ففي اوامر الايقاف المحددة يضع المستثمر حد ادنى لسعر البيع، وحد اقصى لسعر الشراء، ولا يتم التعامل الا بذلك السعر او سعر افضل منه، هذا و اذا لم يتمكن السماسر من تنفيذ الامر في الصالة فيمكنه اللجوء الى المتخصص الذي يتعامل في هذا النوع من الاسهم، وذلك طالما ان السعر لم يهبط ( حالة البيع ) او يرتفع ( حالة الشراء ) عن السعر الذي حدده العميل في الامر.

فلو ان لدى المستثمر 1000 سهم سبق و ان اشترها بسعر 50 جنيه للسهم الواحد في الوقت الذي يخشى فيه هبوط السعر، حينئذ يمكنه اصدار امر ايقاف محدد بسعر و ليكن 48 جنيه للسهم الواحد،

وعادة ما يأخذ الامر الصورة التالية ببيع 1000 سهم عند 49 جنيه ايقاف 48 جنيه تحديد، و هذا يعني ان يبدأ السمسار في اتخاذ اجراءات البيع عندما ينخفض السعر الى 49 جنيه للسهم، وان ينفذ الامر حتى لو وصل السعر في تلك اللحظة الى 48 جنيه للسهم، على ان لا ينفذه اذا انخفض السعر الى اقل من ذلك، وبالطبع لو ان الامر تعلق بالشراء فان الامر يأخذ صورة عكسية.

### ث- اوامر التنفيذ حسب مقتضى الاحوال Discretionary Order :

يقصد بالأمر حسب مقتضى الاحوال ان يترك للسمسار الحق في ابرام الصفقة حسب ما يراه، وقد تكون حرية السمسار في هذا النوع من الاوامر مطلقة، فهو الذي يختار الورقة محل التعامل و السعر، وما اذا كانت الصفقة شراء ام بيعا، وتوقيت تنفيذها، اما الاوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية السمسار على توقيت التنفيذ و السعر الذي تبرم على اساسه الصفقة، وبالطبع يقتصر التعامل بهذا النوع من الاوامر على العملاء الذين تتوافر لديهم ثقة كاملة في كفاءة و امانة السمسار و قدرته على الحكم.

ومن مزايا امر التنفيذ حسب الاحوال اعطاء قدر كبير من المرونة للسمسار، بما يمكنه من التصرف بسرعة لاغتنام الفرص المواتية دون انتظار لأوامر محددة من العميل، كما يمكن للعميل استخدام هذا النوع من الاوامر عندما يكون في إجازة ولا يرغب ان يشغل نفسه بمحفظه اوراقه المالية، ومن ناحية اخرى لا يرحب الكثير من السماسرة بهذا النوع من الاوامر اذ يزيد من عبئ العمل الواقع عليهم، اضافة الى خشيتهم من ان تنفيذ بعض الاوامر قد يأتي بنتائج غير مرضية للعملاء هذا اضافة الى ان العملاء انفسهم نادرا ما يلجئون لهذا النوع من الأوامر اذ يؤدي الى تذبذب شديد و مستمر في ارصدة حساباتهم لدى السمسار، بحيث يصعب عليهم معرفة مركزهم المالي معه دون الاتصال به.

### رابعا : طرق تسعير الاوراق المالية في البورصة

بعد توجيه الأوامر إلى النظام الآلي للبورصة يتم تنفيذ العمليات المالية مع الأخذ بعين الاعتبار نوع الأمر، ففي الأوامر المحددة يتم التنفيذ وفقا لقاعدة أول أمر داخل أول أمر ينفذ. وبالتالي فإن عملية تنفيذ الأوامر المحددة تتم بالأولوية وهذا مع مراعاة السعر الذي يتحدد في البورصة وفقا لطريقة التسعير الثابت أو التسعير المستمر حسب حجم المعاملات اليومي كما يلي:<sup>1</sup>

١- التسعير الثابت: وتسعر الأوراق المالية (السهم) التي تعرف حجم معاملات ضعيف وفقا لهذه الطريقة مرتين في اليوم (fixage A،FA) أو مرة واحدة في اليوم (FB fixage B).

<sup>1</sup> Paul Jaques Lehmann, **Bourse et marchés financiers**, Dunod, 3<sup>ème</sup> édition, Paris , 2008, pp : (43-44).

ب- التسعير المستمر: تسعر الأسهم التي تعرف حجم صفقات كبير وفقا لطريقة التسعير المستمر، حيث يتغير السعر خلال فاصل زمني قدره إما 30 ثانية، وهنا تصبح الطريقة من النوع ( CA continu A)، عندما يتجاوز عدد الصفقات 20 صفقة في اليوم أو تفوق قيمتها 38120 أورو عند وصول الأوامر المصدرة، وتصبح هذه الطريقة من الصنف (CB continu B) عندما يكون حجم الصفقات اليومي أكبر من 5 صفقات في اليوم أو تتجاوز قيمة الصفقات 8000 أورو في اليوم.

ووفقا لهذه التقنية، تمر عملية تسعير الأسهم على مرحلتين هما مرحلة قبل افتتاح الجلسة التي يتم فيها تجميع أوامر البيع والشراء قبل افتتاح جلسة التداول في النظام الآلي للبورصة، والذي يقوم بحساب سعر افتتاح نظري بحسب أوامر العرض والطلب على الأوراق المالية، ولا يتم في هذه المرحلة التداول، وتتضمن هذه المرحلة الأوامر المحددة التي تشارك في تحديد سعر الافتتاح و أوامر السوق التي تخضع للسعر النظري للافتتاح؛ ومرحلة بعد افتتاح الجلسة التي تبدأ فيها عملية التبادل بسعر الافتتاح الذي حقق التوازن بين أوامر العرض وأوامر الطلب، وبما أن الأوامر مستمرة طوال اليوم يتولى النظام الآلي باستمرار تخزين جميع الأوامر في ذاكرته، ويقوم بالبحث دون توقيف على مقابلة أوامر العرض والطلبات.<sup>1</sup>

**المبحث الثالث: العمليات على الاوراق في سوق الاوراق المالية :** يتم التعامل على الاوراق المالية في

الاسواق الثانوية بطريقتين :

- العقود العاجلة

- المعاملات الاجلة الباتة

**المطلب الاول : العقود العاجلة Stop Market وهي :**

ان العقود العاجلة هي عمليات بيع و شراء الاوراق المالية، والتي بعد تمامها يسلم البائع الاوراق المالية للمشتري و يسلم المشتري الثمن للبائع حالا او خلال مدة وجيزة لا تتجاوز 48 ساعة في اغلب الاسواق المالية، حيث يحتفظ المشتري بالأوراق المالية و يستفيد من ارباحها و يتحمل خسارتها ايضا، وبما ان هذه العمليات تتم في قاعة التداول ببورصة الاوراق المالية و لا يسمح للمتعاملين بدخولها ما عدا

<sup>1</sup> سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية (دراسة حالة للأسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين 2001-2010)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح بورقلة، الجزائر، 2011-2012، ص ص : (33-34).

السماسة و موظفي السوق، ويلجا المتعاملون للعمليات العاجلة للاستثمار، المضاربة و التحوط على الاوراق المالية.

أ- **العقود العاجلة العادية** : العقود العاجلة العادية هي العقود التي يلتزم فيها كل من البائع و المشتري باتمام الصفقة نقدا، وذلك بان يستلم المشتري الاوراق المالية، ويسلم ثمنها حالا، او خلال مدة وجيزة جدا، و تقدر في بعض الاسواق العربية بيومين<sup>1</sup>.

ب- **عمليات الشراء بالهامش Trading Margin** :

هو التمويل الجزئي لعملية الشراء، حيث يقوم المستثمر بدفع جزء من قيمة الاوراق المالية التي يرغب في شرائها نقدا من أمواله، والباقي يتم تمويله بقرض من شركة الوساطة التي يتعامل معها، وتقوم شركة الوساطة بدورها باقتراض هذه الاموال من مؤسسة مصرفية، ويمثل المبلغ النقدي المدفوع من المستثمر الهامش المبدئي للصفقة، وهو في نفس الوقت يمثل غطاء لحماية شركة الوساطة المقرضة.

و الشراء الهامشي يتيح الفرصة للمستثمر لشراء اوراق مالية بكميات تزيد عن قدراته المالية و موارده الذاتية باستخدام اموال مقترضة من الوسيط، خاصة عندما يجد امامه فرصة جيدة لورقة مالية يرغب في شرائها و ليس لديه موارد كافية لذلك، ويكون القرض بضمان الاوراق المالية محل الصفقة<sup>2</sup>.

و المبلغ الذي يدفعه المستثمر من امواله يطلق عليه الهامش المبدئي و الذي يتم حسابه كمايلي :

**نسبة الهامش المبدئي = المبلغ الذي يدفعه العميل ÷ القيمة السوقية للأوراق المالية المراد شراؤها**

و في هذا النوع من العقود، يفتح العميل حسابا بالهامش لدى السماسر، الذي يقوم بدوره بالاقتراض من البنوك التجارية لتغطية الفرق بين قيمة الصفقة و بين القيمة المدفوعة كهامش، على ان توضع الاوراق محل الصفقة كرهن لسداد قيمة القرض.

و يخضع مقدار ما يشكله الهامش لمجمل القيمة لقوانين صارمة، ويتغير بشكل مستمر تبعا للظروف الاقتصادية، ويستخدم كاداة لضبط حركة السوق، فعندما ترتفع مستويات الاسعار و تزداد المضاربات يمكن للسلطات النقدية ان ترفع نسبة الهامش، مما يؤدي الى انخفاض الطلب على القروض المستخدمة

<sup>1</sup> متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص178

<sup>2</sup> عنايات النجار، وفاء شريف، دليل المتعاملين في بورصة الاوراق المالية، المنظمة العربية للتنمية الادارية، 2006،

في تمويل الشراء النقدي الجزئي لتضعف بذلك سيولة السوق بما يضع حدا للمضاربات المحمومة و على النهج نفسه يمكن انقاص نسبة الهامش عندما يعاني السوق حالة الركود.

و يبقى السهم عندما يشتري بالهامش في حيازة السمسار، كما يكون مسجلا باسمه و ليس باسم العميل، ولكن يحق للمشتري ان يمارس حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة، وان يحصل على ما يتحقق من ارباح.

وكما يبدو فان القيمة النقدية التي يدفعها المشتري هي في حقيقتها هامش امان للسمسار، فلو ان قيمة الصفقة 1000 دولار، بينما دفع العميل منها 600 دولار نقدا، اي 60 بالمائة من قيمة الصفقة، لو انخفضت القيمة السوقية للاوراق المالية محل الصفقة بتلك النسبة، يظل السمسار قادرا على استرداد قيمة القرض 400 دولار من حصيلة بيع الاسهم التي تحت يده و المسجلة باسمه.

و يدفع السمسار للبنك المقرض معدل فائدة يساوي تقريبا معدل الفائدة بين البنوك، اما سعر الفائدة الذي يدفعه العميل للسمسار فيزيد عن سعر الفائدة الاول بما يتراوح بين 05 الى 2 بالمائة، وتمثل هذه الزيادة عائدا اضافيا للسمسار<sup>1</sup>.

#### ت- بيع الاوراق المالية المقترضة Short Selling " البيع على المكشوف

الاصل في المعاملات ان تشتري الورقة المالية اولا ثم تباع فيما بعد، وهو السلوك المتوقع من المستثمر الذي يشتري الورقة، على امل ان ترتفع قيمتها السوقية فيما بعد و تتحقق بعض الارباح غير ان هناك نمط اخر من المعاملات يقوم به المضاربين، وفيه تباع الورقة اولا ثم تشتري فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق ان بيعت بها، وكما يبدو فان هذا النوع من المعاملات مرهون بتوقع البائع انخفاض القيمة السوقية للاوراق المالية محل الصفقة، و اهم ما يميز هذا النوع من المعاملات ان عملية البيع تتم في الوقت الذي لا يملك فيه البائع الورقة محل الصفقة، لذا يمكن ان نطلق عليه جواز البيع على المكشوف<sup>2</sup>.

و عليه فان البيع على المكشوف " هو بيع ورقة مالية قبل تملكها بهدف شرائها لاحقا بقيمة اقل و بالتالي يكون الربح مساويا للفرق بين سعر البيع وسعر الشراء ناقصا الفائدة التي يدفعها المستثمر نظير اقتراضه

<sup>1</sup> متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 179.

<sup>2</sup> إبراهيم منير الهندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، دار الفكر الجامعي، القاهرة، مصر، 2004، ص 96.

الورقة المالية خلال الفترة ما بين البيع والشراء، وتستخدم سياسة البيع على المكشوف اذا توقع المستثمر هبوط سعر الورقة المالية معينة في المستقبل القريب و هي سياسة معاكسة لسياسة الشراء بغرض الربح، اي الشراء الاعتيادي نتيجة لارتفاع الاسعار في المستقبل<sup>1</sup>.

و لتوضيح فكرة البيع على المكشوف نفترض ان شخصا ما يتوقع انخفاض القيمة السوقية لاسهما احدي المؤسسات، ومن ثم اعطى امرا للسمسار بان يبيع على المكشوف 100 سهم بالسعر الجاري، و ليكن 30 جنيه للسهم و بمجرد استلام الامر يسعى السمسار للبحث عن عميل يرغب في شراء تلك الاسهم بالسعر السائد، و يبرم معه الصفقة، وفي تاريخ التنفيذ و الذي عادة ما يكون في خلال خمسة ايام عمل من تاريخ ابرام الصفقة يقوم السمسار بتسليم المشتري الاسهم محل الصفقة، وذلك اما من مخزون لديه و باقتراضها من شخص اخر، وذلك في مقابل قيامه اي المشتري بسداد القيمة 3000 جنيه للمالك الاصلي لتلك الاسهم، هذا و لاتحسب عطلة الاسبوع يومي السبت والاحد في الولايات المتحدة و الاجازات الرسمية عند حساب الخمسة ايام التي ينبغي ان يتم خلالها التنفيذ، مما يعني ان الصفقة التي تبرم يوم الثلاثاء يتم تسوية كافة متعلقاتها يوم الثلاثاء الذي يليه، وذلك طالما لم يتوسط اليومين المذكورين اجازة رسمية.

ولكن هل ستبقى حصيلة البيع 3000 جنيه مع مقرض الأسهم نعم سوف يحتفظ بها كرهن للأسهم التي اقترضها، وهنا يكمن السبب الذي من اجله يقبل السمسار او الشخص الاخر اقراض الاسهم، ذاك انه يمكنه استخدام حصيلة بيع الاسهم مجانا اي توجيهها الى مجال استثماري دون ان يدفع عنها فوائد، هذا الى جانب ان المقترض اي البائع ما زال مسؤولا عن رد الاسهم عند الطلب.

وعادة ما يكون قرض البيع على المكشوف قابل للاستدعاء من اي من الطرفين، وفي اي لحظة على المقترض رد الاسهم اما بشرائها من السوق او باقتراضها من شخص اخر و ذلك خلال 24 ساعة، وعادة ما يلعب السمسار دورا في هذا الشأن لذا يقوم بنفسه بالبحث عن طرف اخر يقترض منه ذات الاسهم لحساب العميل، وهي مسألة لا تستغرق وقتا و لا تخرج عن كونها استبدال مقرض بمقرض اخر.

و الان دعنا نفترض ان الاسهم محل الصفقة انخفضت قيمتها لتصبح 20 جنيه للسهم، حينئذ يمكن للعميل اقفال حسابه لدى السمسار، وذلك بإعطائه اوامر بشراء الاسهم من السوق بالسعر السائد ( 100 \* 20 = 2000 جنيه ) و تسليتها للمقترض ( سواء كان السمسار نفسه او شخص اخر ) على ان يسترد

<sup>1</sup> شقيري نوري موسى، مرجع سبق ذكره، ص 43.

اي البائع قيمة الرهن المتمثلة في القيمة التي سبق ان باع بها الاسهم ( 3000 جنيهه ) محققا عائدا قدره 1000 جنيهه.

و لكن لارتفاع الاسعار تأثير اخر على المقترض ( المضارب ) ذلك ان عائد البيع على المكشوف يتحقق فقط اذا انخفضت القيمة السوقية المدفوعة لشراء السهم عن القيمة السوقية التي سبق ان بيع بها، ففي المثال السابق، كان سعر بيع السهم 30 جنيهه، ثم اشتراه المضارب فيما بعد بقيمة قدرها 20 جنيهه محققا ربحا قدره 1000 جنيهه على الصفقة المكونة من 100 سهم، اما في ظل افتراض ارتفاع القيمة السوقية للسهم الواحد بسعر 30 جنيهه، واصبح عليه ان يشتريه بسعر 40 جنيهه و من ثم يبنى بخسائر اجمالية قدرها 1000 جنيهه  $(100 * 40.30)$

### المطلب الثاني : المعاملات الاجلة الباتة

يقصد بالمعاملات الاجلة تلك المعاملات التي تتم في سوق الاوراق المالية، وهي تحديدا تكون عقود بيع يتم الاتفاق فيه على نوع الورقة معا الصفقة، عددها، وثمنها، عند ابرام الصفقة على ان يتم تسليم الاوراق المبيعة و تسليم الثمن في تاريخ لاحق يسمى التصفية.

**اولا - تعريف العقود الاجلة :** و يمكن تعريف المعاملات الاجلة الباتة بشكل مبسط على انها : العمليات التي يتفق فيها الطرفان على تاجيل التسليم و دفع الثمن الى يوم محدد مستقبلا، يسمى يوم التصفية. وتسمى الباتة : تميزا لها عن عقود الاختيارات، وذلك لان العاقدين ليس لهم حق الرجوع او الخيار في تنفيذ العملية، ولكن لهم الحق في تأجيل موعد التصفية النهائية الى موعد اخر.

كما تسمى بالعقود المستقبلية تميزا لها عن العقود الحاضرة ( العاجلة ) التي سبق الحديث عنها. و سبب لجوء اطراف العقود الاجلة لتلك السوق هو الرغبة في تخفيض مخاطر تقلبات السعرية المستقبلية للأصل محل التعاقد، فالمزارع الذي سيجني محصوله مثلا في الشهر التاسع يمكنه بيع محصوله في الشهر الخامس بمقتضى عقد مستقبلي بسعر محدد من الان، بصرف النظر عن السعر السائد في السوق الحاضر في الشهر التاسع، والذي قد يكون منخفضا بسبب وفرة المحصول، كما ان المشتري يمكنه من الشهر الخامس عقد الصفقة و تحديد سعرها من الان متجنباً مخاطر تقلبات الاسواق. و ما يميز العقود المستقبلية هو ان السلع التي تباع فيها قابلة للتنميط اي انها قابلة للتداول و الواقع ان العقد لا يتم بين البائع و المشتري مباشرة، فكل سوق من اسواق العقود المستقبلية بيت لتسوية الصفقات

يتألف من اعضاء السوق، ويتم العقد حقيقة بين البائع و بيت التسوية، ثم بين المشتري و البيت، فلا توجد علاقة مباشرة بين البائع و المشتري، بل العقد يتكون من طرفين بينهما بيت التسوية<sup>1</sup>.

### ثانيا : صور تصفية العقود الاجلة

تاخذ تصفية العقد الاجل في يوم التصفية احدى الصور الثلاث التالية<sup>2</sup> :

**الصورة الاولى :** تصفية العقد بتسليم و تسلم الاوراق المالية : اي بتسليم الاوراق المالية من قبل البائع الى المشتري، وتسليم المشتري ثمنها للبائع، وهذه الصورة نادرة الاستخدام في الواقع.

**الصورة الثانية :** تصفية العقد بإبرام عقد اخر على عكس الاول:

و في هذه الصورة تكون بين حالتين:

**بالنسبة للبائع:** ان يبيع مستثمر اوراق مالية لأجل ثم عند حلول الاجل - يوم التصفية- يقوم هذا المستثمر بشراء اوراق مالية من جنس الاوراق المالية التي باعها بالأجل، شراء حالا بسعر يوم التصفية، وفي هذه الحالة لا يبقى المستثمر ملتزما بتسليم الاوراق المالية التي باعها أولا وذلك لأنه و بمجرد ان يشتري الاوراق يخرج من السوق و يقال عنه : " انه قد صفى مركزه نهائيا " و كان الامر الجديد يتمثل فيما لو ان البائع الجدد حل محل المستثمر امام المشتري الاول.

### بالنسبة للمشتري :

ان يشتري مستثمرا اوراق مالية لأجل، ثم عند حلول الاجل ( يوم التصفية ) يقوم هذا المستثمر ببيع اوراق مالية من جنس الاوراق المالية التي اشتراها بالأجل، بيعا حالا بسعر يوم التصفية، و في هذه الحالة لا يبقى المستثمر ملتزما بتسليم الاوراق المالية التي اشتراها اولا، وذلك لأنه و بمجرد ان يبيع الاوراق يخرج من السوق و يقال عنه " انه قد صفى مركزه نهائيا " و كان الامر الجديد يتمثل فيما لو ان المشتري الجديد حل محل المستثمر امام البائع الاول.

وهذا يتم اذا كان في نية المشتري اصلا ان لا يتسلم الاوراق التي باعها، ولكن كان هدفه من الشراء لأجل هو ان يستفيد من فروق الاسعار عند ارتفاع سعر الاوراق المالية التي سوف يبيع بها يوم التصفية، فالمستثمر السابق اذا باع الاوراق المالية من الجنس نفسه و لكن بسعر اعلى من السعر الذي اشترى به قبلا ( السعر المتفق عليه ) فسوف يحقق مكسبا، اما اذا كان السعر يوم التصفية اقل من السعر الذي يشتري به قبلا فانه سوف يقوم بدفع الفرق للسمسار.

<sup>1</sup> متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 187.

<sup>2</sup> مرجع سبق ذكره، ص 187.

و بالطريقة نفسها فلا يلتزم المستثمر بالانتظار حتى يوم التصفية، فقد يقوم المشترون بتصفية مراكزهم المالية قبل حلول يوم التصفية.

**الصورة الثالثة :** تصفية العقد بابرام عقد اخر على عكس الاول، مقرونا بعقد اخر على مثال العقد الاول.

## الفصل الرابع

مؤشرات بورصة الأوراق المالية ومناهج تحليلها

### الفصل الرابع : مؤشرات بورصة الأوراق المالية ومناهج تحليلها

تحتل المؤشرات مكانة هامة عند الاقتصاديين أو المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، باعتبارها تقيس مستوى الأسعار بالاستناد على عينة من الأسهم المتداولة فيها، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة بورصة الأوراق المالية المستهدفة.

**المبحث الاول - مفهوم مؤشرات سوق الاوراق المالية واهم مزاياها :**

**المطلب الاول- اساسيات مؤشر سوق الاوراق المالية :**

مؤشر السوق هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الاوراق المالية و يتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة البداية، ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند اي نقطة رسمية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء الى الاعلى او الى الأسفل، اذ يعكس المؤشر اسعار السوق و اتجاهاته و ليس الورقة المالية، والذي بدوره يعطي مؤشرا واضحا للاقتصاد الوطني<sup>1</sup>.

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغيير في أسواق الأوراق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق... إلخ، ارتفاعا وانخفاضا، الأمر الذي يعكس سعر السوق و اتجاهها أما عن مؤشر الأسهم فهو بالنسبة للمستثمر معيارا لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضا لقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل<sup>2</sup>.

وهناك نوعان من المؤشرات<sup>3</sup> :

- المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة DJIA ومؤشر 500 لستاندرد اند بور S&P500

- مؤشرات قطاعية : اي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع او صناعة معينة ومنها على سبيل المثال، مؤشر داو جونز لصناعة النقل، او مؤشر ستاندرد اند بور لصناعة الخدمات العامة.

<sup>1</sup> محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم بورصة الاوراق المالية بين النظرية و التطبيق الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص 251 .

<sup>2</sup> حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص 35.

<sup>3</sup> متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 193.

وهكذا فان مؤشر سوق الاوراق المالية يعد من الوسائل المهمة التي يسترشد بها المستثمرين في الاسواق المحلية و الدولية من اجل توقيت استثماراتهم وتنفيذها كذلك في رصد التطورات التي تشهدها الاسواق ودرجة فعاليتها اي تقييم اسواق الاوراق المالية، وبالتالي التعرف على اتجاهات الاداء فيها ومقارنتها بأداء غيرها من الأسواق الامر الذي يمنح فرصة اخرى للمستثمرين لاتخاذ قرارات الاستثمار.

يتم استخدام مؤشرات الأسعار لقياس أداء السوق، وقد تكون تلك المؤشرات عامة تعبر عن حالة السوق بصفة عامة، أو خاصة تعبر عن حالة صناعية معينة أو قطاع معين. ومن أهم الشروط التي يتعين توافرها لبناء مؤشر جيد يعبر عن صورة السوق الحقيقية هي: وجود عينة من أسهم الشركات تمثل السوق تمثيلا جيدا واستخدام طريقة سهلة ومبسطة لحساب قيمة المؤشر<sup>1</sup>.

#### المطلب الثاني- أنواع حركات المؤشر في بورصة الأوراق المالية:

طالما ان نشاط المنشآت التي يتم تداول اوراقها المالية في سوق راس المال تمثل الجانب الاكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وفي حال اتسمت سوق راس المال بقدر من الكفاءة، فان المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه ان يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، كما يمكن لمؤشرات اسعار الأسهم فضلا عن ذلك، ان تتنبأ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث اي تغيير قبل فترة زمنية.

يتحرك المؤشر في أي بورصة ثلاث حركات تتباين وفقا لأمدها الزمني، وهي الحركة الرئيسية، والثانوية، واليومية:<sup>2</sup>

1- **الحركة الرئيسية:** إذ تمثل الحركة الرئيسية (primary movement) خط الاتجاه الواسع، وتمتد من عدة شهور إلى عدد من السنين، وتشير هذه الحركة أساسا إلى السوق الصاعد (Bull) والسوق الهابط (Bear). فميل مؤشر السوق إلى التحرك في ناحية معينة عبر خط مستقيم لمدة من الوقت (دقائق، أيام،

<sup>1</sup> عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطورها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص: 115.

<sup>2</sup> بشار ذنون محمد الشكري، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الاسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية (دراسة تحليلية لسوق الرياض للاوراق المالية)، مجلة تنمية الراقدين، جامعة الموصل، العراق، العدد 30-، 16 افريل 2007، ص ص: (80-81).

أشهر)، يطلق عليه بميل السوق، ويبقى هذا الاتجاه قائماً إلى أن يتغير، وعندما تشكل تحركات هذا المؤشر سلسلة تصاعدية من الارتفاعات أو الانخفاضات التي يمكن الوصل بينها بخط يشير إلى اتجاه السوق في الأعلى، ويدعى عندئذ بالسوق الصاعدة، إذ تزداد حركة الشراء عن حركة البيع. أما إذا كانت تحركات المؤشر في اتجاه أفقي فإن السوق تكون ساكنة. ولما تكون تحركات المؤشر سلسلة تنازلية فإن اتجاه السوق يكون عندئذ للأسفل.

**ب- الحركة الثانوية:** وهي رد الفعل الذي يعمل على تصحيح الاتجاه الرئيسي في السوق الصاعد، والتي تعد حركة تصحيحية (Correction movement)، وفي السوق النازل تدعى الحركات الثانوية في بعض الأحيان بردود الفعل. ومدة هذه الحركة أقصر من الحركة الرئيسية وتستمر عادة من ثلاث أسابيع إلى ثلاث أشهر ويعقب ذلك استعادة السوق لأوضاعه بمعنى استعادة الأسعار بنسبة الثلث إلى الثلثين، والتي سبق لها أن صعدت في ظل سوق صاعد أو هبطت في ظل سوق هابط، وغالبا ما تنتهي الحركات الثانوية بفتور في نشاط السوق ويسمى البعض حركات تصحيحية.

**ج- التقلبات اليومية:** وهي مهمة إذا ما تم النظر إليها بوصفها مجموعة وليست منفردة، بشرط أن يعبر المؤشر عن حالة مجمل السوق وليس شركات بحد ذاتها، فمجموع التقلبات اليومية تكون الاتجاهات الثانوية في السوق.

وبناء على ذلك يمكن القول، بأن الاتجاه الرئيس يبقى سائداً لأكثر من سنة وقد يدوم لسنوات، أما الاتجاهات الثانوية فهي ردود فعل متوسطة إصلاحية للاتجاه الرئيس، وتستمر ردود الفعل من شهر إلى ثلاثة أشهر أما الاتجاهات أو التقلبات اليومية فهي حركات قصيرة الأجل تدوم من يوم واحد إلى ثلاثة أسابيع، وتتكون الاتجاهات الثانوية من عدد من الاتجاهات اليومية التي تكون على الغالب عرضة للمضاربة.

**المطلب الثالث- خصائص مؤشر سوق الأوراق المالية :** يمكن تحديد أهم خصائص مؤشرات الاسواق في مايلي<sup>1</sup> :

- يأخذ المؤشر عينة من اسهم الشركات التي تمثل البورصة بشكل دقيق و عادة ما يأخذ 30 سهما مثل مؤشر داوجونز او 500 سهم مثل مؤشر ستاندر اند بور.

<sup>1</sup> كنعان علي، الاسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2009، ص 209

- يأخذ المؤشر اما اسعار الاسهم و يقسمها على العدد او قيمة مجموعة الاسهم الداخلة و يقسمها على اسعارها في فترة سابقة.

- يعالج المؤشر العينة بطريقة احصائية اما الوسط الحسابي او الوسط الهندسي، بحيث يمكن الوصول الى امكانية المقارنة، يأخذ المؤشر الكلي قيمة البورصة كاملة، كل ما يدخل من اسهم في فترة زمنية و يقارنها بالقيمة في فترة الأساس للتعرف على التغيرات الطارئة على السوق، وهذا المؤشر يحدد الخسارة التي يمكن ان تلحق بالسوق في حالات الانهيار او الارتفاع في حالات الصعود.

و بالإضافة الى الخصائص المشار إليها فان هناك شروط و اسس يجب توافرها في المؤشرات و لعل اهم هذه الشروط هي<sup>1</sup>:

- يجب ان يكون المؤشر عبارة عن اسهم تمثل جميع الانشطة الاقتصادية.

- يجب ان تكون طريقة حسابه واضحة بالنسبة للمستثمر العادي.

- يجب ان يتضمن حجما كبيرا من الاسهم.

- يجب ان يحدد وزن و اهمية نسبية لكل سهم و ان يكون الوزن معروفا.

**المطلب الرابع - مزايا مؤشر سوق الاوراق المالية و استخداماته :**

**اولا : مزايا مؤشر سوق الاوراق المالية**

تبرز اهمية المؤشر من خلال المزايا التي يحققها للسوق و التي منها<sup>2</sup> :

1- يلخص المؤشر اداء السوق الإجمالي اذ يتكون من اسهم الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد لذا فهو يمثل اسلوبا سهلا لتحويل اداء الاقتصاد الى صورة كمية، اذ تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم، وبالتالي فانه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الاداء الاقتصادي لقطاع معين.

2- تساعد المؤشرات على قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى اذ يمكن للمراجحين في السوق تحديد مشكلات والتي يمكن ان تؤدي الى انحراف الاسعار او تصويب اتجاه السوق، الامر الذي يعكس اسعار الاوراق المالية بشكل دقيق.

<sup>1</sup> عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 176.

<sup>2</sup> محمد ابراهيم الشبلي، طارق ابراهيم الشبلي، مقدمة في الاسواق المالية، عمان، الاردن، 2000، ص 147.

3- احد الاتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع ان تتغير هذه التدفقات ( بالزيادة او النقص ) فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين و المستثمرين.

4- يمكن للمستثمر مقارنة اداء مؤشر السوق الاسهم بمؤشرات اسواق الاسهم في العالم، الامر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق بالمقارنة بالأسواق الأخرى مما قد تتجم عنه زيادة الاستثمارات الاجنبية في حالة ان يكون السوق من الاسواق الصاعدة.

5- تقييم اداء الاوراق المالية المختلفة صعودا وهبوطا، ويعبر عن المؤشر عن حالة السوق الفورية الحاصلة في البورصة وهل تستجيب الاسعار للمعلومات الواردة الى السوق وبذلك تكمن كفاءة السوق<sup>1</sup>.

6- توجيه المستثمرين والمضاربين نحو الاستثمارات الافضل لمخدراتهم و اموالهم استنادا للأسعار و حالات الهبوط و الصعود، ومساعدتهم في تحديد حجم المخاطر و دراسة امكانية تجنبها، بحيث تزداد درجات الامان للاستثمارات.

7- قياس كفاءة سوق الاوراق المالية ومن ثم قياس كفاءة و استقرار الحالة الاقتصادية للدولة، نظرا لوجود علاقة مباشرة بين مؤشر السوق و معدل النمو الاقتصادي<sup>2</sup>.

#### ثانيا : استخدامات مؤشر سوق الاوراق المالية

لمؤشرات سوق الاوراق المالية استخدامات عديدة تهتم المستثمرين الافراد و غيرهم من الاطراف التي تتعامل في اسواق راس المال وفي طليعة تلك الاستخدامات<sup>3</sup>:

1 - اعطاء فكرة سريعة عن اداء المحفظة، حيث يمكن للمستثمر او مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة اوراقه المالية - ايجابيا او سلبيا- مع التغير الذي طرا على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنويع، وذلك دون حاجة الى متابعة اداء كل ورقة على حدة، وإذا كانت استثماراته - للمستثمر - في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الافضل له متابعة ذلك المؤشر.

<sup>1</sup> كنعان علي، مرجع سبق ذكره، ص 211

<sup>2</sup> نفس المرجع السابق، 210

<sup>3</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص ص : (194-195)

- 2- الحكم على اداء المديرين المحترفين فوفقا لفكرة التنويع الساذج يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الاوراق المالية المختارة عشوائيا، ان يحقق عائدا يعادل تقريبا عائد السوق ( متوسط معدل العائد على الاوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر وهذا يعني بان المدير المحترف الذي يستخدم اساليب متقدمة في التنويع يتوقع منه ان يحقق عائدا اعلى من متوسط عائد السوق.
- 3- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق، اذا امكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية، وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات ما يعرف بالتحليل الأساسي فانه قد يمكنه من التنبؤ مقدما بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل، كما ان اجراء تحليل فني و تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، اذا ما توصل المحلل الى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الاسعار في السوق.
- 4- تقدير مخاطر المحفظة، فيمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية Systematic Risk لمحفظة الاوراق المالية، وهي علاقة بين معدل العائد لأصول خطرة و معدل العائد لمحفظة السوق المكونة من اصول خطرة.

### المبحث الثاني : بناء مؤشر الاوراق المالية و مؤشرات قياس اداء البورصات

#### المطلب الاول- مراحل بناء مؤشرات بورصة الأوراق المالية:

يمر بناء مؤشر الاوراق المالية بالخطوات التالية :

اولا - مدى ملائمة العينة : تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر، بانها مجموعة الاوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي ان تكون العينة المختارة ملائمة من ثلاثة جوانب وهي : الحجم و الاتساع و المصدر وفق مايلي<sup>1</sup>.

- الحجم (Size)، فالقاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق.

- الاتساع (Breadth) فيعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لمنشآت في كل قطاع من

<sup>1</sup> حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007، ص ص: (41-42).

القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تميز، أما إذا كان المؤشر خاصا بصناعة معينة، حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة،

- المصدر (Source)، فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

#### ثانيا - تحديد الاوزان النسبية :

تعرف الاوزان النسبية في بناء مؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الاسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهذه المداخل هي<sup>1</sup>:

- مدخل الوزن النسبي على اساس السعر: (Price Weighting) اي نسبة سعر السهم الواحد للمنشأة الى مجموع اسعار الاسهم الفردية الاخرى التي يقوم عليها المؤشر، ولكن يؤخذ على هذا المدخل ان الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، في حين ان سعر السهم قد لا يكون مؤشرا على اهمية المنشأة او حجمها، ومن الامثلة على هذه المؤشرات يأتي مؤشر داو جونز Dow Jones الذي يحتوي على ثلاثين ورقة مالية تمثل 30% من بورصة نيويورك.

- مدخل الاوزان المتساوية: (Equal Weighting) وذلك اعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، ومن الامثلة على هذه المؤشرات يأتي مؤشر FT30 الذي يجمع ثلاثين من الاوراق المالية الاكثر اهمية في بورصة لندن.

- مدخل الاوزان حسب القيمة: (Value Weighting) اي اعطاء وزن للسهم على اساس القيمة السوقية الكلية لعدد الاسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الاساسي في مدخل السعر ان لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي. فالمنشآت التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر، بصرف النظر عن سعر السهم او عدد الاسهم المصدرة، وهذا بدوره يعني ان اشتقاق الاسهم لن يحدث اي خلل في المؤشر.

ثالثا - طريقة حساب مؤشر الاوزان حسب القيمة: تستخدم الصيغة التالية في حساب مؤشر الاوزان حسب القيمة :

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 196.

$$INDEX t = \frac{PtQt}{\sum PbQb}$$

حيث ان :

$INDEX t$  = قيمة المؤشر في الفترة  $t$

$Pt$  = اقبال اسعار الاسهم في الفترة  $t$

$Qt$  = عدد وحدات الاسهم في الفترة  $t$

$Pb$  = اقبال اسعار الاسهم في يوم الاساس

$Qb$  = عدد وحدات الاسهم في يوم الاساس

المطلب الثاني - مؤشرات قياس أداء بورصات الأوراق المالية:

هناك معايير عدة ( مؤشرات ) يتفق عليها الاقتصاديون لقياس أداء الاسواق المالية لمعرفة درجة تقدم السوق و نضجها، ومن اهم هذه المؤشرات نجد مايلي<sup>1</sup>:

اولا : **المؤشر العام لأسعار الاسهم Stock Price Index** تحرك الاسهم يحرك عادة بما يطلق عليه معدل او مؤشر السوق، وهو مؤشر احصائي يستخدم لقياس الاداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له، والذي يتكون من معدل اسعار مجموعة من الاسهم يفترض انها تستخدم كمقياس للحركة العامة لسوق الاوراق المالية.

ويكتسب المؤشر العام لأسعار الاسهم اهمية كبيرة لمختلف المتعاملين في السوق المالية، اذ جرت العادة في تقييم نشاط السوق ولاسيما من المستثمرين من خلال متابعة مؤشرات الأسواق مما يساعدهم في تحديد قراراتهم الاستثمارية بالنسبة للبيع والشراء، والى ابعد من ذلك اصبحت المقارنة بين كفاءة الاسواق المختلفة تتم من خلال هذه المؤشرات، وغالبا ما تنشر الصحف العالمية المختلفة يوميا قائمة لمختلف المؤشرات التي تنشر التطورات الطارئة على اسعار الاسهم الامر الذي يغذي صورة واضحة للمستثمرين عن اوضاع واستثماراتهم ، وبالتالي يسهم في زيادة مقدرتهم في توجيه اموالهم نحو الاسواق الاكثر كفاءة و استقرار.

<sup>1</sup> عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص ص: (177-178).

ثانياً - حجم السوق : غالباً ما يقاس حجم السوق بمؤشرين أساسيين هما :

**1- مؤشر القيمة السوقية ( معدل رسملة السوق ) Market Capitalization** يقصد برسملة السوق المالي مجموعة من الاسهم المدرجة في السوق بمتوسط اسعارها في نهاية المدة، و يشير ايضا هذا المؤشر الى اجمالي قيمة الاوراق المدرجة في السوق، وهناك من يفسرها بأنها تمثل قيمة اسهم الشركات المدرجة في سوق الاوراق المالية تبعا لسعر السوق، وغالبا ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي ويفترض المحللون الاقتصاديون ان معدل السوق يرتبط ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الاموال و تنويع المخاطر. وتنعكس رسملة السوق مستوى نشاطها، فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع مستوى السوق و كبر حجم السوق سواء من حيث زيادة عدد الاسهم وعدد شركات المدرجة فيه، او ارتفاع الاسعار الذي قد يكون انعكاسا لاتساع حجم المعاملات المالية او كليهما معا.

**2- مؤشر عدد الشركات Number of companies** يقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المقيدة في بورصة الاسواق المالية، التي يتم التداول في اوراقها المالية للسوق المنظمة ( البورصة )، ويستخدم هنا المؤشر للدلالة على حجم السوق، بالإضافة الى المؤشر العام للأسعار. **ثالثا - مؤشر سيولة السوق:** تعني سيولة السوق القدرة على شراء الاوراق المالية وبيعها في السوق الثانوي بسهولة، عدد من المؤشرات التي تقيس درجة سيولة السوق إلا أن مؤشر حجم التداول ومؤشر معدل الدوران يعتبران الأكثر شيوعا.

**1- مؤشر حجم التداول Trading Volume Index** يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من اسهم و سندات بمختلف الاسعار خلال مدة زمنية، اذ يعكس حجم التداول القيمة الاجمالية للأوراق المتداولة خلال مدة زمنية عادة ما تكون سنة، ويقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الاسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الاجمالي.

**2- مؤشر معدل الدوران: Share Turnover Ration** يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول اسهم شركة معينة او مجموعة شركات داخل القطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الاسهم في سوق التداول خلال مدة زمنية معينة، ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة اجمالي الاسهم المتداولة على رسملة السوق ( القيمة السوقية ) خلال العام او خلال اي مدة زمنية.

المطلب الثالث - أهم مؤشرات البورصات العالمية:

من أهم مؤشرات البورصات العالمية نجد:

1- مؤشر داو جونز الصناعي: **Dow - Jones Industrial Average** يعتبر مؤشر داوجونز

الصناعي مؤشر خاص بسوق نيويورك يتم حسابه بواسطة المتوسط الحسابي للأسعار، ويتم تعديله بالأخذ في الحسبان عملية إحلال الأوراق المالية داخل المجموعة المعتمدة في حسابه التي تضم ثلاثون شركة صناعية وعشرون شركة نقل وخمسة عشر شركة من شركات المرافق العامة والخدمات.<sup>1</sup> وعلى الرغم من ثبات عدد الشركات الداخلة أسعار أسهمها في هذا المؤشر، إلا أن هوية هذه الشركات تختلف باختلاف أوضاع الاقتصاد وبحسب كل نصف ساعة.

أما صيغة حساب مؤشر داو جونز الصناعي: **Dow - Jones Industrial Average** على النحو التالي<sup>2</sup>:

$$DJA_t = \sum_{i=1}^{30} \frac{P_{it}}{D_{adj}}$$

حيث:

$DJA_t$  = قيمة المؤشر في الفترة  $t$

$P_{it}$  = سعر السهم  $i$  في الفترة  $t$

$D_{adj=t}$  = القاسم المعدل في الفترة  $t$

3- ستاندرد أند بور 500 (Standard & Poor Index 500): يحتوي على خمسمائة ورقة مالية

تمثل 80 بالمئة من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك 400 شركة صناعية، 40 شركة منافع عامة، 20 شركة نقل، 40 شركة في مجال المال والبنوك والتأمين.<sup>3</sup> ويضم معظم الشركات كبيرة

<sup>1</sup> محمد عبد الله شاهين، تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2017، ص 282.

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سيق نكره، ص 197.

<sup>3</sup> حسين عصام، اسواق الاوراق المالية، دار اسامة للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2007، ص 50.

الحجم في مجال الصناعة والمنافع العامة والنقل والشركات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية مثل شركة IBM وشركة جينرال موتورز حيث تحظى هذه الشركات بوزن نسبي في المؤشر مقارنة بالشركات الصغيرة الحجم. وما تجدر إليه الإشارة أن الزيادة النسبية في قيمة هذا المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة السوقية الإجمالية لأسهمه.

ويعتمد أسلوب بنائه على أساس القيمة حيث يحسب وفقا للعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$S\&P500 = \frac{\sum P_{it} Q_{it}}{\sum P_{ib} Q_{ib}} (t)$$

$P_{ib=p}$  سعر السهم  $i$  في الفترة  $p$

$Q_{it=t}$  عدد وحدات السهم  $i$  في الفترة  $t$

$Q_{ib=b}$  عدد وحدات السهم  $i$  في الفترة  $b$

الاساس  $(k)$ ، فترة الاساس  $b$

وعلى عكس مؤشر داو جونز، فإن مؤشر ستاندر أند بور لا يتأثر بالاشتقاق أو بإصدار أسهم في مقابل توزيعات. ومن الانتقادات الموجهة لهذا المؤشر هو التحيز لصالح المنشآت ذات الحجم الكبير باعتباره يقوم على مدخل القيمة، حيث أن التغير في سعر سهم الشركة الأكبر حجما يترك أثرا أكبر على قيمة المؤشر من التغير في سعر سهم المنشأة أقل حجما حتى ولو كان هذا التغير بنفس النسبة.

**4- مؤشر نازداك:** ينسب مؤشر Nasdaq Composite Index الى سوق نازداك للأوراق المالية، حيث تم تأسيس هذه السوق عام 1971م من خلال شبكة كمبيوترات مرتبطة ببعضها البعض وموصلة بجهاز كمبيوتر مركزي متطور يحتوي على الاف الاسهم للشركات المسجلة، ولايوجد سوق للبيع و الشراء كما في سوق نيويورك للأوراق المالية، وإنما البيع و الشراء يتم عبر شاشة عرض الكمبيوتر في العالم،

<sup>1</sup> السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 197.

تضم هذه السوق 5000 شركة متنوعة في العالم من مختلف الاختصاصات، اما مؤشر نازداك فيعرف على انه مؤشر احصائي يضم مجموع القيم السوقية للشركات الامريكية و الاجنبية المدرجة في السوق<sup>1</sup>.

5- **مؤشر سوق اسهم نيويورك NYSE** : تمثل سوق اسهم نيويورك المالية احد اهم الاسواق المالية العالمية بسبب ضخامة حجم الادوات المالية المتداولة فيها و ايضا من حيث حجم السوق نفسها، لذا يعد مؤشر NYSE ( New York Stock Exchange ) اوسع المؤشرات لأنه يشمل تقريبا كل الاسهم المدرجة في بورصة نيويورك و التي يصل عددها 1700 سهم. ووزن كل سهم يتناسب مع قيمته السوقية كما هو الحال في مؤشر ستاندرد أند بور ( S&P500 )، وعليه فانه مؤشر موزون بالقيمة، وكلاهما يستخدمان الطريقة نفسها لحساب المؤشر، إلا ان مؤشر NYSE يعتمد تاريخ 31 ديسمبر 1965 كأساس، وتحسب قيمة المؤشر بعد هذا التاريخ عم طريق المعادلة، والنتاج يضرب في 500 كوسيلة وزن بسيطة وذلك وفق للصيغة الموالية:

ويعتمد أسلوب بنائه على أساس القيمة حيث يحسب وفقا للعلاقة التالية<sup>2</sup>:

$$NYSE Index = \left[ \sum_{i=1}^{1700} \frac{N_{it} - P_{it}}{O.V} \right] * 500$$

$P_{it}$  = سعر سهم الشركة i

$O.V$  = التقييم الاساسي لكل الاسهم كما في 31 ديسمبر 1965

$N_{it}$  = عدد الاسهم المتداولة للشركة

6- **مؤشر CAC-40**: يعد هذا المؤشر من المؤشرات المرجعية لبورصة باريس، وقد بدأ استخدامه عام 1987، بقيمة تبلغ 1000 نقطة، وهو يعكس نشاط اكبر 40 شركة فرنسية من مختلف القطاعات من حيث راس المال و حجم التداول و المدرجة في بورصة باريس يورونكست . فهو يعتبر من اهم المؤشرات الفرنسية و الاوروبية والذي يدار من طرف شركة يورونكست فهو يعكس قوة الاقتصاد الفرنسي، وعلى الرغم من ان مؤشر كاك 40 مكون فقط من الشركات المقيمة في فرنسا، الا ان نسبة ملكية الاجانب

<sup>1</sup> كنعان علي، مرجع سبق ذكره، ص 221

<sup>2</sup> محمد علي ابراهيم العامري، ادارة محافظ الاستثمار، الطبعة الاولى، اثراء للنشر و التوزيع، مكتبة الجامعة، الاردن، الشارقة، 2013، ص 161.

تقدر ب 45% من اجمالي اسهم المؤشر وهي نسبة تتخطى اي مؤشر اوروبي اخر ، لان معظم الشركات المكونة لمؤشر CAC -40 اما دولية او متعددة الجنسيات <sup>1</sup>.

ان مؤشر كاك 40 هو مؤشر موزون بالقيمة السوقية للأسهم وفق التعويم الحر، بالعلاقة التالية :

$$I_{t=CAC_t} 40 = 1000 * \frac{\sum_{i=1}^N Q_{it} F_{it} f_{it}}{K_t \sum_{i=1}^N Q_{io} C_{io}} C_{it}$$

$t$ : يوم اجراء حساب المؤشر

$C_{it}$  سعر السهم للشركة  $i$  في اليوم  $t$

$N$  عدد الشركات المكونة للمؤشر

$Q_{it}$  عدد اسهم الشركة  $i$  في اليوم  $t$

$F_{it}$  المعامل الحر للشركة  $i$

$K_t$  معامل التعديل يوم الحساب المؤشر ( اليوم  $t$ )

$C_{io}$  سعر اسهم الشركة  $i$  في 31 ديسمبر 1987

$Q_{io}$  عدد اسهم الشركة  $i$  في 31 ديسمبر 1987

$f_{it}$  المعامل الحر للشركة  $i$

7- مؤشر فاينانشيال تايمز: صمم مؤشر الفاينانشال تايمز FTSE لتمثيل اداء الشركات البريطانية،

بحيث توفر للمستثمرين مجموعة من المؤشرات الشاملة والتي تقيس اداء كل القطاعات المالية

و الصناعية في سوق المالي البريطاني ومن اشهر هذه المؤشرات<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> سايعي مريم، دور المؤشرات البورصية في اتخاذ قرار الاستثمار المالي في الالفية الثالثة، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، تخصص اقتصاد مالي و تقنيات كمية ، جامعة الجزائر 03 ، 2017-2018، ص 119.

<sup>2</sup> محمد علي ابراهيم العامري، ادارة محافظ الاستثمار، الطبعة الاولى، اثناء للنشر و التوزيع، مكتبة الجامعة، عمان، الاردن، 2013، ص ص: (162-163).

5- مؤشر FTSE 100 : تم اطلاق هذا المؤشر عام 1984 ليتمثل محفظة مكونة من اكبر وافضل اسهم 100 شركة بريطانية مدرجة في بورصة لندن، اذ يمثل هذا المؤشر 80 % من سوق راس المال البريطاني تقريبا، و يستخدم بكثرة كاساس لبعض الادوات الاستثمارية كالمشتقات المالية، ويعد هذا المؤشر من المؤشرات الموزونة بالقيمة، حيث تعطي كل شركة ضمنه نسبة موزونة اعتمادا على القيمة السوقية.

6- مؤشر FTSE : يتالف هذا المؤشر من الشركات ذات معدل رسملة متوسط، والتي لم يتم ادراجها ضمن مؤشر FTSE 100 و بذلك فهي تمثل 17 % من سوق راس المال البريطاني<sup>1</sup>.

7- مؤشر داكس 30 لسوق الأوراق المالية بألمانيا DAX وهو مؤشر مرجح بالفوائد والأسعار أي بالأرباح الموزعة والأسعار، وبدأ استعماله عام 1987، وكان عدد الشركات الداخلة في حسابه يبلغ 1000 شركة، ولكن تم تعديل عدد الشركات ليصبح 30 شركة في وقت لاحق بناء على الأسس التالية:

- حجم أعمال الشركة.
- حجم أرباح الشركة.
- عدد فرص العمل التي توفرها الشركة.

8- مؤشر نيكاي اليابان NikKei 225 - «Tokyo stock exchange» TSE - يعتبر هذا المؤشر من المؤشرات الهامة في اسواق المال نظرا لضخامة سوق طوكيو، حيث تؤثر حركة الصعود والهبوط في هذا السوق على الاسواق العالمية، يقيس مؤشر نيكاي اسهم 225 شركة كبرى في بورصة طوكيو، و اسمه الرسمي NikKei 225، وهو يشبه مؤشر داوجنز في انهما الصناعي في انهما مرجحان بسعر السهم ، و لقد كان يطلق على مؤشر نيكاي 225 في الفترة ما بين ( ماي 1975- ماي 1985) ب TSE DOW و Nikkei Dow إضافة Dow "داو" بعد اخذ ترخيص من شركة داوجنز<sup>2</sup>.

و يحسب مؤشر نيكاي وفقا للصيغة التالية<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> رمضان زياد، مروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص 180.

<sup>2</sup> Nikkei stock average,indexes,Nikkei/en/mkave/index.

<sup>3</sup> وليد صافي، انس البكري، الاسواق المالية الدولية، دار المستقبل، عمان، الاردن، 2009، ص 248.

$$NiKie Index = \sum_{i=0}^{225} \frac{N_{it} - P_{it}}{N_{it} - P_{ot}}$$

حيث :

$P_{it}$  = سعر سهم الشركة  $i$  في السنة الحالية

$N_{it}$  = عدد الاسهم المتداولة للشركة في السنة الحالية

$P_{io}$  = سنة سهم الشركة  $i$  في سنة الاساس

$N_{io}$  = عدد الاسهم المتداولة للشركة في سنة الاساس

9- مؤشر مازي أو المؤشر المغربي العام لجميع القيم المنقولة من نوع الأسهم: يعتبر مؤشر مازي المؤشر الرئيسي لبورصة الدار البيضاء. تم إقراره منذ سنة 2004، عند مرور بورصة الدار البيضاء إلى قياس المرودية عبر مبدأ الرأسملة العائمة، أي ربط وزن كل سهم في مؤشر معين بحجمه المتداول في السوق، وليس برأسمال الشركة المصدرة، كما كان يعمل به سابقا، وبحسب وفق الصيغة التالية<sup>1</sup>:

$$I = 1000 \frac{\sum_{i=1}^N f_{it} \cdot F_{it} \cdot Q_{it} \cdot C_{it}}{B_0 \cdot K_t}$$

حيث:

$t$ : تاريخ الحساب؛  $N$ : عدد القيم المعتبرة؛ مثلا، بالنسبة لمازي يتم اعتبار كل القيم المدرجة، و اعتبار الأكثر نشاطا والدائمة التداول بالنسبة لمادكس؛  $f_{it}$ : معامل الرأسمال العائم؛  $F_{it}$ : معامل الحد الأعلى؛  $Q_{it}$ : عدد الأوراق المالية للقيمة المنقولة في التاريخ  $t$ ؛  $C_{it}$ : السعر في التاريخ  $t$ ؛  $B_0$ : الرسملة المرجعية في تاريخ 31 ديسمبر 1991؛  $K_t$ : معامل المطابقة في التاريخ  $t$  للرسملة المرجعية، و يتم حسابه بطريقة تكرارية حسب المتغيرات الطارئة في السوق (إدماج أو سحب قيم، تغيير القيم الإسمية، تغيير في الانتماء القطاعي لقيمة ما، توزيع أرباح...).

10- مؤشر **BOVESPA**: بدأ استخدام هذا المؤشر عام 1986م في بورصة سان بولو في البرازيل، ويتألف من بعض اكبر وافضل الاسهم المتداولة في اسواق البرازيل المالية، و يعد من المؤشرات الموزونة بالقيمة، ويشكل اكبر من 80%، من حجم التداول في السوق و اكثر من 70% من القيمة السوقية لكل الاسهم المتداولة في بورصة سان بولو.

<sup>1</sup> ويكيبيديا الموسوعة الحرة، <https://ar.wikipedia.org/wiki>

11- مؤشر تويكس : يتكون مؤشر تويكس من 1700 شركة مدرجة في بورصة طوكيو TSE ، وهذه الاخيرة هي التي تتولى مهمة حسابه ، و لقد بدا حسابه لاول مرة في 04 جانفي 1968 بقيمة 100، ويعتمد في اسلوب بنائه هاى اساس القيمة السوقية<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Sabrina Binzaru, **Analysis of the japanese indices**, masaryk university , faculty of economics and administration , finance brno, 2014, p22.

## الفصل الخامس

### اساليب تقييم الاستثمار في الاوراق المالية

### الفصل الخامس : اساليب تقييم الاستثمار في الاوراق المالية

يعتبر الهدف الرئيسي لأي مستثمر عند اقدمه على الاستثمار في الاوراق المالية هو تحقيق اعلى عائد مع اقل قدر ممكن من المخاطرة، واحد اهم مبادئ الاستثمار انه كلما ارتفع العائد ارتفعت المخاطرة، فالمستثمر عند توقعه للعائد من الاستثمار لابد وان ينظر لمقدار المخاطرة المصاحب لذلك العائد، وتختلف المخاطرة كما ونوعا باختلاف الشركات في كل قطاع وباختلاف القطاعات التي تنتمي اليها الشركة المصدرة للورقة المالية، ولذلك نجد ان هناك اسهما تعرف باسم الاستثمار واسهم تعرف باسم اسهم المضاربة و الاولى اقل مخاطرة من الثانية.

### المبحث الاول :عائد و مخاطر الاستثمار في الاوراق المالية

يمكن تعريف مخاطر الاستثمار على انها التقلبات المنتظمة او غير المنتظمة، الدورية او غير الدورية، الشاملة او الجزئية التي تحدث في قيم الاصول الاستثمارية و / او عوائدها المتوقعة في ظروف عدم التأكد السائدة في الاسواق المالية والنشاطات الاقتصادية على المستوى الدولي والمحلي ، ولاشك ان لهذه المخاطر تأثيراتها المباشرة وغير المباشرة على التوجهات الاستثمارية و ميول المستثمرين و تفضيلاتهم النقدية والاستثمارية.

ان الهدف الاساسي من الاستثمار في الاوراق المالية هو تحقيق اعلى عائد ممكن مع اقل مخاطر ممكنة، وهناك علاقة طردية بين العائد والمخاطرة، فكلما زادت المخاطر زاد العائد المتوقع او العائد المطلوب والعكس بالعكس.

لذلك فالعائد المتوقع من الورقة المالية والمخاطر المرتبطة بهذا العائد هي اهم العناصر التي يهتم بها المستثمر، وتحتوي سوق الاوراق المالية على عدد كبير من الاوراق المالية يمكن الاستفادة منها في تنويع معدلات العائد/ المخاطرة.

### المطلب الاول : تعريف المخاطرة وأنواعها

تتطوي اسواق الاوراق المالية على درجة من المخاطرة اكثر من الاسواق التقليدية وذلك بسبب التقلبات التي تحدث بها، مما يؤدي الى الحاق خسائر كبيرة بالمتعاملين بتلك الأسواق وتنشأ المخاطر المصاحبة للاستثمار نتيجة عدم التأكد من تحقيق العائد المتوقع، واحتمال خسارة بعض او كل راس المال.

وتعتبر مخاطر الاستثمار في الاسهم اعلى من مخاطر الاستثمار في السندات على اعتبار ان اصحاب الاسهم العادية لا يحصلون على اية توزيعات للأرباح إلا بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى كما انه عند التصفية فان اصحاب الاسهم العادية لا يحصلون على شيء إلا بعد سداد مستحقات المديونية كلها، ويمكن تصنيف المخاطر وفق درجة المخاطر للأنواع المختلفة من الاستثمارات:

نوع المخاطر	الانواع المختلفة للاستثمارات
مخاطر منخفضة	مثل الاستثمار في ادوات سوق النقد وشهادات الایداع واذون و سندات حكومية
مخاطر متوسطة	مثل الاستثمار في الاسهم العادية، صناديق الاستثمار، السندات ذات التقييم المتوسط
مخاطر مرتفعة	مثل الاستثمار في عقود الاختيار، المعادن الثمينة، سوق العملات

المصدر : عنايات النجار، وفاء شريف، دليل المتعاملين في بورصة الاوراق المالية، المنظمة العربية للتنمية الادارية، بحوث ودراسات، القاهرة، 2006، ص 65.

يمكن تقسيم المخاطر بسوق الاوراق المالية الى نوعين رئيسيين هما المخاطر المنتظمة و المخاطر غير المنتظمة :

**أولاً: المخاطر المنتظمة او المخاطر التي لا يمكن تخفيضها بالتنوع:**

تتعرض الاوراق سواء الاسهم او السندات الى مخاطر تعرف بمخاطر السوق ويطلق عليها كذلك المخاطر المنتظمة، اي احتمال خسارة المستثمر لبعض او كل رأسماله المستثمر بسبب تذبذب حالة السوق عموماً، وتتأثر الاسهم اكثر من السندات بهذا النوع من المخاطر حيث ان اسعار الاسهم اكثر تذبذباً من السندات.

والمخاطرة المنتظمة هي المخاطر التي يمكن ارجاعها الى عناصر تؤثر على سوق الاوراق المالية بشكل عام و يؤثر سلبياً على عوائد و ارباح جميع انواع الاوراق المالية التي تتداول بالبورصة بدرجات متفاوتة.

ويتمثل مصدر المخاطر المنتظمة في الظروف الاقتصادية العامة مثل الكساد او الظروف السياسية او الكوارث الطبيعية، ويصعب على المستثمر التخلص منها او التحكم فيها لان كافة الاوراق المالية بالسوق تتعرض لها على الرغم من اختلاف تأثر الاوراق المالية بها<sup>1</sup>.

و اما مصادر المخاطر المنتظمة فتتمثل فيمايلي<sup>2</sup>:

- **خطر سعر الفائدة:** و يقصد به التقلبات في عوائد الاوراق المالية نتيجة التغيرات الحاصلة في معدلات الفائدة، حيث ان سعر الفائدة في السوق يمثل سعر الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للأوراق المالية، وعليه فان كافة الاوراق المالية تميل الى التحرك في اتجاه معاكس للتغيرات الحاصلة في معدلات الفائدة.

- **خطر القدرة الشرائية:** و يقصد بها تعرض الاموال المستثمرة لانخفاض قيمتها الحقيقية اي قدرتها الشرائية، ويحدث هذا بسبب التضخم، ويصل هذا النوع من المخاطر اذا تعلق الامر بالأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات.

- **خطر السوق:** ويمثل هذا النوع من المخاطر في تلك المخاطر التي تصاحب وقوع احداث غير متوقعة نتيجة لأسباب اقتصادية او سياسية، ويعتبر اصحاب الاسهم العادية الاكثر عرضة لهذا النوع من المخاطر.

- **خطر الرفع المالي:** يعتبر هذا الخطر مصدر من مصادر المخاطر المنتظمة اذ ما تعلق الامر بمبيعات الشركة اثناء دورة الأعمال فنتيجة للمغالاة في الاعتماد على الديون يزيد التقلب في الارباح وهذه التقلبات الدورية في الارباح تنعكس في صورة تقلبات منتظمة في اسعار الاسهم.

**ثانيا: المخاطر غير المنتظمة او المخاطر التي يمكن تخفيضها بالتنوع**

وهي المخاطر التي تتعرض لها الورقة المالية بعينها و تسببها ظروف خاصة تمر بالشركة مصدرة تلك الورقة المالية، ومن بين عناصر المخاطرة غير المنتظمة اضراب العمال وسوء ادارة الشركة وارتفاع

<sup>1</sup> عنايات النجار، وفاء شريف، مرجع سبق ذكره، ص ص: ( 67-68 )

<sup>2</sup> سامية فقير، محاضرات في تسيير المحافظ الاستثمارية، مطبوعة بيداغوجية، جامعة امحمد بوقرة بومرداس، 2018/2017، ص 30.

مستوى الديون وانخفاض مستوى التكنولوجيا والارتباط بعميل واحد، او حدوث ضعف في ايرادات الشركة وصافي نتائج اعمالها او يحدث بها حادث مفاجئ يسبب خسائر كبيرة او حوادث اختلاس داخل الشركة او ارتفاع مستوى الديون، مما يؤدي الى هبوط اسهم هذه الشركة ومن ثم خسارة الاستثمار.

ويمكن تخفيض هذا النوع من المخاطر بتنوع مكونات المحفظة المالية للمستثمر لتشمل اوراقا مالية متنوعة لان اي تأثيرات سلبية على شركة قد تقابلها تأثيرات ايجابية على الشركة اخرى.

ويقصد بالتنوع عملية تقليل المخاطر من خلال توزيع راس المال المستثمر على عدد كبير من الاصول التي تختلف معدلات العائد عليها وتختلف انشطتها، وعليه التنوع هو الطريقة المثلى لإدارة مخاطر الاستثمار<sup>1</sup>.

اما بالنسبة لمصادر المخاطر غير المنتظمة فتتمثل فيمايلي:

- **مخاطر الإدارة** و يقصد بها الاخطاء التي من الممكن ارتكابها من طرف اعضاء الإدارة والتي تؤدي الى حدوث تأثيرات غير منتظمة في العوائد المستحقة للمستثمرين.

- **مخاطر الصناعة:** وهي مخاطر مرتبطة بالصناعة التي يقوم بها المشروع كوجود صعوبة في توفير المواد الاولية مثلا، هذا ما من شأنه احداث اضرار كبيرة في القيم السوقية لأسهم هذه الشركات.

- **مخاطر الرفع التشغيلي:** و ينتج هذا الخطر نتيجة ارتفاع التكاليف الثابتة الناجمة عن الاحتفاظ بالأصول الثابتة سواء زاد او نقص مستوى المخرجات، ويعتبر مصدر للمخاطر غير المنتظمة اذا تعلق الامر بالتغيرات غير الدورية التي من الممكن ان تطرأ ومن ثم التأثير على عوائد الاسهم.

- **المخاطر الائتمانية:** و يطلق عليها ايضا مخاطر عدم القدرة على السداد، وتتعرض لهذا الخطر السندات، و يقصد بها احتمال عدم قدرة الشركة المدينة على الوفاء بالفوائد او اصل الدين او الاثنين معا في التواريخ المتفق عليها، وتعتبر هذه المخاطر غير منتظمة نظرا لارتباطها بالجهة مصدرة السند<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> عنايات النجار، وفاء شريف، مرجع سبق ذكره، ص ص: ( 67-68 )

<sup>2</sup> مرجع سبق ذكره، ص 70

- مخاطر اسعار الصرف: استقرار اسعار الصرف له تاثير كبير على الشركات مصدرة الاوراق المالية خاصة الشركات التي تعتمد في الحصول على المواد الخام على الاستيراد بالعملة الاجنبية من الخارج، فإذا كان هناك عجز في المعروض من العملة الاجنبية وهناك صعوبة في الحصول عليها، تعرضت الشركات التي تتعامل بمدفوعات الدولار لخسائر ناجمة من فروق العملة تؤثر على نتائجها المالية تأثيرا قد يصل الى حد تحقيق صافي خسائر، مما يتأثر به سعر الاوراق المالية لهذه الشركات بالبورصة<sup>1</sup>.

المطلب الثاني- نماذج تقدير المخاطر : بشكل عام فان المخاطر يمكن تقديرها و قياسها من خلال عدد من المقاييس الاحصائية للتشتت مثل الانحراف المعياري و معامل التباين:

1- التباين : التباين  $\sigma^2$  هو مجموع مربع الفرق بين العوائد و قيمتها المتوقعة او<sup>2</sup> :

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n (X_i - \mu)^2 P[X_i]$$

$P[X_i]$  وزن الاحتمال

$X_i$  العائد المتوقع في ظل الاحتمال

$\mu$  القيمة المتوقعة للعائد

2- الانحراف المعياري: يعتبر الانحراف المعياري من المقاييس الاحصائية المناسبة لتقدير المخاطر التي تحيط بالاستثمارات حيث يعكس الانحراف المعياري كنموذج شكل التشتت في العوائد المتوقعة لاقتراح ما حول الوسط الحسابي للعائد المتوقع، اذ يمثل الوسط الحسابي للعائد المتوقع مدى اتساع منحى التوزيع الاحتمالي لمعدل العائد المتوقع، فكلما كان الانحراف المعياري منخفضا دل ذلك على انخفاض درجة المخاطرة التي تحيط بالمقترح الاستثماري و العكس صحيح، ويحسب بالعلاقة التالية<sup>3</sup>:

$$\delta = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (R_i - E(R))^2}{n - 1}}$$

<sup>1</sup> مرجع سبق ذكره، ص 70

<sup>2</sup> السيد متولي عبد القادر ، مرجع سبق ذكره ، ص 45

<sup>3</sup> سامية فقير، مرجع سبق ذكره، ص 31

حيث:

$\delta$  : الانحراف المعياري

$R_i$  العائد عن الفترة  $i$

ويتم قياس المخاطر المتوقعة بواسطة التوزيع الاحتمالي للعوائد المتوقعة من خلال الربط باحتمالات الحالة الاقتصادية المتوقعة، وعليه تأخذ معادلة الانحراف المعياري الشكل التالي :

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_i - E(R))^2 P_i}$$

حيث:

$P_i$  تمثل احتمال تحقق الظروف الاقتصادية

3- **معدل التباين كمقياس للخطر:** يؤكد الاخصائيون على ان الانحراف المعياري هو مقياس مطلق للخطر، فهو مفيد في التحليل المقارن لخطر فرصتين استثماريتين عندما تكون العوائد المتوقعة ثابتة، فبناء على الانحراف المعياري الاقل يمكن حسم افضل فرصة استثماريه ولكن المشكلة تظهر عندما تتباين العوائد المتوقعة بين المقترحين الاستثماريين ويتم حساب معامل التباين بقسمة الانحراف المعياري للمقترح الاستثماري على معدل العائد المتوقع.

و يحسب معامل التباين كمايلي<sup>1</sup> :

$$CV = \frac{\delta}{E(R)}$$

حيث:

$\delta$  : الانحراف المعياري

$CV$  معدل العائد المتوقع

<sup>1</sup> مرجع سبق ذكره، ص 31

## المطلب الثالث : العوائد الاستثمارية في الاوراق المالية

يهدف المستثمرون من الاستثمار في الاسهم الى تحقيق عائد من هذا الاستثمار وهناك نوعان من العائد يتحقق لحملة الاسهم و هو العائد الموزع او الكوبون، والعائد الرأسمالي، وهو الفرق بين سعر البيع و سعر الشراء.

**اولا - تعريف العائد :** يعرف العائد على الاستثمار على انه صافي الدخل الناتج عن عملية استثمار الاموال، بحيث يشمل هذا العائد الارباح الصافية لعملية الاستثمار بالإضافة الى القيمة الاضافية المحققة زائد الارباح الرأسمالية التي قد تنتج عن اعادة بيعه.

**ثانيا - اشكال عوائد الاستثمار:**

ويتم حساب عوائد الاستثمار على النحو التالي<sup>1</sup>:

**1- عائد التوزيعات :** يحصل السهم العادي على توزيعات عندما تحقق الشركة المصدرة ارباحا و تقرر توزيع نسبة منها على المساهمين، ويتم تحديد توزيعات الاسهم كما توضح ذلك المعادلة التالية :

$$\text{توزيعات السهم} = \left( \frac{\text{الارباح الموزعة على المساهمين}}{\text{عدد الاسهم المصدرة}} \right)$$

اما عن عائد التوزيعات فيتم حسابه وفقا للمعادلة التالية :

$$\text{عائد التوزيعات} \% = \left( \frac{\text{توزيعات السهم}}{\text{سعر شراء السهم}} \right)$$

**2- الربح الرأسمالي :** يقصد بعائد الربح الرأسمالي للسهم العائد الذي يحققه المستثمر نتيجة ارتفاع القيمة السوقية للسهم عن القيمة الشرائية، ويتم حساب العائد الرأسمالي للسهم بالمعادلة التالية :

$$\text{العائد الرأسمالي للسهم} \% = \left( \frac{\text{سعر بيع السهم} - \text{سعر شراء السهم}}{\text{سعر شراء السهم}} \right) \%$$

<sup>1</sup> عنايات النجار، وفاء شريف، مرجع سبق ذكره، ص 65.

3- العائد الاجمالي للسهم العادي: يقصد بالعائد الاجمالي للسهم العادي، العوائد الاجمالية التي يحققها المستثمر و تتضمن عائد التوزيعات التي يحصل عليها المستثمر و العائد الناتج من الارتفاع في القيمة السوقية للسهم:

العائد الاجمالي على السهم % = ( توزيعات السهم + عائد الربح الرسمالي ) / سعر شراء السهم %

ومن بين معدلات العوائد على الاستثمار نجد معدل العائد الحقيقي ( الفعلي ) ويسمى ايضا بمعدل فترة الاحتفاظ، والذي يتكون من العائد الجاري و هو العائد الناتج عن الاحتفاظ بالأصل والعائد الرأسمالي الناتج عن بيع الاصل او المزج بينهما و يحسب كمايلي :

$$R_i = (D_i + P_i - P_0) / P_0$$

$R_i$  معدل العائد الحقيقي

$D_i$  مقسوم الارباح للسهم الواحد

$P_i$  سعر السهم في نهاية المدة

$P_0$  سعر السهم في بداية المدة

حيث معدل العائد الدوري يساوي  $D/P_0$  حيث  $D$  هو مقسوم الارباح الدوري الموزع للسهم بينما

$$\frac{P_1 - P_0}{P_0} \text{ يساوي معدل العائد الراسمالي}$$

وعندما لا يكون هناك مقسوم ارباح موزعة فان معدل العائد الفعلي للسهم  $R_j$  يحسب كمايلي:

$$R_j = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

### المبحث الثالث : التحليل الاساسي و التحليل الفني للأوراق المالية

يعتبر التحليل الاساسي والتحليل الفني العنصران الرئيسيان اللذان يتم بناء على معطياتهما تحليل الاستثمار واتخاذ القرار الاستثماري في بورصات الاوراق المالية، و يعد التحليل عملية اجرائية تهدف الى تقديم معلومات من واقع تفسير محتوى القوائم المالية بالإضافة الى معلومات اخرى مالية وغير مالية عن سوق الاوراق المالية و الاقتصاد الكلي و ذلك بهدف مساعدة المستثمرين على اتخاذ القرار الاستثماري.

## المطلب الاول : التحليل الاساسي

## اولا : تعريف التحليل الاساسي

التحليل الاساسي هو دراسة وتحليل البيانات والمعلومات للشركة وللقطاع الذي تخضع له وللظروف الاقتصادية المحيطة بها، و الهدف من ذلك هو الكشف عن معلومات يمكن استخدامها في التنبؤ بما ستكون عليه الارباح المستقبلية للشركة.

ان التحليل الاساسي للسهم يعتمد على تحليل ادائه المالي من خلال دراسة القوائم المالية للشركة المصدرة لفترات سابقة و تحليل بيئة الصناعة و بيئة الاقتصاد لتقدير الربحية المتوقعة للفترة القادمة، وفي ضوء نتائج هذه الدراسة يتم تقدير السعر العادل للسهم و اتخاذ القرار الاستثماري بالشراء اذا كان سعر السهم بالسوق اقل من السعر العادل و بالبيع اذا كان سعر السهم بالسوق اعلى من السعر العادل له، اي التحليل الاساسي يجيب عن سؤال ماذا نشترى<sup>1</sup>.

التحليل الأساسي هو أسلوب يستخدم لتقدير قيمة السهم وذلك بتحليل البيانات المالية الأساسية للشركة، بمعنى أن هذا التحليل يأخذ بعين الاعتبار تلك المتغيرات ذات العلاقة المباشرة بالشركة مثل الإيرادات وتوزيعات الأرباح ومبيعات الشركة وغيرها. وهناك بعض الانتقادات إلى اعتماد هذا الأسلوب لتقدير قيمة سهم الشركة حيث أنه هذا الأسلوب يعتبر غير علمي لأنه من الصعب الحصول على صورة واضحة عن الشركة باستخدام هذا الأسلوب في ظل غياب أو عدم اعتبار متغيرات نوعية عن الشركة ووضع الشركة التنافسي في السوق<sup>2</sup>.

## ثانيا - طرق التحليل الأساسي:

يعتمد التحليل الأساسي على مرحلتين لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية وهما<sup>3</sup>:  
- **المدخل الأول:** يسمى بالتحليل من أعلى إلى أسفل أو التحليل الكلي فالجزئي، إذ يبدأ بتحليل الظروف الاقتصادية ثم القطاع (الصناعة) ثم الشركة، ويستخدم عادة في البحث عن أفضل ورقة مالية يتم الاستثمار فيها.

<sup>1</sup> عنايات النجار، وفاء شريف، مرجع سبق ذكره، ص 45.

<sup>2</sup> إبراهيم الكراسنة، مرجع سبق ذكره، ص:15.

<sup>3</sup> محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998، ص ص (37-38).

- المدخل الثاني: يستخدم هذا المدخل عندما تكون هناك ورقة مالية معينة يراد اتخاذ قرار الاستثمار فيها، حيث يبدأ بتحليل ظروف الشركة ثم ظروف القطاع (الصناعة) وصولاً إلى تحليل الظروف الاقتصادية، أي التحليل الجزئي فالكلي أو التحليل من أسفل إلى أعلى. ويعتبر المنهجين مكملين ذلك أن التحليل من أعلى إلى أسفل قد يهمل شركات جيدة في تحليل ظروف الصناعة، وبالمثل في التحليل من أسفل إلى أعلى يمكن أن تكون الشركات التي تم تحليلها ليست أفضل الشركات المتاحة للاستثمار ، أو قد تكون الشركة المختارة جيدة غير أن ظروف القطاع الذي تنتمي إليه غير ملائمة.

### المطلب الثاني - التحليل الفني :

#### أولاً- تعريف التحليل الفني :

التحليل الفني هو دراسة سلوك السوق أو الورقة المالية من خلال الاسعار و احجام التداول لفترات زمنية باستخدام الرسوم البيانية بهدف التعرف على اتجاه الاسعار في الاجل القصير و المتوسط و الطويل، ويقوم التحليل الفني على دراسة حركة اسعار الاسهم و مؤشرات السوق من خلال متابعة متخصصة لتلك الاسعار.

ولعل ما يميز التحليل الفني عن غيره من انواع التحليل الاخرى هو تغير الاستراتيجية التي يطبقها المستثمر بتغيير نمط حركة سعر السهم او قيمة المؤشر، حيث يأخذ قرار الشراء اذا خرج السهم من الاتجاه الهبوطي و دخل في الاتجاه الصعودي، وبالعكس يأخذ قرار البيع اذا خرج السهم من الاتجاه الصعودي ودخل في الاتجاه الهبوطي، وكلما كانت السلسلة الزمنية التي يستخدمها المحلل كبيرة كانت النتائج افضل.

ويتميز التحليل الفني بالسهولة والسرعة، كما انه سهل التعلم والتطبيق، ويؤخذ عليه ان نتائج التحليل الاساسي عادة ما تكون افضل من نتائج التحليل الفني، حيث يتنبأ المحلل المالي بالأحداث المستقبلية ويخرج منها بالقرار الملائم في الوقت المناسب، اما المحلل الفني فعليه ان ينتظر حتى تقع الاحداث ويرى التحول الحادث في حركة الاسعار ثم يتخذ القرار<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> مرجع سبق ذكره، ص 59.

ويعرف التحليل الفني بأنه أسلوب لتسجيل بيانات التداول الفعلية والتاريخية (عادة في شكل خرائط ورسومات)، وذلك من خلال متابعة تغيرات الأسعار، حجم المعاملات وغيرها لسهم معين أو المتوسط العام لأسعار الأسهم ثم يقوم بعد ذلك باستنتاج الاتجاه المحتمل للمستقبل من خلال الصورة التاريخية للماضي.<sup>1</sup>

فحركة الاسعار في اي سوق كانت لها سمات مختلفة و متنوعة، وهي عموما غير منتظمة فهي تتسارع احيانا و تتباطأ احيانا أخرى ، واتجاهات الاسعار تكون اما عادية او حادة شديدة الارتفاع او الانحدار ، كما ان المدة التي تمضيها الاسعار في اتجاهها ناحية معينة تطول احيانا و تقصر احيان اخرى.

ويهدف التحليل المالي بالدرجة الاولى الى التعرف على اتجاه الاسعار و كشف اي اشارة تنبئ باحتمال تغير مسارها بأسرع وقت ممكن حتى يمكن الاستفادة بذلك بقدر المستطاع في اتخاذ قرارات الشراء و البيع في انسب الاوقات بهدف تقليل المخاطر و تعظيم الارباح.

ويعتمد التحليل الفني على قراءة التاريخ لاستشراف المستقبل، فهو يعنى بتسجيل التسلسل التاريخي للأسعار في شكل بياني، وتحليل بيانات الماضي لاستخلاص الدروس لبناء التوقعات المستقبلية التي على اساسها يتم اتخاذ قرارات الشراء او البيع بهدف تحقيق اكبر عائد ممكن مع تحمل اقل المخاطر، فالرسم البياني للأسعار يصور حالة السوق ووضع المشترين و البائعين، وهو يرصد حركة التداول بالسوق و يوضح الاتجاه، ويبين كل من مناطق الدعم و المقاومة، كما انه يظهر عددا من الاشكال النمطية للأسعار التي لها دلالات معينة، و يعتبر البعض المعلومات التاريخية للأسعار اهم سلاح في ترسانة المضارب و المستثمر لتعظيم الارباح و ضمان كسب معركة البقاء في حلبة الاستثمار ، فالسوق غريم قوي يسعى دائما الى سلب المضاربين و المستثمرين مدخراتهم و استثماراتهم.<sup>2</sup>

وينظر التحليل الفني إلى بورصة الأوراق المالية بأنها حلبة للصراف بين المشترين والبائعين، والذين يرمز لهم بالثيران والدببة، فقوة الشراء أو قوة الثور تدفع الأسعار إلى الارتفاع أما قوة البيع أو قوة الدب فهي

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، بدون سنة نشر، ص ص: (136-137).

<sup>2</sup> عبد المجيد المهيلمي، حازم البيبلاوي، التحليل الفني للأسواق المالية، البلاغ للطباعة و النشر و التوزيع، 2004، ص

تدفع بالسوق إلى الانخفاض. ويجب الانتباه إلى أن حجم البيع هو نفسه حجم الشراء وإن عبارة "البيع كان أكثر من الشراء" أو عبارة "الشراء كان أكثر من البيع" ليست دقيقة تماما، والعبارة الصحيحة هي أن "قوة الشراء أكبر من قوة البيع" أو "قوة البيع أكبر من قوة الشراء"، وعلى كل الأحوال استخدام مصطلح بحد ذاته ليس ذو أهمية والمهم أن يكون مفهوما لدى المستثمر ماذا يعني هذا المصطلح بالضبط. إن زيادة قوة الشراء على قوة البيع تعني أن هناك رغبة كبيرة بشراء ورقة مالية ما وهي تزيد على الرغبة ببيعها، وهنا فإن عوامل الطلب القوية نحو الارتفاع تدفع بالأسعار نحو الارتفاع والعكس صحيح بالنسبة لعملية البيع<sup>1</sup>.

التحليل الفني هو علم رصد وتسجيل عادة في شكل رسم بياني جميع المعلومات الخاصة بالتداول ( السعر، حجم التداول، تاريخ التداول.....الخ) لسهم معين او مجموعة من الأسهم ، ثم استنتاج اتجاه الاسعار في المستقبل من الصورة التاريخية المرسومة.

التحليل الفني هو اي شخص يقوم بتسجيل ودراسة وتحليل الرسوم البيانية للأسعار ومتابعة اتجاهاتها والأشكال النمطية المختلفة التي ترسمها حركة الأسعار وذلك خلافا لما يقوم به المحللون الاساسيون من متابعة الاخبار الاقتصادية للسوق عامة و القوائم المالية و البيانات و المعلومات الخاصة بنتائج الوحدات المختلفة.

### ثانيا : اسس التحليل الفني

تقوم نظرية التحليل المالي على اربعة اعمدة رئيسية هي ان<sup>2</sup> :

✓ القيمة السوقية تتحدد نتيجة تفاعل قوى العرض و الطلب .

✓ العوامل التي تؤثر على قوى العرض و الطلب متعددة منها العقلاني و منها غير العقلاني.

✓ الاسعار تتحرك في اتجاهات ومسارات معينة، وهي تميل الى الاستمرار في نفس اتجاهاتها و عدم تغييره.

<sup>1</sup> عبد الرؤوف رابعة، سامي حطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق رأس المال،

هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، دبي، 2006، ص 15.

<sup>2</sup> عبد المجيد المهيلمي، حازم الببلاوي، نفس المرجع السابق، ص 35.

✓ التغييرات التي تطرأ على موازيين قوى العرض و الطلب هي نفسها التي تغير اتجاه الاسعار.

ثالثا- مبادئ التحليل الفني لمؤشرات بورصات الأوراق المالية :

يقوم التحليل الفني على مجموعة من المبادئ و الفرضيات، وهي<sup>1</sup>:

✓ إن القيمة السوقية تتحدد على أساس قوى العرض والطلب.

✓ إن العرض والطلب تحكمه عوامل متعددة بعضها رشيد، والبعض الآخر غير رشيد، ومن بين تلك

العوامل ما يدخل في نطاق اهتمام التحليل الأساسي، ومن بينها أيضا ما يبتعد عن هذا النطاق مثل مزاج

المستثمرين، والتخمين،...وما شابه ذلك.

✓ يعطي السوق أليا- وبصفة مستمرة - وزنا لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب.

✓ إن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين، وتستمر في ذلك لفترة طويلة من الوقت،

باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت إلى آخر.

✓ إن التغيير في اتجاه أسعار الأسهم يرجع في الأساس إلى تغيير العلاقة بين الطلب والعرض، وإن

التغيير في تلك العلاقة مهما كانت أسبابه يمكن الوقوف عليه - طال الزمن أو قصر- من خلال دراسة

ما يجري داخل السوق نفسه.

رابعا- موضوع التحليل الفني:

يمكن تلخيص أهم النقاط التي يركز عليها التحليل الفني فيما يلي<sup>2</sup>:

- بيانات السوق المنشورة والعوامل الداخلية: يركز التحليل الفني على بيانات السوق المنشورة، ويركز

على العوامل الداخلية عن طريق تحليل التحركات في السوق أو في أسعار الأوراق المالية. وبالعكس فإن

التحليل الأساسي يركز على العوامل الاقتصادية والسياسية التي تعد خارجية بالنسبة للسوق نفسه.

- التوقيت: يركز التحليل الفني على التوقيت، فأسعار الأوراق المالية تميل إلى التحرك في اتجاهات،

وذلك أثناء تحركاتها نحو مستويات التوازن الجديدة. ويمكن تحليل هذه الاتجاهات الجديدة وتحديد

<sup>1</sup> سميرة لطرش، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم، مرجع سبق ذكره، ص ص : (99-100).

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2006،

التغيرات التي تطرأ عليها عن طريق دراسة حركة الأسعار وحجم التداول بمرور الوقت، ويكون التركيز على التغير في الأسعار المحتملة.

- **المدى القصير:** يميل الفنيون إلى التركيز أكثر على المدى القصير، وقد تم تصميم أساليب التحليل الفني لتحديد تحركات الأسعار المحتملة خلال فترة زمنية قصيرة نسبياً، وعلى الجانب الآخر فإن المحلل الأساسي يهتم بالمدى المتوسط والطويل.

يهتم الفنيون بالطريقة التي من خلالها تتحرك الأسعار من نقطة توازن إلى نقطة توازن جديدة، وذلك وفقاً للمعلومات الجديدة التي دخلت السوق، حيث يرون أن هذه التحركات تتم تدريجياً وتأخذ بعض الوقت وفقاً للتغيير في العرض والطلب. ولا يركز الاهتمام الرئيسي على معرفة السبب وراء التغيير ولكن ينصب على الحقيقة التي تذكر أنه يحدث بالفعل، أي أن التحليل الفني يركز على التوقيت الخاص بالتنبؤ بتحركات الأسعار قصيرة الأجل سواء للأسهم أو السوق ككل<sup>1</sup>.

#### خامساً- اتجاهات الأسعار في التحليل الفني:

ان الاسعار تتحرك في اتجاه معين ارتفاعا او هبوطا trending، او تتقلب داخل منطقة سعرية معينة صعودا وهبوطا ranging، وهي تواصل تحركاتها في احدى الجهات الثلاث (الى اعلى، او الى ادنى او جانبيا ) لحين حدوث ما يؤثر عليها و يغير حركتها. وقد رصد ان الاسعار عموما تتدفع الى الاعلى او الى ادنى خلال 30% فقط من الوقت، وانها تمضي معظمه 70% تقريبا في التذبذب داخل هامش سعري محدد، فهي تتقدم وتتراجع ثم تعود للتقدم و التراجع عدة مرات على التوالي بين سقف وأرضية سعرية محددين، وهو ما يعرف في التمثيل البياني للأسعار بالحركة الافقية او الجانبية sideways .

تتحرك الاسعار في احد ثلاثة اتجاهات<sup>2</sup>:

✓ صعود ascending

✓ هبوط descending

✓ جانبي sideways اي افقي horizontally

<sup>1</sup> نفس المرجع السابق، ص ص: (321-322).

<sup>2</sup> عبد المجيد المهيلي، حازم البيلوي، مرجع سبق ذكره، ص ص: (76-77).

أ- صعود **ascending** : ويعرف الاتجاه الصاعد uptrend بتعالى المرتفعات وتعالى المنخفضات ( اعلى فاعلى و ادنى فاعلى) وهو ما يعني ان اخر قمة للسعر تكون اعلى من القمة التي سبقتها، كما ان اخر ادنى سعر يكون اعلى من ادنى سعر سابق عليه، بما يشبه درجات السلم الصاعدة.

ب- هبوط **descending**: يعرف الاتجاه الهابط downtrend بتدني المرتفعات وتدني المنخفضات ( اعلى فادنى و ادنى فادنى ) اي ان اخر قمة للسعر تكون ادنى من القمة التي سبقتها، وآخر انخفاض سعري يكون ادنى من الانخفاض السابق عليه، كدرجات السلم الهابطة.

ت- جانبي **sideways** اي افقي **horizontally** في الاتجاه الجانبي للأسعار فان مرتفعات الاسعار تكون في مستوى واحد تقريبا، كما ان المنخفضات السعرية تقف عند خط شبه افقي بمستوى أقل ، فأعمدة الاسعار تكون شبه متراصة جنبا الى جنب.

وينقسم الاتجاه الرئيسي إلى ثلاثة مراحل، وهي<sup>1</sup>:

- **مرحلة التجميع**: وهي الفترة التي تقوم فيها بشراء مجموعة قليلة مجموعة قليلة من المستثمرين المتميزين بعيدى النظر ذوي الحس الاستثماري السليم، في سوق يسوده جو عام استثماري عام متشائم، نتيجة انتشار الأخبار الاقتصادية الكئيبة وغير المشجعة.

- **المرحلة التالية**: يبدأ فيها السوق بكسب ثقة المزيد من المتعاملين واجتذاب مستثمرين جدد، نتيجة ارتفاع الأسعار المتواصل، الشيء الذي يدعم ويقوي الاتجاه الصاعد.

- **مرحلة التوزيع**: وفيها يبدأ خروج مستثمري مرحلة التجميع من السوق، مستغلين فرصة دخول جمهور عريض طامع في تحقيق ثروة سريعة وسط أنباء عن تحسن الوضع الاقتصادي العام وشيوع جو استثماري شديد التفاؤل.

سادسا- أدوات التحليل الفني:

يستند التحليل الفني اثناء دراسته و تحليله للأسعار التاريخية بغية التنبؤ باتجاهاته المستقبلية على مجموعة من الادوات ، يمكن ذكر اهمها وفق مايلي :

<sup>1</sup> كهينة رشام، مرجع سبق ذكره، ص ص: (97-98).

**1- الخط البياني Line Charte :** يعتبر الخط البياني اسهل الطرق المستخدمة لعرض وتسجيل الأسعار ، فهو يعبر عن اسعار الاغلاق فقط، وهذا لان المحللون الفنيون عموما يرون بان السعر الاغلاق هو اهم سعر في جلسة التداول.

## 2- مؤشر القوة النسبية: Relative Strenght Index

يقوم مؤشر القوة النسبية RSI بقياس معدل الحركات الى الاعلى مقابل الحركات الى الأسفل ، ويقوم بإجراء الحسابات بشكل طبيعي ، حيث يعبر عن المؤشر ضمن نطاق يتراوح بين الصفر و مائة (0-100)، ويستخدم هذا المؤشر لتحديد قاع و قمم الاسهم ، وهو يحتوي على خطين الاول يعرف بخط 70 و الثاني بخط 130<sup>1</sup>.

يعتقد الفنيون أنه بمجرد أن يبدأ اتجاه معين في الظهور فإنه سوف يستمر حتى يقع حدث رئيسي يغير هذا الاتجاه ، ويفترض الفنيون أيضا بوجود أداء نسبي في البورصة، بمعنى وجود أسهم فردية أو مجموعة صناعية معينة تسيطر بأدائها على البورصة، ويعتقد الفنيون أن هذه الأسهم سوف تستمر في القيام بهذا الدور، ولهذا يقوم الفنيون أسبوعيا أو شهريا بحساب مؤشر لتلك الأسهم التي تقود البورصة سواء كانت متنوعة أو تمثل قطاع صناعي معين يحسب له مؤشر خاص به ومقارنته بمؤشرات البورصة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة أو مؤشر S&P400. وإذا كانت هذه النسبة تزداد بمرور الوقت فإن هذا يوضح أن الأسهم أو الصناعة تسيطر بأدائها على السوق، وسوف يتوقع الفني استمرار هذا الأداء الراقى، وتعمل القوة النسبية خلال فترات هبوط السوق كما تعمل خلال فترات صعود السوق، إلا أنه في أوقات انخفاض السوق فإن أسعار الأسهم التي تمثل القوة النسبية إذا لم تتجه للانخفاض أيضا مثل السوق، وإنما تستمر في الارتفاع فإن الفنيين يعتقدون أنه إذا كانت هذه النسبة مستقرة أو تزداد خلال فترات السوق الهابطة فإن الأسهم ستكون جيدة جدا من خلال المضاربة على الصعود في السوق التالية.<sup>2</sup>

## 3- الدعم والمقاومة:

تسلك الاسعار دائما وابدا اسهل الطرق واقلها حواجز وعقبات، مثلها مثل اشياء اخرى كثيرة، فما الدعم والمقاومة إلا حجر عثرة في طريق انطلاق الأسعار ، والدعم عبارة عن حاجز سفلي يعرقل او يمنع

<sup>1</sup> عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص 172.

<sup>2</sup> طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص ص : (207-208).

انخفاض الاسعار، والمقاومة عبارة عن حاجز علوي يعوق او يمنع ارتفاعها، وعادة ما يوقف الدعم تهور الاسعار و لو مؤقتا، ويجعلها تتحرك الى اعلى ، اما المقاومة فتوقف ارتفاع الاسعار و تجعلها تتحرك الى ادنى ، وعندما يكون اتجاه الاسعار صاعدا فان كلا من مستويات الدعم و المقاومة ترتفع بمرور الوقت، حيث تبدأ حركة الاسعار ما بين مستوى سعر يمثل دعما و مستوى يعلو عنه يمثل المقاومة، لا يلبث ان يسقط الاخير بتوالي ضربات السعر وتغلبه عليه، فيرتفع السعر حتى يصطدم بنقطة مقاومة اعلى، اما عندما يكون اتجاه الاسعار هابطا، فان الدعم و المقاومة يتقهقران بمرور الوقت . فالأسعار تنخفض لتلقى دعما، وترتفع لتلقى مقاومة مرة اخرى او اكثر حتى تتغلب على حاجز الدعم و تنخفض تحته وتظل تتدهور حتى تصطدم بمستوى دعم اخر يمنع انخفاضها اكثر من ذلك فترة زمنية معينة حتى تكسره و يتم التعامل بسعر اقل من مستوى الدعم وهكذا. ومن هنا فان الدعم و المقاومة مستويان ترتفع عندهما احتمالات تغير الاتجاه change in trend، فان تخيلنا ان الاسعار كرة فإنها تريد عند ملامستها كلا من الارض كدعم و السقف كمقاومة<sup>1</sup>.

وعليه فان المرادف لكلمة دعم support هو كلمة طلب demande، والمرادف لكلمة مقاومة resistance هو كلمة عرض supply .

فما الدعم إلا:

- ✓ سعر ادنى من السعر الجاري بالسوق يكثر عنده الطلب.
  - ✓ مستوى منخفض نسبيا للأسعار ينتظر عنده دخول مشتريين جدد للسوق.
  - ✓ سعر معين اقل من السعر الحالي يتوقع للأسعار ان ترتفع من عنده بعدما تنخفض اليه.
- اما المقاومة فهي :

- ✓ سعر اعلى من سعر السوق الجاري يزداد عنده العرض بقوة .
  - ✓ مستوى مرتفع نسبيا للأسعار ينتظر عنده دخول بائعين جدد للسوق .
  - ✓ منطقة علوية للسعر يتوقع ان تنخفض الاسعار بعد الوصول اليها.
- مما سبق يمكن ان نقول انه يستفاد من معرفة هذه النقاط في تحديد اوقات الشراء و البيع ، حيث ان منطقة الدعم تعتبر منطقة شراء ، ومنطقة المقاومة تعتبر منطقة بيع.

<sup>1</sup> عبد المجيد المهيبي، حازم الببلاوي، مرجع سبق ذكره، ص ص: (91-92).

## 4- الشموع اليابانية:

لقد اثبتت الشموع اليابانية بمرور السنوات، انها اداة من ادوات التحليل الفني الناجحة التي تساعد المستثمرين و المضاربين على تحقيق معدلات ارباح مرتفعة . فهي تمتاز عن الطرق الغربية التقليدية بقوتها في التحليل و قراءة نفسية المتعاملين بالأسواق، وبقدرة عالية على التنبؤ الصحيح لمسار الاسعار في المستقبل.

و قد سجل اليابانيون الحركة اليومية للأسعار في شكل رسم بياني يشبه الشمعة candle. وهي عبارة عن مستطيل له فتيلان علوي وسفلي. قمة الفتيل العلوي هي اعلى سعر في الفترة الزمنية المرصودة، وادنى نقطة في الفتيل السفلي تمثل ادنى سعر تم التداول به خلال تلك الفترة . اما سعرا الفتح و الاقفال فيمثلان اما الخط العلوي وأما الخط السفلي للمستطيل .فكل شمعة تبرز علاقة كل من متغيرات السعر الاربعة بعضها ببعض، هذه المتغيرات هي سعرا الفتح والإقفال ، و اعلى و ادنى سعر، و قد سماوا المستطيل بالجسم real body والفتيل بالظل shadow .

وقد اختاروا ان يرمزوا لأيام ارتفاع الاسعار ( سعر الاقفال اعلى من سعر الفتح) بشمعة بيضاء تمثل الفرج بجني الارباح. و اختاروا لأيام انخفاض الاسعار ( سعر الاقفال ادنى من سعر الفتح) شمعة سوداء تعبر عن الحزن و الخسارة.

والجدير بالذكر، ان الشمعة يمكن ان تمثل حركة التداول خلال فترة زمنية يراد تسجيل اسعارها سواء كانت ساعة او يوما او اسبوعا او شهرا<sup>1</sup>.

ومن الملاحظ ان اليابانيين قد اعطوا اهمية كبيرة لسعر الفتح ( بعكس الرسامين البيانيين والمحليلين الفنيين الغربيين)، ذلك انهم وجدوا ان درجة انفعال المتعاملين تبلغ اشدها في الدقائق الاولى لجلسات التداول، ففيها يتم تنفيذ الكثير من اوامر الشراء والبيع المتراكمة قبل افتتاح الجلسة. وكثيرا ما يكون للأحداث التي وقعت خلال فترة راحة السوق من وقت اقفال يوم العمل السابق الى وقت فتح الجلسة التالية تداعيات وردود افعال كثيرة من قبل المضاربين والمستثمرين عموما. فالدقائق الأولى مثلها مثل الدقائق الاخيرة بجلسة التداول، غالبا ما تكون مملوءة بالإثارة. وهناك مقولة يابانية درجة مفادها " ان ساعة الصباح الاولى هي دفة اليوم". و يعتقد الكثيرون من المتعاملين اليابانيين ان احداث الدقائق

<sup>1</sup> مرجع سبق ذكره، ص ص: (217-218).

الاولى من الجلسة هي المحرك الاساسي للتداول. هذا بالنسبة لسعر الفتح، اما بالنسبة لسعر الاقفال فله بالطبع اهمية قصوى سواء للمحللين الفنيين الغربيين او اليابانيين ، ذلك ان سعر الاقفال يعتبر اهم سعر بجلسة التداول فهو بمثابة النتيجة النهائية للمباراة . ففي اي مباراة لا يهتم من يسجل الهدف الاول او عدد الاهداف التي يسجلها، فالعبرة دائما و ابدا تكون بالخسارة النهائية للمباراة<sup>1</sup>.

5- المتوسطات المتحركة: يعبر المتوسط المتحرك عن القيمة النموذجية او القيمة الممثلة لمجموعة من البيانات، وهناك صور عديدة من المتوسطات، وان كان الوسط الحسابي هو اكثر شيوعا، ويستخدم المتوسط المتحرك لإعطاء اشارة بداية اتجاه جديد للسعر ونهاية اتجاه سابق، فإشارات الشراء تطلق بعبور السعر فوق خط المتوسط وهو ما يعرف بالعبور الذهبي كناية عن ارتفاع الاسعار ، اما العبور القاتل فيشير الى البيع و ذلك عندما يسقط السعر تحت خط المتوسط<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> مرجع سبق ذكره، ص 219.

<sup>2</sup> عبد المجيد المهيلمي ، التحليل الفني للاوراق المالية ، الاردن ، 2006، ص 159

الخاتمة

## الخاتمة

لقد اصبحت البورصات من شروط التقدم، بل اداة من اهم ادواته ووسيلة فعالة لتحقيق التنمية الاقتصادية في كافة المجالات ، ومن هنا كان لزاما علينا الاحاطة بفنون التعامل فيها، فعليه اصبحت البورصة و تطورها مقياس للتقدم الحضاري ، بدونها يصعب ان تنهض الامم وترتقي، وبعيدا عنها تخنفي كفاءة المشروعات و المؤسسات، بل ان الاداء الحكومي ذاته يتأثر سلبا و ايجابا بعمل الحكومة ، ومن ثم يمكن القول ان هناك تأثيرا و تأثيرا سلبا و ايجابا ما بين البورصة و بين الاقتصاد الوطني .

يعتبر وجود سوق نشط للأوراق المالية امرا حيويا للشركات التي ترغب في الحصول على التمويل طويل الاجل والذي يعد احد اسباب انخفاض معدلات التنمية بدول العالم الثالث حيث لا توجد اسواق للأوراق المالية، وفي الوقت ذاته لا توجد مصادر التمويل طويل الاجل اللازم للتنمية الصناعية و التجارية ، وحتى في حالة وجود تلك المصادر ترتفع تكلفة الحصول على التمويل طويل الأجل وعليه قامت العديد من البورصات العربية في تطوير امكانياتها و قدراتها و تأهيلها لكي تكون احدى الادوات الهامة للتنمية و مصدرا لجذب رؤوس الاموال.

انطلاقا من ذلك حاولنا من خلال هذه المطبوعة توضيح اساسيات الاستثمار في البورصة والأوراق المالية، اضافة الى وصف نظام التشغيل في البورصة، والأدوات المالية المتداولة فيها وأنواع المستثمرين في الاوراق المالية، وتركيز على اهم خاصيتين للاستثمار في الاوراق المالية وهما العائد والمخاطرة، كذلك محاولة مناقشة كفاءة سوق الاوراق المالية ، وفي الوقت نفسه تم التطرق الى موضوع مؤشرات بورصة الأوراق المالية ومناهج تحليلها، حيث تعد مؤشرات اداء سوق الاوراق المالية من الوسائل المهمة التي يسترشد بها المستثمرون في الاسواق المحلية و الدولية من اجل توقيت استثماراتهم و تنفيذها ، وكذلك رصد التطورات التي تشهدها السوق و درجة فعاليتها وبالتالي التعرف على اتجاهات الاداء و مقارنته بأداء غيرها من الاسواق المالية الأخرى الامر الذي يمنح فرصة للمستثمرين في اتخاذ قرارات الاستثمار .

اضافة الى تناول الاسس التي يبني عليها الاستثمار في بورصة الاوراق المالية، اضافة الى الامام بأدواتها و كيفية التعامل فيها، وتوضيح اسس و مبادئ و قواعد التعامل في البورصة .

## قائمة المراجع :

### 1- الكتب

#### 1-1 باللغة العربية

- ابراهيم رسول هاني، اثر الاسواق المالية في النمو الاقتصادي، دراسة تحليلية في بلدان عربية مختارة، كلية الادارة والاقتصاد، جامعة القادسية، العراق، 2005.
- احمد سعد عبد اللطيف، بورصة الاوراق المالية، كلية التجارة، جامعة القاهرة، مصر، 1998.
- اعداد اسلام اون لاين، الف باء بورصة، خبرات مالية و شرعية، دار العربية للعلوم، بيروت، لبنان، 2006.
- بزاز حليلة، المشتقات المالية المفهوم، الاهمية، المخاطر، جامعة الامير عبد القادر للعلوم الاسلامية، 2012.
- حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2007.
- كنعان علي، الاسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2009.
- حاكم الربيعي، ميثاق الفتلاوي، حيدر جوان، على احمد فارس، مشتقات المالية، عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الاردن، 2011.
- رمضان زياد، مروان شموط، الاسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوريدات، القاهرة، 2007.
- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار الحقيقي و المالي، دار وائل، عمان، 1998.
- دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2010.
- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية و دورها في ادارة المخاطرة و دور الهندسة المالية في صناعة ادواتها، دراسة مقارنة بين نظم الوضعية و احكام الشريعة الإسلامية دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
- سامية فقير، محاضرات في تسيير المحافظ الاستثمارية، مطبوعة بيداغوجية، جامعة امحمد بوقرة بومرداس، 2017/2018، ص 30.
- السيد متولي عبد القادر، الاسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الاردن، 2010.
- شقيري نوري موسى، ادارة المشتقات المالية و الهندسة المالية، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطبع، عمان، الاردن، 2015.

- صلاح الدين السيبي، بورصات الأوراق المالية، الأهمية و الأهداف و مقومات النجاح، دار الفكر الجامعي، جامعة القاهرة، مصر، 2000.
- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية للطبع والنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2006.
- عنايات النجار و وفاء شريف، دليل المتعاملين في بورصة الاوراق المالية، بحوث ودراسات المنظمة العربية للتنمية الادارية، القاهرة، مصر، 2006.
- عماد صالح سلام، ادارة الازمات في بورصات الاوراق المالية العربية و العالمية و التنمية المتواصلة، شركة ابوظبي للطباعة و النشر، 2002.
- عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
- عباس كاظم الدعي، السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- عبد النافع عبد الله الزرري، الأسواق المالية، دار الوائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001.
- عبد الرؤوف ربايعي، سامي حطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، هيئة الاوراق المالية والسلع، الإمارات العربية المتحدة، 2006.
- عادل عبد الفتاح الميهي، المحتوى الإعلامي للمعلومات المحاسبية بالتطبيق على سوق الأسهم السعودي (دراسة اختباريه وحديثة)، بحث منشور برعاية جامعة الملك خالد، السعودية، بدون سنة نشر.
- عبد المجيد المهيلمي، حازم البيبلاوي، التحليل الفني للأسواق المالية، اداة النجاح في البورصة، البلاغ للطباعة و النشر و التوزيع، 2004.
- عبد الرؤوف رابعة، سامي حطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق رأس المال، هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، دبي، 2006.
- كنعان علي، الاسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2009.
- فيصل العدسي، مقال حوار حول سوق الأوراق المالية السورية، جمعية العلوم الاقتصادية السورية، تاريخ الاطلاع نوفمبر 2019، [www. syrianeconomy.org](http://www.syrianeconomy.org)
- محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، بورصة الاوراق المالية بين النظرية و التطبيق، الدار الجامعة للطباعة و النشر، الاسكندرية، 2005.
- محمد يسر برنيه، تطوير اسواق الاوراق المالية الحكومية في الدول العربية، صندوق النقد العربي، ابوظبي، 2004.

- منير ابراهيم هندي، الاوراق المالية و اسواق راس المال، ط1، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 1998.
- منير ابراهيم هندي، الاوراق المالية و اسواق راس المال، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1993.
- منير ابراهيم الهندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، دار الفكر الجامعي، القاهرة، مصر، 2004.
- منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في ادارة المخاطر، الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات المالية، ج2، منشأة المعارف، الاسكندرية، مصر، 2003.
- محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإبراهيمية، الاسكندرية، مصر، 2002/2001.
- منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، دار المعارف، الاسكندرية، 2004.
- ارشد فؤاد، اسامة عزمي، الاستثمار بالاوراق المالية، دار المسير، عمان، الاردن، 2004،
- محمد عبد الله شاهين، تحليل وتقييم محافظ الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر، 2017.
- محسن احمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر و التوزيع، القاهرة، مصر، 1999، 35.
- مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق، سوريا، 2014.
- محمد علي ابراهيم العامري، ادارة محافظ الاستثمار، الطبعة الاولى، اثناء للنشر و التوزيع، مكتبة الجامعة، عمان، الاردن، 2013.
- محمد ابراهيم الشبلي، طارق ابراهيم الشبلي، مقدمة في الاسواق المالية، عمان، الاردن، 2000، ص 147.
- محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998،
- وليد صافي، انس البكري، الاسواق المالية الدولية، دار المستقبل، عمان، الاردن، 2009، ص 248.
- ليم اندروس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، جامعة القاهرة، مصر، 2006.
- يوسف حسن كافي، الأوراق المالية وسوق المال العالمي، مركز الكتاب الأكاديمي، عمان، الأردن، 2017.

- مقال على شبكة الانترنت، اضاءات مالية مصرفية، المشتقات المالية، تاريخ الاضطلاع  
2019/10/10.

## 1-2 باللغة الأجنبية

- Gaston defosse et Pierre bally , La bourse des valeurs , edition bouchene ,  
1990 .
- Paul Jaques Lehmann, Bourse et marchés financiers, Dunod, 3<sup>ème</sup> édition,  
Paris , 2008,
- Nikkei stock average,indexes,Nikkei/en/mkave/index
- Sabrina Binzaru, Analysis of the japanese indices, masaryk university , faculty of  
economics and administration , finance brno, 2014.

## 2- الرسائل و الاطروحات :

### 1-2 - رسائل الماجستير

- سليم جابو، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية (دراسة حالة للأسهم المتداولة في  
بورصة عمان خلال الفترة الممتدة بين (2001-2010)، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة  
الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح بورقلة، الجزائر، 2012/2011.
- سمير محسن، المشتقات المالية و دورها في تغطية مخاطر السوق المالية، مذكرة ماجستير في  
العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة منتوري  
قسنطينة، 2005-2006، ص 35.
- إسماعيل جميل الصعدي، العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي (دراسة تطبيقية على  
الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية)، دراسة مقدمة استكمالاً للحصول على متطلبات  
الماجستير في المحاسبة، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2011.

## 2-2 - اطروحات الدكتوراه:

- عائشة بخالد، اختبار كفاءة سوق نيويورك المالي عند المستوى الضعيف (دراسة حالة مؤثر داوجونز الصناعي خلال الفترة 1928\_2014)، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم المالية، جامعة قاصدي مرباح بورقلة، الجزائر، 2015/2014.
- رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، بحث مقدم لنيل درجة الدكتوراه في الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006، ص: 63.
- سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2018/2017.
- بلال شيخي، تطور أداء اسواق الاوراق المالية المغربية الواقع و الافاق، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، 2001.
- سايغي مريم، دور المؤشرات البورصية في اتخاذ قرار الاستثمار المالي في الالفية الثالثة، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 03، تخصص اقتصاد مالي و تقنيات كمية ، جامعة الجزائر 03 ، 2017-2018.

## 3- المجلات و الدوريات :

- عبد الحفيظ مازري، أثر مشكلة عدم تناظر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية، مجلة البشائر الاقتصادية، جامعة بشار، العدد6، 2016.
- علي بن الضب، سيدي امحمد عياد، تكلفة رأس المال وإنشاء القيمة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد2، 2013.
- بن امر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية (دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب)، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد الثاني، 2013.
- حسن مشرقي، أيمن الشهاب، اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البعث للعلوم الإنسانية، سوريا، المجلد36، العدد1، 2014.

- عبد الحسين جليل الغالبي، حسن شاكر الشمري، التحليل الاقتصادي لكفاءة الأسواق المالية (دليل تجريبي لبعض الأسواق العربية)، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الكوفة، العراق، المجلد9، العدد 2، 2015.
- صالح مفتاح، فريدة معارفي، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية (دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها)، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، العدد 7، 2010.
- علي بن الضب، سيدي امحمد عياد، تكلفة رأس المال وإنشاء القيمة، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد2، 2013.
- بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الاسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية ( دراسة تحليلية لسوق الرياض للاوراق المالية ) مجلة تنمية الرافدين، جامعة الموصل، العراق، العدد 30-16، افريل 2007