



وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

جامعة 8 ماي 1945 قلمة

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

قسم علوم التسيير



مطبوعة في مقياس

البورصة والأوراق المالية

إعداد

الدكتورة عديلة مريميت

السنة الجامعية: 2015/2014

الفهرس

الفهرس

المقدمة أ

الفصل الأول: مبادئ و أسس الاستثمار المالي

تمهيد 1

I - ماهية الاستثمار المالي 1

I-1 - مفهوم الاستثمار 1

I-1-1 - الاستثمار الحقيقي 2

I-1-2 - الاستثمار المالي 2

I-2 - دوافع الاستثمار المالي 3

I-3 - مجالات الاستثمار المالي 3

I-3-1 - أدوات الدين 3

I-3-2 - أدوات الملكية 3

I-3-3 - أدوات مركبة 3

I-3-4 - أدوات مشتقة 3

I-4 - أهداف الاستثمار المالي 3

I-4-1 - تأمين المستقبل 4

I-4-2 - تحقيق أكبر دخل جاري 4

I-4-3 - تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول 4

I-4-4 - حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم 4

I-4-5 - حماية الدخول من الضرائب 4

I-4-6 - تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة 4

I-5 - تقييم الاستثمار المالي 4

I-5-1 - مزايا الاستثمار المالي 4

I-5-2 - عيوب الاستثمار المالي 5

5	II-الاطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية
5	II-1- مفهوم سوق الأوراق المالية
5	II-1-1- لمحة تاريخية عن سوق الأوراق المالية
6	II-1-2- تعريف سوق الأوراق المالية
6	II-2- أهمية سوق الأوراق المالية
7	II-3- مكونات سوق الأوراق المالية
7	II-1-3- السوق الأولية
7	II-1-1-3- مفهوم السوق الأولية
8	II-2-1-3- خصائص السوق الأولية
8	II-2-3- السوق الثانوية
8	II-1-2-3- تعريف السوق الثانوية
9	II-2-2-3- أقسام السوق الثانوية
12	II-4- الدور الاقتصادي لسوق الأوراق المالية
12	II-1-4- الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية
12	II-1-1-4- الوظائف التمويلية
12	II-2-1-4- تحقيق أسعار توازنية للأوراق المالية
12	II-3-1-4- وسيلة لقياس الأموال
12	II-4-1-4- تقديم المعلومات المالية و توفير الشفافية
12	II-5-1-4- أداة لتسيير المخاطر
13	II-6-1-4- إمكانية تقييم الشركات و المشروعات بكفاءة
13	II-7-1-4- وظيفة تحويل الخطر
13	II-8-1-4- تقوية الائتمان الداخلي و الخارجي
13	II-9-1-4- وظيفة تحويل الانتظار
13	II-10-1-4- الحد من معدلات التضخم
13	II-11-1-4- توجيه الموارد الى المجالات الأكثر ربحاً
13	II-12-1-4- الاستفادة من التطورات المالية و الاقتصادية العالمية
13	.....

14	..... أهداف سوق الأوراق المالية	II-4-2-2
14	..... جذب و تجنيد الادخار	II-4-2-1
14	..... نشر الرأس المال الاجتماعي للمؤسسات	II-4-2-2
14	..... قياس وضعية الاقتصاد الوطني	II-4-2-3
	..... المساعدة على تطور التجمعات الصناعية و التجارية	II-4-2-4
14	..... والمالية	
14	..... خصائص سوق الأوراق المالية	II-5
15	..... شروط نجاح سوق الأوراق المالية	II-6
15	..... المقومات الأساسية لنجاح سوق الأوراق المالية	II-6-1
16	..... عوامل نجاح سوق الأوراق المالية	II-6-2
16	..... الأوراق المالية التقليدية	III-الأوراق المالية التقليدية
16	..... تعريف الأوراق المالية	III-1
16	..... ماهية الأسهم	III-2
17	..... تعريف الأسهم	III-2-1
18	..... خصائص و مميزات الأسهم	III-2-2
18	..... أنواع الأسهم	III-2-3
18	..... الأسهم العادية	III-2-3-1
21	..... الأسهم الممتازة	III-2-3-2
24	..... الأسهم الخاصة	III-2-3-3
25	..... السندات	III-3
25	..... تعريف السندات	III-3-1
26	..... خصائص السندات	III-3-2
27	..... أنواع السندات	III-3-3
29	..... خلاصة الفصل	

الفصل الثاني: المشتقات المالية

30 تمهيد	
----	-------------	--

30	I- ملحة عن المشتقات المالية
30	I-1- مبررات تحديث الأوراق المالية
31	I-2- مفهوم المشتقات المالية
31	I-2-1- التطور التاريخي لعقود المشتقات
32	I-2-2- تعريف المشتقات المالية
33	I-3- خصائص عقود المشتقات
33	I-3-1- طبيعة العمليات خارج الميزانية
34	I-3-2- التعقيد
34	I-3-3- السيولة
34	I-3-4- عدم وضوح القواعد المحاسبية
34	I-3-5- المخاطر الناشئة عن التعامل في عقود المشتقات
35	I-4- أهمية عقود المشتقات و استخدامها
35	I-4-1- التغطية ضد المخاطر
35	I-4-2- أداة لاكتشاف السعر المتوقع في السوق الحاضرة
36	I-4-3- إتاحة فرصة استثمارية للمضاربين
36	I-4-4- تسيير و تنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد
36	I-4-5- آلية للتخزين
37	I-4-6- تحقيق سمة كمال السوق
37	I-5- مستخدمو المشتقات المالية
38	I-6- تقييم المشتقات المالية
38	I-6-1- فوائد التعامل بالمشتقات
38	I-6-1-1- مزايا التعامل بالمشتقات
38	I-6-1-2- المكاسب التي تحققها المشتقات للمتعاملين بها
39	I-6-1-3- فوائد المشتقات المالية
40	I-6-2- المخاطر الكامنة في المشتقات المالية
40	I-6-2-1- أسباب نشوء المخاطر في المشتقات
40	I-6-2-2- عوامل تزايد مخاطر التعامل في المشتقات

41	I-6-2-3- أنواع مخاطر التعامل في المشتقات
42	I-6-3- نقد المشتقات المالية
43	II- أنواع المشتقات المالية
43	II-1- عقود الخيارات
43	II-1-1- عرض تاريخي لعقود الاختيار
43	II-1-2- تعريف عقود الخيارات
44	II-1-3- تصنيف عقود الخيارات
44	II-1-3-1- خيارات الشراء
45	II-1-3-2- خيارات البيع
45	II-1-4- خصائص عقود الخيارات
45	II-1-5- أنواع عقود الخيارات
45	II-1-5-1- التصنيف على أساس الصفة
46	II-1-5-2- حسب تاريخ تنفيذ العقد
46	II-1-5-3- حسب ملكية الأوراق المالية
46	II-1-5-4- حسب الربحية
47	II-1-5-5- عقود الخيارات المزدوجة
48	II-1-5-6- عقود خيار أخرى
50	II-1-6- مزايا عقود الخيارات
50	II-2- العقود الآجلة و المستقبلية
50	II-2-1- العقود الآجلة
50	II-2-1-1- عرض تاريخي للعقود الآجلة
51	II-2-1-2- تعريف العقود الآجلة
53	II-2-1-3- خصائص العقود الآجلة
53	II-2-2- العقود المستقبلية
54	II-2-2-1- التطور التاريخي للعقود المستقبلية
54	II-2-2-2- تعريف العقود المستقبلية
55	II-2-2-3- خصائص العقود المستقبلية

56	..... أنواع العقود المستقبلية	II-2-2-4
56	..... ميكانيزم العقود المستقبلية	II-2-2-5
57	..... أهم أوجه الاختلاف بين العقود الآجلة و العقود المستقبلية	II-2-3
60	..... عقود المبادلات	II-3
60	..... تعريف عقود المبادلات	II-3-1
60	..... خصائص عقود المبادلات	II-3-2
61	..... أنواع عقود المبادلات	II-3-3
61	..... عقود مبادلات أسعار الفائدة	II-3-3-1
62	..... عقود مبادلات العملات	II-3-3-2
62	..... عقود المبادلات السلعية	II-3-3-3
62	..... عقود المبادلات الاختيارية	II-3-3-4
63	..... أنواع أخرى من المشتقات	II-4
63	..... CAP	II-4-1
64	..... FLOOR	II-4-2
64	..... COLLAR	II-4-3
64	..... خلاصة الفصل	

الفصل الثالث: مؤشرات وكفاءة البورصة

65	..... تمهيد	
65	..... مؤشرات البورصة	I
65	..... مفهوم مؤشرات البورصة	I-1
66	..... كيفية بناء مؤشرات البورصة	I-2
67	..... مراحل إعداد المؤشرات	I-2-1
67	..... اختيار العينة	I-2-1-1
69	..... الأوزان النسبية لأفراد العينة	I-2-1-2
70	..... حساب قيمة المؤشر	I-2-1-3
71	..... تعديل المؤشرات	I-2-2

- 71 I - 2 - 2 - 1 - التعديل في حالة اشتقاق الأسهم
- 72 I - 2 - 2 - 2 - التعديل في حالة رفع رأس المال
- 72 I - 2 - 2 - 3 - التعديل في حالات أخرى
- 73 I - 2 - 3 - مؤشرات ورتبة السندات
- 75 II - فرضية كفاءة السوق المالية
- 75 II - 1 - مفهوم كفاءة السوق المالية
- 77 II - 1 - 1 - شروط كفاءة السوق المالية
- 79 II - 2 - الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالية
- 79 II - 2 - 1 - فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة
- 80 II - 2 - 2 - فرضية الصيغة متوسطة القوة للكفاءة
- 81 II - 2 - 3 - فرضية الصيغة القوية للكفاءة
- 82 II - 3 - علاقة التحليل الأساسي والتحليل الفني بكفاءة السوق المالية
- 82 II - 3 - 1 - التحليل الأساسي وعلاقته بكفاءة السوق المالية
- 83 II - 3 - 1 - مفهوم التحليل الأساسي
- 85 II - 3 - 1 - 2 - علاقة التحليل الأساسي بكفاءة السوق المالية
- 86 II - 3 - 2 - التحليل الفني وعلاقته بكفاءة السوق المالية
- 87 II - 3 - 2 - 1 - مفهوم التحليل الفني
- 89 II - 3 - 2 - 2 - علاقة التحليل الفني بكفاءة السوق المالية
- 91 III - الأسواق المالية الدولية
- 91 III - 1 - ماهية الأسواق المالية الدولية
- 91 III - 1 - 1 - مفهوم الأسواق المالية الدولية
- 92 III - 1 - 2 - عوامل قيام وتعزيز الأسواق المالية الدولية
- 93 III - 1 - 3 - خصائص الأسواق المالية الدولية
- 93 III - 1 - 4 - ترابط الأسواق المالية الدولية
- 94 III - 2 - تقسيمات الأسواق المالية الدولية
- 94 III - 2 - 1 - سوق النقد الدولي
- 95 III - 2 - 2 - سوق الاقتراض والاقتراض بالعملات الأجنبية

96	.....	III-2-3 سوق السندات الدولية
99	.....	III-2-4 سوق الأسهم الدولية
101	.....	خلاصة الفصل
102	.....	الخاتمة
103	.....	قائمة المراجع

المقدمة

تمتاز الأسواق المالية بأهمية كبيرة في الحياة الاقتصادية المعاصرة لكل دولة، حيث تقوم بتوفير مصادر التمويل الضرورية للمشروعات المختلفة وتنشيط الدورة الاقتصادية للدولة من حيث الاستثمار وتوفير السيولة، وقد ظهرت أدوات جديدة للاستثمار غير الأدوات التقليدية السائدة وأغلب هذه الأدوات جاءت استجابة لحاجة المؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين لحماية أصولهم المالية من خلال أسواق المشتقات.

وبالتالي فقد أتت الأدوات المشتقة لتسهيل عملية نقل وتوزيع المخاطر مما ساعد على توفير عنصر السيولة في السوق الثانوي وبذلك توفر لهذا السوق خاصية العمق والاتساع في اتجاه يؤدي إلى تحسين كفاءته، بالإضافة إلى دورها كأدوات للمضاربة والتحوط ضد المخاطر، فقد أولاهما المتخصصون والباحثون عناية فائقة سواء من ناحية وضع القوانين التي تحكم التعامل بها أو من ناحية وضع المعايير المحاسبية التي تحكم الجوانب الخاصة بالاعتراف بها وتقييمها والإفصاح عنها في البيانات المحاسبية.

وتهدف هذه المطبوعة حول البورصة والأوراق المالية الموجهة لطلبة المالية، إلى تعريف الطالب بالمبادئ الأساسية التي تحكم الاستثمار المالي، من خلال التعريف بسوق الأوراق المالية وكذا التعرف على المنتجات المالية التقليدية من أسهم وسندات، إضافة إلى المشتقات المالية المختلفة التي تعتبر أداة استثمارية مهمة في الأسواق المالية وكذلك التعرض لبعض المفاهيم المتعلقة بالبورصة كالمؤشرات وكفاءة الأسواق المالية والتحليل الأساسي والفني للأوراق المالية..



الفصل الأول:

مبادئ وأسس الاستثمار المالي

تمهيد:

أدى تنامي النشاطات الاستثمارية إلى ظهور مشاريع كبيرة تستدعي توظيف أموالاً ضخمة ونظراً لصعوبة التمويل وارتفاع تكلفة الاقتراض فقد اتجهت إلى طرق جديدة لتمويل مشاريعها كفتح رأس مالها للاكتتاب العام، الذي هو عبارة عن تجميع الأموال من المدخرين أصحاب الفوائض المالية واستثمارها في هذه المشاريع. وبغرض الجمع بين مختلف المتعاملين في هذا الاستثمار، أقيم نظام لتسهيل ذلك، والذي يتمثل في سوق الأوراق المالية التي تعد ركناً من أركان السوق التمويلية، ومصدراً من مصادر الأموال التي تحتاجها الشركات لتمويل أنشطتها المختلفة، مما يجعل منها أحد الركائز المساعدة على تحقيق النمو الاقتصادي. حيث أنها تركز أساساً على طرح أوراق مالية للاكتتاب فيها، ثم تداولها، هذه الأخيرة تنوع من حيث العوائد وتواريخ الاستحقاق، وتعتبر الأسهم التي تمثل صكوك ملكية، والسندات التي هي حقوق مديونية من أهم الأدوات الاستثمارية المستخدمة في الاستثمار المالي.

I. ماهية الاستثمار المالي:

يستمد الاستثمار أصوله من علم الاقتصاد وهو على صلة وثيقة بمجموعة أخرى من المفاهيم الاقتصادية أهمها: الدخل، الاستهلاك والادخار، ويمكن اعتباره بصفة عامة توظيف أموال حالية في سبيل الحصول على إيرادات أكبر في المستقبل.

1.I مفهوم الاستثمار:

لقد أعطيت العديد من المفاهيم حول الاستثمار من طرف الكثير من الاقتصاديين نأخذ منها: عرفه طاهر حيدر حردان على أنه: "توظيف الأموال بهدف تحقيق العائد أو الدخل أو الربح والمال عموماً".

في حين تناوله عبد الغفار حنفي: "الاستثمار هو إرجاء أو تأجيل الاستهلاك لفترة قادمة، ثم توجيه هذه الأموال إلى الاستثمار وليس إلى الاكتناز".

وعرفه محمد صالح الحناوي: "هو استثمار الأموال في أصول سوف يتم الاحتفاظ بها لفترة زمنية على أمل أن يتم تحقيق عائد يساعد على زيادة ثروة المستثمر".

ومن خلال هذه التعاريف يمكن القول أن الاستثمار هو التخلي عن أموال يمتلكها الفرد في لحظة معينة ولفترة من الزمن قد تطول أو تقصر وربطها بأصل أو أكثر من الأصول التي يحتفظ بها لتلك الفترة الزمنية بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوضه عن القيمة الحالية لتلك الأموال التي تخلى عنها في سبيل الحصول على ذلك الأصل أو الأصول، وعن النقص المتوقع في قوة تلك الأموال الشرائية بفعل التضخم، وتعويضه عن المخاطرة الناشئة عن احتمال عدم حصول التدفقات المالية المرغوب فيها كما هو متوقع لها.

لكن هذا المفهوم للاستثمار يختلف في الاقتصاد عنه في الإدارة حيث نميز بين مفهومين للاستثمار، مفهوم الاستثمار بالمعنى الاقتصادي أو الحقيقي ومفهوم الاستثمار بالمعنى الحالي حيث:

1.1.I الاستثمار الحقيقي أو الاقتصادي:

عرفه زياد رمضان على انه: "يعتبر استثمارا حقيقيا أو اقتصاديا متى توفر للمستثمر الحق في حيازة أصل حقيقي كالعقار والسلع والذهب... الخ".
وتناوله طاهر حيدر حردان: "يكون الاستثمار الحقيقي في السلع الرأسمالية وبالتالي هذا الاستثمار يساهم في زيادة الدخل الناتج القومي".
وعليه الاستثمار الحقيقي له علاقة بالطبيعة والبيئة وله كيان مادي ملموس كما أن أهم ميزة يتميز بها هذا النوع من الاستثمار هي الأمان.

كما يمكن اعتباره تيارا من الإنفاق على السلع الرأسمالية الثابتة الجديدة التي تؤدي إلى خلق قيمة مضافة وتوفير مناصب عمل جديدة أي استثمار منتج.

2.1.I الاستثمار المالي:

عرفه الدكتور زياد رمضان على انه: "شراء وتكوين رأسمالي موجود وهذا يعني شراء حصة في رأس المال أي سهم أو حصة في قرض مثل السند تعطي للمالكها حق المطالبة بالأرباح أو الفوائد وبالقوق الأخرى التي تضمنها القوانين ذات العلاقة، وفي الحقيقة إن ما يحدث في السوق المالية الثانوية من عمليات بيع وشراء الأسهم والسندات فهو لا يعد كونه عملية نقل ملكية الأصل المالي من البائع إلى المشتري، لكن الأمر يختلف في حالة الإصدارات الجديدة من الأسهم أو السندات ينتهي بانتهاة عملية بيع الإصدار في السوق الأولية أما ما يحدث لهذه الأوراق بعد ذلك من تداول فيدخل في باب الاستثمار المالي".
كذلك عرفه طاهر حيدر حردان على أنه: "توظيف في أصل من الأصول المالية مثل الأسهم، السندات، القبولات البنكية، شهادات الإيداع... الخ، وهو ما يسمى بالاستثمار في الأصول المالية وقد يكون استثمار مالي قصير أو طويل الأجل".

ومن خلال ذلك يمكن القول أن الاستثمار المالي هو عبارة عن شراء الأسهم والسندات في السوق المالية بغرض تحقيق أرباح عن طريق الفرق بين ثمن البيع والشراء، وكذلك الاستثمار في البنوك مقابل معدلات فائدة معينة. وبعد التطرق لمفهوم الاستثمار بصفة عامة ومفهوم الاستثمار الحقيقي من جهة والمالي من جهة أخرى، فإن الهدف لكل منهما هو تحقيق الثروات، ودافع الربح هو الذي يشجع الأفراد والمؤسسات الاقتصادية على الاستثمار، ولأن الحصول على الربح يوازيه تحمل خسائر فإن جميع القرارات الاستثمارية تسبقها في العادة دراسات مكثفة لتقليل التعرض للمخاطر وكما تمت الإشارة إليه أن الاستثمار قد يكون في أصول حقيقية أو في أصول مالية إلا أن الاستثمار المالي هو محور اهتمام هذه الدراسة.

I.2 دوافع الاستثمار المالي:

هناك مجموعة من العوامل تزيد من الدافع لاستثمار الأموال الفائضة ومن هذه العوامل ما يلي:

- ✓ توفر درجة عالية من الوعي الاستثماري لدى الأفراد والقطاعات، إن وجود مثل هذا الوعي يولد لدى المدخرين حساسية استثمارية يجعلهم يقدرون المزايا الكثيرة المترتبة عن تشغيل مدخراتهم وتوظيفها في أصول مالية منتجة، وليس مجرد تجميدها في شكل أوراق نقدية تتناقص قيمتها الشرائية خلال الزمن بفعل القيمة الزمنية للنقود والناجحة عن التضخم، كما أن توفر مثل هذا الوعي يكسر لدى المدخرين حاجز الرهبة من المستقبل ويحثهم على القبول قدر معقول من المخاطرة، سعياً وراء الحصول على عوائد تزيد من قيمة مدخراتهم أو استثماراتهم.

- ✓ توفر مناخ اقتصادي واجتماعي وسياسي مناسب للاستثمار، وذلك لتوفر حد أدنى من الأمان يشجع المدخرين (أصحاب الفائض المالي) على تقبل المخاطر المصاحبة لعملية الاستثمار ذاتها ولعل من ابرز أوجه هذا المناخ وجود قوانين تحمي المستثمرين وتنظم المعاملات الاستثمارية، إضافة إلى ذلك فإن جو الاستقرار السياسي والاقتصادي والاجتماعي يبعث الطمأنينة في نفوس المواطنين جميعاً، وكذلك القطاعات الاقتصادية المختلفة يخلق لديهم دوافع الاستثمار مسبقة بدافع الادخار.

- ✓ تعدد الأدوات الاستثمارية، والتي توفر تشكيلة متنوعة من الفرص الاستثمارية تهيئ وتضمن لكل المستثمرين اختيار المجال المناسب من حيث الفرصة والزمن والعائد والمخاطرة وهذا لا يتحقق إلا من خلال وجود سوق مالية تتسم بالكفاءة، ومن أهم شروطها: العمق، الاتساع، الدينامكية وسرعة الاستجابة للأحداث بالإضافة إلى شروط الحد الأدنى لمثل هذه الأسواق، كالمكان المناسب والتسهيلات المناسبة وقنوات الاتصال بالإضافة إلى مجموعة القوانين المنظمة للمعاملات المالية بشكل عام.

I.3 مجالات الاستثمار المالي:

تتمثل مجالات الاستثمار المالي فيما يلي:

I.3.1 أدوات الدين: تتمثل هذه الأدوات في السندات أو أذونات الخزانة وشهادات الإيداع... الخ، تعطي الحق لحاملها في الحصول على فوائد سنوية أو فائدة في نهاية المدة.

I.3.2 أدوات الملكية: تشمل العادية والأسهم الممتازة، وتمنح لحاملها في التوزيعات والأرباح والحقوق الأخرى المرتبطة بتسيير الشركة كالتصويت والمراقبة.

I.3.3 أدوات مركبة: تتمثل في محفظة الأوراق المالية، وهي عبارة عن مزيج من الأسهم والسندات.

I.3.4 أدوات مشتقة: تتمثل في عقود الخيارات، العقود المستقبلية، العقود الآجلة وعقود المبادلات.

I.4 أهداف الاستثمار المالي:

يعتبر الاستثمار المالي من أكفأ أنواع تشغيل الأموال، ذلك انه يستطيع تحقيق الأهداف التي يسعى إليها المستثمر، وهذه الأخيرة تتمثل في:

1.4.I تأمين المستقبل: عادة ما يقوم بمثل هذا النوع من الاستثمارات الأشخاص الذين بلغوا سنا معينة، وهم على أبواب التقاعد حيث أن ميلهم لتأمين مستقبلهم يحملهم على استثمار ما لديهم من أموال في الأوراق المالية ذات العائد المتوسط المضمون دوريا مع درجة ضعيفة من المخاطرة.

2.4.I تحقيق أكبر دخل جاري: يركز المستثمر بالغ اهتمامه على الاستثمارات التي تحقق أكبر عائد حالي ممكن بغض النظر عن الاعتبارات الأخرى.

3.4.I تحقيق تنمية مستمرة في الثروة مع عائد مقبول: يكون هدف المستثمر تحقيق عائد جاري مقبول مع نسبة زيادة مقبولة في قيمة رأس المال المستثمر على الدوام، حيث أن المكاسب الرأسمالية التي يمكن الحصول عليها تعتبر هدف المستثمر، مضافا إليه العائد.

4.4.I حماية الأموال من انخفاض قوتها الشرائية نتيجة التضخم: إن هدف المستثمر يتمثل في تحقيق مكاسب رأسمالية، وعوائد جارية تحقق المحافظة على القدرة الشرائية لنقوده المستثمرة.

5.4.I حماية الدخل من الضرائب: يكون هدف المستثمر في هذه الحالة الاستفادة من خلال استثماره هذا من المزايا الضريبية التي تمنحها التشريعات والتنظيمات المعمول بها، حيث انه إذا قام بتوظيفها في غير هذا النوع سيتم إخضاعه إلى شرائح ضريبية عالية.

6.4.I تحقيق أكبر نمو ممكن للثروة: يميل إلى تحقيق هذا الهدف المضاربون، حيث يختارون الاستثمارات التي لها درجة مخاطرة عالية ويقبلون عندها ما يترتب عن اختيارهم، أما بتحقيق توقعاتهم أو لا.

5.I تقييم الاستثمار المالي:

يمكن تقييم الاستثمار المالي من خلال إبراز أهم مميزاته والتعرض لعيوبه كالتالي:

1.5.I مزايا الاستثمار المالي: للاستثمار المالي خصائص تميزه عن باقي الاستثمارات الأخرى، وأهم هذه المميزات ما يلي:

✓ للأوراق المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة قل ما تتوفر لأدوات الاستثمار الأخرى فبجانب السوق الأولية والثانوية في سوق الأوراق المالية، يوجد لها كذلك سوق ثالثة ورابعة، وبجانب الأسواق المالية المحلية توجد أسواق دولية توفر لها مرونة أكبر في تداولها فتزيد من درجة سيولة الأموال المستثمرة فيها .

✓ تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة بالمقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى، إذ أن معظم الصفقات لبيع وشراء الأوراق المالية تتم على الهاتف أو بواسطة شاشات الكمبيوتر فتوفر على المستثمر الكثير من النفقات، هذا إضافة الأوراق المالية التي لا تحتاج إلى نفقات التخزين أو الصيانة كما الحال بالنسبة للأصول الحقيقية .

✓ تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس، فأسهم شركة معينة أو سنداتهما غالبا ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، وهذا يسهل عملية تقييمها ويسهل من عملية احتساب معدل العائد المحقق من كل ورقة.

✓ لا يحتاج الاستثمار في الأوراق المالية إلى خبرات متخصصة تتوجب في المستثمر كذلك المطلوب توفرها للمستثمر في الأدوات الأخرى، فالمستثمر في العقار مثلا يشترط فيه أن يكون ذو دراية واسعة في مجال العقارات، في حين يمكن للمستثمر في الأوراق المالية أيا كانت إمكانياته وثقافته أن يجد أداة الاستثمار المناسبة، وسوف يجد في هذا السوق من المختصين والسماسرة من هم على استعداد لتقديم المشورة.

I.2.5 عيوب الاستثمار المالي: تتلخص عيوب الاستثمار في الأصول المالية فيما يلي:

✓ انخفاض درجة الأمان عما هي عليه في الاستثمارات الحقيقية مع أن هذا لا يتعارض مع وجود أوراق مالية مضمونة مثل السندات المضمونة بموجودات الشركة التي أصدرتها والأسهم الممتازة مضمونة الأرباح.

✓ يتعرض المستثمر في السندات المتوسطة وطويلة الأجل إلى مخاطر انخفاض القوة الشرائية للاستثمار بسبب عامل التضخم.

من خلال عرض مختلف مزايا الاستثمار المالي وعيوبه يمكن الوصول إلى أن مزايا الاستثمار المالي تتفوق على عيوبه وبالتالي يعد هذا النوع من الاستثمار ناجحا ومحققا لأهداف المستثمر وذلك بالوصول إلى العائد المتوقع في ظل مخاطرة معينة.

II. الإطار المفاهيمي لسوق الأوراق المالية:

أصبح موضوع أسواق أوراق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاهية لأفرادها .

II.1 مفهوم سوق الأوراق المالية:

تطورت سوق الأوراق المالية عبر عدة مراحل تاريخية، كما أعطيت لها الكثير من التعاريف تعددت بتعدد الاقتصاديين الذين حاضوا في هذا الموضوع.

II.1.1 لمحة تاريخية عن سوق الأوراق المالية:

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخيا بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، وقد جاء انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، وكان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في بنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد أسواق الأوراق المالية ، ففي فرنسا مثلا ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام 1724 بموجب أمر ملكي، وفي بريطانيا استقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن 19 في مبنى خاص أطلق عليه ROYAL EXCHANGE ، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد نشأت أول بورصة للأسهم عام 1821، وفي الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه هذه التعاملات في السابق وهو وول ستريت.

II.1.2 تعريف سوق الأوراق المالية:

أعطيت العديد من التعاريف لسوق الأوراق المالية، وبالرغم من الاختلاف الطفيف في هذه التعاريف فإنها تصب في معنى واحد، نذكر من هذه التعاريف ما يلي:

عرف عبد الغفار حنفي سوق الأوراق المالية على أنها: "نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو الأصل مالي معين، حيث يمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل البورصة عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال أو خارج البورصة أي في الأسواق الموازية".

وعرفها Belletante في قوله: "هي ذلك المكان الذي يلتقي فيه أصحاب الأوراق التي تم إصدارها والأشخاص الراغبون في شراء نفس هذه الأوراق فالطرف الأول يكون دافعه الأساسي هو الحاجة إلى السيولة أو عدم الرغبة في تجميد أمواله، أما الطرف الثاني فهو في إكثار البحث عن القيم التي تضمن له، التوظيف الأمثل بالنسبة لأهدافه المرجوة".

بينما يعالج عاطف وليم اندراوس مفهوم سوق الأوراق المالية حيث: "يعرف أسواق الأوراق المالية بأنها آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي ويعكس وجود أسواق الأوراق المالية فوائد تعود على كل من مصدري الأوراق المالية والمشتريين لها".

في حين يعرفها كل من Serre Et Carnot على أنها: "سوق مالية طويلة الأجل أين تتجسد فيها العمليات من خلال قيم منقولة، وتنقسم هذه السوق إلى سوق أولية أو سوق الإصدارات الجديدة، وسوق ثانوية أو سوق الفرصة، أين يتم تداول ما سبق إصداره".

من خلال هذه التعاريف لسوق الأوراق المالية يمكن القول أنها مؤسسة مالية وسيطة في السوق المالي وهي موقع جغرافي أولا جغرافي لعرض وطلب الأوراق المالية وهي سوق ثانوية للأوراق تجري من خلالها عملية التداول بيعا وشراء، بعد أن تم إصدارها في السوق الأولية.

II.2 أهمية سوق الأوراق المالية:

تعتبر سوق الأوراق المالية بحكم وظيفتها الاقتصادية حلقة الوصل بين المشاريع والمدخرات، كما أنها تعد سوقا منظمة لتداول الأسهم والسندات حيث يتم بيع وشراء الأوراق المالية فيها من خلال السماسرة، المرخص لهم، وحيث يلعب فيها العرض والطلب دوره الرئيسي في تحديد الأسعار بما يوفر الحماية للمستثمرين من الغش والتدليس من خلال القواعد التي تلزم بها أعضائها من السماسرة في معاملاتهم مع المستثمرين بالإضافة إلى ما توفره السوق من العلانية للمستثمر عن وضعية الشركات المالية، وتلعب سوق الأوراق المالية دورا هاما في توزيع المدخرات على مختلف المشاريع الاقتصادية وتنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي بما ينعكس أثره في النهاية على معدل التنمية الاقتصادية للبلاد، وهي بذلك

تعكس حقيقة الوضع الاقتصادي للبلاد في أوقات الرواج والكساد، وعموما تظهر أهمية أسواق الأوراق المالية فيما يلي:

- ✓ تجميع مدخرات الأفراد لتنشيط مجالات الاستثمار المختلفة للاقتصاد القومي؛
- ✓ إيجاد منافذ شرعية للمدخرين لنقل ممتلكاتهم للغير؛
- ✓ تحقيق صالح البائع والمشتري للحصول على الحقيقية للأوراق المالية؛
- ✓ تكوين تراكم رأسمالي للآجال القصيرة والطويلة؛
- ✓ تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أسهم وسندات بسهولة؛
- ✓ تجنب الآثار التضخمية لحد بعيد، إذ لو قامت المصارف المحلية بعمليات التمويل لأدى ذلك إلى زيادة مفرطة في حجم الائتمان المحلي وبالتالي أحداث موجات تضخمية، خاصة وان هذه القروض تأخذ طابع القروض طويلة الأجل. مما يتطلب فترة طويلة قبل تحقيق نتائج.

II.3 مكونات سوق الأوراق المالية:

إن العمل داخل سوق الأوراق المالية يتم بداية من خلال قيام مصدر في الأوراق المالية بعرض أوراقهم على المدخرين للاكتتاب فيها، يلي ذلك قيام بعض حاملي تلك الأوراق المالية ببيعها سواء لحاجتهم إلى سيولة نقدية، أو لإعادة استثمار أموالهم في استثمارات بديلة، ومنه يمكن القول بان سوق الأوراق المالية يتكون من سوق أولية وسوق ثانوية .

II.3.1 السوق الأولية:

وتسمى كذلك سوق الإصدار، وهي تلك السوق التي تهم بإنشاء تلك الورقة المالية لأول مرة، لذا فإنها تسمى أيضا سوق الورقة الجديدة، التي تهم فيها بتجميع المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن من قبل وهي السوق التي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور أوراقا مالية قامت بإصدارها لأول مرة لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية.

II.3.1.1 مفهوم السوق الأولية: أعطيت عدة تعاريف للسوق الأولية من سوق الأوراق المالية أهمها:

"هي سوق تختص بالتعامل في الإصدارات الجديدة، سواء لتمويل المشروعات الجديدة أو لتوسيع مشروع قائم، وذلك من خلال زيادة رأس مالها، وهذا يعني أن المنشأة التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار العديد من الأوراق المالية وطرحها للاكتتاب سواء الاكتتاب العام أو الخاص، وهذا يعني إعطاء فرصة لجميع الأفراد والهيئات المختلفة في المشاركة عن طريق مدخراتهم في توفير الأموال".

كذلك يقصد بالسوق الأولية أو ما تعرف بسوق الإصدار، السوق الذي تدخل فيه المنشأة المصدرة للأوراق المالية بائعة لها، بمعنى آخر أن بائع الورقة المالية هو المنشأة المصدرة لها، فإذا أصدرت منشأة أسهما جديدة للاكتتاب العام فإنها تطرح من قبلها مباشرة في هذه السوق ولهذا تنشأ علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب الأول فيها.

يمكن تعريفها أيضا على أنها السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية التي فيها التعامل بالأوراق المالية التي تم إصدارها لأول مرة، وتختص بطرح رأس مال الشركات للاكتتاب في صورة أوراق مالية، وتتضمن مجموعة مؤسسات متخصصة في إصدار الأوراق المالية التي تقدم النصح والمشورة للشركات فيما يتعلق بأنسب الأوراق المالية، وأنسب سعر، وأنسب كمية.

من خلال هذه التعاريف يمكن القول أن السوق الأولية هي الوسيلة التي تحصل من خلالها الوحدات الاقتصادية على الموارد المالية لتمويل استثماراتها، وتبعاً لذلك فهي بمثابة سوق الاستثمار الحقيقي لتلك الوحدات، وسوق الاستثمار المالي للوحدات المشترية للأوراق المالية.

II.1.3.2 خصائص السوق الأولية: تشمل السوق الأولية لسوق الأوراق المالية على الخصائص التالية:

- ✓ سوق الإصدار ليس لها مكان مادي يتقابل فيه عارضوا الأوراق المالية مع طالبيها، إلا جزء قليل الأهمية يتم في بورصة الأوراق المالية، وهو متعلق بإصدارات المشروعات التي سبق تسجيلها في البورصة.
- ✓ عملية الإصدار غير متكررة، لأن الاكتتاب في رأس مال الشركة يتم مرة واحدة.
- ✓ إذا رغب المستثمر المكتتب في أسهم الشركة بيع ما يملكه من أسهم فإن عملية البيع تتم من قبله مباشرة، أي أن البائع الجديد للسهم هو المستثمر، وهو غير المنشأة المصدرة لتلك الأسهم أول مرة، وتتم العملية الجديدة في السوق الثانوية.
- ✓ تنشئها مؤسسات مالية مختصة كوسيط مالي يعرض فيه للجمهور أوراق مالية جديدة.

II.2.3.2 السوق الثانوية:

بقدر ما تكون السوق الأولية كبيرة وضخمة إلا أنها لا تصل إلى حجم السوق الثانوية التي يتم فيها تداول الأوراق المالية، ونقل ملكيتها وحيازتها بين أكثر من شخص، وكلما كانت السوق الثانوية سوق نشطة كانت حيوية الاقتصاد أكثر فعالية، فالتعامل الحقيقي يرتبط ارتباطاً قوياً بالسوق الثانوية.

II.1.2.3 تعريف السوق الثانوية: أعطيت للسوق الثانوية من سوق الأوراق المالية عدة تعاريف نذكر منها:

هي السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية بعد إصدارها، وفيه يتم تداول الأوراق المالية التي تطرح للاكتتاب للجمهور من خلال السوق الأولية، وفيها يلتقي العرض بالطلب، ويكون بيع الأوراق المالية بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الاستثمار في أوراق مالية جديدة، ويحصل المستثمرون للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية سواء كانت سهم أو سند أو أداة مديونية أخرى.

كما تعرف على أنها السوق التي يتم فيها تبادل الأوراق المالية بعد إصدارها، أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار ويمكن التمييز في هذا الصدد بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة، والأسواق غير المنظمة، فالسوق المنظم -على عكس السوق غير المنظم- يتميز بأن له كيانا محدد يلتقي فيه المتعاملون بالأوراق

المالية المقيدة به فضلا عن انه يدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق حيث تراقب الصفقات التي تبرم بدقة وحزم.

من خلال هذين التعريفين يمكن التوصل إلى أن السوق الثانوية هي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي تم الاكتتاب فيها من قبل في السوق الأولية وتلعب هذه الأسواق دورا أساسيا في تنظيم سيولة الادخار للمستثمر على المدى الطويل، وتعبئة المدخرات وإعادة استثمارها في الأصول المنتجة، ففي حالة عدم وجود سوق ثانوية لا يمكن للمستثمرين حاملي الأسهم والسندات استرجاع رؤوس الأموال الموظفة في الأوراق المالية إلا بعد انتهاء مدة الاستحقاق أو التصفية للمؤسسة مصدرة الأوراق المالية للحصول على قيمة الورقة.

II.2.3.2 أقسام السوق الثانوية: تتخذ السوق الثانوية أي سوق التداول شكلين هما السوق المنظمة وغير المنظمة:

أ. **الأسواق المنظمة:** هي أسواق تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء، ويدر هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، كما أن التعامل بالأوراق المالية فيها، يتطلب ضرورة أن تكون هذه الأوراق مسجلة في تلك السوق.

ويمكن تقسيم أسواق الأوراق المالية المنظمة والتي يطلق عليها اسم البورصات إلى أسواق مركزية وأسواق المناطق أو الأسواق المحلية، ويقصد بالسوق المركزية السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الورقة، ومن أمثلتها بورصة لندن، بورصة طوكيو، بورصة نيويورك للأسهم، أما بورصات المناطق المحلية هي إعادة أوراق مالية لمنشآت صغيرة تم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة أو المناطق القريبة منها.

ب. **الأسواق غير المنظمة:** وفيها تتداول عادة الأوراق المالية غير المسجلة من خلال التجار، ويتم تحديد أسعار التعامل بالتفاوض حيث انه لا يوجد مكان محدد للتعامل والذي يتم من خلال شبكة اتصالات، هذا ويوجد في الولايات المتحدة الأمريكية، الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية والذي يضم السماسرة والتجار المتعاملين في السوق غير المنظمة، ويقوم هذا الاتحاد بتنظيم العمل في السوق، ومنح التراخيص للسماسرة بعد اجتيازهم لاختبارات مؤهلة، كما أن هذا الاتحاد يقوم بتوفير المعلومات الضرورية للتعامل مثل أسعار الأوراق المالية أحجام التعامل.

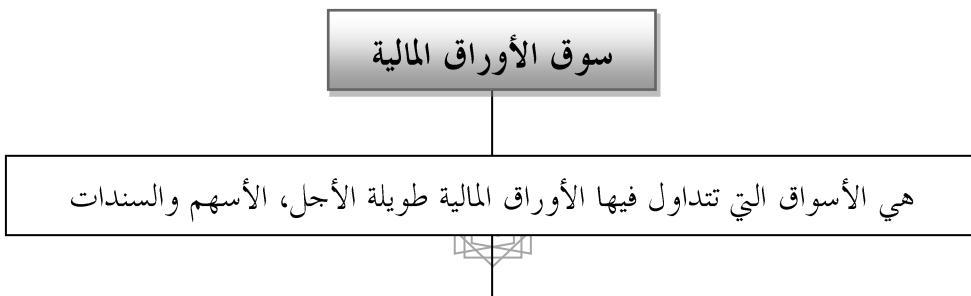
وهناك أسواق فرعية من الأسواق المنظمة وهي السوق الثالثة والرابعة تتمثل في:

❖ **السوق الثالثة:** هي بيوت سمسة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وان كان أهم حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم للشراء وبيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، فهي بهذا الشكل تعتبر منافسا للمتخصصين أعضاء

السوق المنظمة، والعملاء لهذه السوق هم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، مثل صناديق المعاشات وحسابات الأموال المؤتمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

❖ **السوق الرابعة:** يقصد بالرابعة المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية دون وساطة، والهدف منها استبعاد الشركات التجارية والسمسرة بهدف تخفيض النفقات، ويتم التعامل فيها من خلال شبكة اتصال إلكترونية تسمى INSTI NET حيث يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة الأسعار وفقا لحجم التعامل.

الشكل رقم (1): هيكل سوق الأوراق المالية



يقصد بها المؤسسات الكبرى والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في

هي قطاع من السوق غير المنظم يتكون من بيوت السمسرة ، غير أعضاء السوق المنظمة وإن كان لهم حق التعامل بالأوراق المالية المسجلة بتلك الأسواق

المصدر: محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعة، مصر، 2002، ص.ص. 25-26.

4.II الدور الاقتصادي لسوق الأوراق المالية:

يتجلى الدور الاقتصادي لسوق الأوراق المالية من خلال الوظائف التي يقوم بها والأهداف التي تعمل على تحقيقها والوصول إليها:

II.1.4 الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية:

تقوم سوق الأوراق المالية بوظائف متعددة ومتنوعة والتي وجدت نتيجة للتطور الذي تعرضت له وما يتبع ذلك من الحاجة لتحسين أدائها وتلخص هذه الوظائف في:

II.1.4.1 الوظيفة التمويلية: تقوم سوق الأوراق المالية بتعبئة المدخرات حيث تجمع الأموال من الأعوان الاقتصاديين الذين يملكون قدرة تمويلية وتتوافر لديهم فوائض مالية عن برامجهم الاستثمارية والاستهلاكية وتحويلها إلى المؤسسات الاقتصادية والإدارة العمومية في شكل موارد طويلة الأجل مقابل إصدار أوراق مالية، تمهل هذه السوق كذلك نمو المؤسسات عن طريق استثماراتها وتؤمن للدولة وسائل إضافية لتمويل سياستها الاقتصادية والاجتماعية، وبهذا فسوق الأوراق المالية تعتبر همزة وصل مباشرة بين المدخر الذي يرغب في توظيف أمواله والمستثمر الذي هو في حاجة إلى رؤوس الأموال.

II.1.4.2 تحقيق أسعار توازنية للأوراق المالية: حيث يجب أن تكون هذه الأسواق مبنية على أسس واضحة ومتينة، حيث يتم تحديد أسعار الأوراق المالية من خلال المفاوضة أو الزيادة وفقا للظروف السائدة في السوق.

II.1.4.3 وسيلة لقياس قيمة الأموال: يتم الإعلان يوميا في سوق الأوراق المالية عن أسعار الأوراق المالية، هذه الأخيرة تعكس الصحة المالية للمؤسسة، وعليه فسوق الأوراق المالية أداة لقياس المؤسسات ذات الأحجام المختلفة، كما يمكن توقع هذه الأخيرة في المستقبل عن طريق صياغة فرضيات تتعلق بالتطورات الاقتصادية المستقبلية والحالة التي يمكن أن تكون عليها المؤسسة آنذاك، فالسوق المالية تعتبر احد الركائز الأساسية لإقامة اقتصاد السوق وبالتالي فان الأسعار اليومية المعلن عنها في البورصة بالإضافة إلى تقنيات التقييم المعتمدة من طرف المحللين، تشكل منهجية تقييم المؤسسات، معترف بها من طرف المؤسسات المالية والإدارة الجبائية.

II.1.4.4 تقديم المعلومات المالية وتوفير الشفافية: يتم تقديم المعلومات المالية للأفراد والمشاريع التي تتعلق بالأصول المالية المختلفة المتوفرة في السوق المالي، بالإضافة إلى المعلومات المتعلقة بالوضع المالي للشركات، وبذلك تقلل من تكلفة الحصول على هذه المعلومات من حيث الجهد والوقت والمخاطر، إضافة إلى امتلاكها قدرا من الدقة المتعلقة بالتوقعات للأرباح في المستقبل كونها مؤسسات مالية متخصصة. كما أنها تلزم الشركات التي يتم تداول أوراقها المالية داخل هذا السوق بالإفصاح عن جميع البيانات الخاصة بها أمام المستثمرين.

II.1.4.5 أداة لتسيير المخاطر: تعتبر سوق الأوراق المالية أداة لتسيير مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية من خلال كثرة وتنوع هذه الأخيرة بما يكفل تقليص المخاطر وتخفيضها.

II.6.1.4 إمكانية تقييم الشركات والمشروعات بكفاءة: حيث تساهم في زيادة وعي المستثمرين بواقع الشركات والمشروعات ومساعدتهم على الحكم عليها.

II.7.1.4 وظيفة تحويل الخطر: يعتبر الاستثمار المادي من مجالات الأعمال التي تواجه المخاطر، وذلك نتيجة لعدم التأكد المرتبط بحجم الطلب على السلع والخدمات التي يقدمها هذا الاستثمار بالإضافة إلى العوامل الأخرى التي تؤثر على الأرباح المستقبلية لهذا الاستثمار، وهذا هو السبب الذي أدى إلى تزايد حجم الاستثمار المالي والتوجه إليه عن طريق إصدار أوراق مالية في البورصة وتداولها. حيث كان لإصدار الأوراق المالية من خلال بورصة الأوراق المالية دورا هاما في السماح لعدد كبير من صغار المستثمرين بتقديم رأس المال المخاطر لتمويل عدد كبير من الصناعات، وقد ساهم هذا الدور في قيام المستثمرين باختيار مجالات الاستثمار التي تحقق أكبر عائد على أموالهم تحمل المخاطر المرتبطة بهذا العائد، ويؤدي ذلك في النهاية إلى استفادة الاقتصاد الوطني من عملية الاستثمار المالي.

II.8.1.4 تقوية الائتمان الداخلي والخارجي: تعد عمليات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية مظهرا من مظاهر الائتمان الداخلي، وإذا زادت مظاهر هذا الائتمان الداخلي بحيث تشمل الأوراق المالية المتداولة في الأسواق العالمية سيصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية المختلفة.

II.9.1.4 وظيفة تحويل الانتظار: يتميز الاستثمار في الأوراق المالية بقابلية السيولة، حيث أن مالك الورقة يستطيع بيعها في اقصر مدة ممكنة حيث أن هذه الأوراق المالية ما هي إلا عبارة عن صكوك تقابلها عقارات وأدوات في المؤسسة وبالتالي فالمستثمر أو المساهم في المؤسسة يعتبر مالكا لجزء من تلك العقارات فإذا أراد التنازل عن حقه في المؤسسة فلا يقوم ببيع العقارات ليأخذ حقه، ولكن يمكنه بيع قيمة مساهمته عن طريق بيع الأوراق المالية التي يمتلكها في سوق الأوراق المالية.

II.10.1.4 الحد من معدلات التضخم: تساعد سوق الأوراق المالية على الحد من معدلات نمو التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني حيث يتم ذلك عن طريق جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية واتجاه هذه المدخلات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك.

II.11.1.4 توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحا: إذ تعمل سوق الأوراق المالية بما يتم فيها من عمليات بيع وشراء وتداول على تحقيق كفاءة عالية في توجيه موارد المواطنين عموما إلى المجالات الصناعية والتجارية... الخ، الأكثر تحقيقا للربح ما يصاحبه بذلك نمو وازدهار اقتصادي.

II.12.1.4 الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية: حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية العالمية وجذب الاستثمارات الأجنبية وتوطيد التكنولوجيا.

II.4.2 أهداف سوق الأوراق المالية:

باعتبارها مكان لالتقاء العرض بالطلب على الأوراق المالية فإن سوق الأوراق المالية مؤسسة حيوية على المستويين الجزئي والكلّي حيث تعمل على تحقيق أربعة أهداف رئيسية نلخصها فيما يلي:

II.4.2.1 جذب وتجنيد الادخار: تعمل سوق الأوراق المالية على جمع الادخار واستخدامه في تمويل المؤسسات والاقتصاد، فهي بذلك توظف الأموال المدخرة في نشاطات اقتصادية منتجة بدل بقائها مكتترة.

II.4.2.2 نشر رأس المال الاجتماعي للمؤسسات: عندما تحتاج المؤسسة إلى تمويل خارجي في حالة عدم اكتفاء التمويل الداخلي تقوم بالبحث عن مصادر تمويل بأقل تكلفة ممكنة وأهم هذه المصادر إدخال المؤسسة إلى سوق الأوراق المالية أي القيام بنشر رأس مالها الاجتماعي ووصول قيمتها المتداولة إلى الجمهور العريض من أفراد ومؤسسات يرغبون في الاستثمار فيها، وتحصل بذلك المؤسسة على رؤوس الأموال الضرورية لتوسعها ونموها، كما أن هذه العملية تعد بمثابة حملة إخبارية دائمة، تزيد من شهرة المؤسسة وإقبال الجمهور على الاستثمار فيها بشراء أوراقها المالية.

II.4.2.3 قياس وضعية الاقتصاد الوطني: لسوق الأوراق المالية دور في تنشيط وتمويل الاقتصاد الوطني فالتغيرات التي تسجل فيها تؤثر على الاقتصاد ككل وبالمثل فإن التغيرات التي تحدث في هذا الأخير تؤثر على سوق الأوراق المالية خاصة في المدى القصير، أما في المدى الطويل فسوق الأوراق المالية أكثر استقراراً وثباتاً. إذ أن سوق الأوراق المالية تعتبر المرآة التي تعكس بصدق وضعية الاقتصاد الوطني، وأكثر من هذا فإن المراحل التي تمر بها تعد ترجمة للسياسات الاقتصادية والمالية للبلد.

II.4.2.4 المساعدة على تطور التجمعات الصناعية والتجارية والمالية: حيث يساعد سوق الأوراق المالية على إتمام وحدوث عمليات وصفقات ضخمة فيما بين الشركات، فالشركة المقيدة في سوق الأوراق المالية يمكن شراء أسهمها وأوراقها المالية بسهولة حيث يسهل تحويل جزء أو كل رأس مالها الاجتماعي من شخص لآخر من خلال تسعير الأوراق المالية محل التحويل بملاقة العرض والطلب عليها وبالتالي تقييم أولي لتلك الشركة، وتمثل هذه العمليات والصفقات الضخمة في: الصفقات لأغراض السيطرة، الرقابة، الامتصاص، الانضمام.

II.5 خصائص سوق الأوراق المالية:

تتمتع سوق الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص يمكن إجمالها فيما يلي:

- ✓ هي سوق منتظمة، ففي معظم البلدان هناك شروط وقواعد قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق لذلك هناك إدارات منقولة ذات صلاحيات تدير العمليات في الأسواق المالية وتوفر المعلومات الضرورية.
- ✓ التداول في سوق الأوراق المالية خاصة في الأسواق الثانوية يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم.

- ✓ التداول في هذه الأسواق يوفر المناخ الملائم لظهور سوق منافسة كاملة وبالتالي تتحدد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- ✓ نظرا للمرونة التي تتميز بها الأسواق المالية وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات فان ذلك يعطي خاصية الأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.
- ✓ أسواق الأوراق المالية متطورة باستمرار مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة أمام فئات المستثمرين في مختلف أرجاء العالم.
- ✓ الاستثمار في الأسواق المالية يتطلب الدراية في المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة وبالتالي فإن الاستثمار في الأوراق ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية، الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض العمليات الضارة بالمستثمرين والمجتمع.

II.6 شروط نجاح سوق الأوراق المالية:

من أهم نجاح سوق الأوراق المالية وجود مقومات أساسية تعتمد عليها إضافة إلى عوامل من الضروري توافرها وهي كالتالي:

II.6.1 المقومات الأساسية لنجاح سوق الأوراق المالية: يعتمد سوق الأوراق المالية في أي دولة على

- توفر مجموعة فعالة و مترابطة من المقومات الأساسية يمكن إجمالها في:
- ✓ نظام سليم للمحاسبة يوفر القدر الكافي من المعلومات الملائمة للمستثمرين.
- ✓ توفير القدر الكافي من الإفصاح عن المعلومات المالية الخاصة بالشركات.
- ✓ وجود مجموعات كبيرة ومتنوعة من الأوراق المالية مدرجة بالسوق بمستويات مختلفة من المخاطر والخصائص لتلبي الاحتياجات والشروط المختلفة للمستثمرين المختلفين.
- ✓ وجود تنظيم قوي وفعال ومحاييد لمهنة المراجعة والمحاسبة والتي تشهد بالدقة والوثوق في المعلومات التي نشرتها الشركات في قوائمها المالية والتي يتم تداول أسهمها في السوق.
- ✓ وجود سلطة منظمة وفعالة لتسهيل عملية الاتجار في أسعار الشركات التي يتم تداولها في السوق
- ✓ إدارة عامة لسوق الأوراق المالية بحيث تضع الشروط المنظمة لعملية تداول أسعار الشركات والإشراف والرقابة على تنفيذها وتمتع بحيادية تامة وقادرة على اتخاذ القرارات المصححة في الوقت المناسب.
- ✓ توفر الوعي الاستثماري لدى المتعاملين.
- ✓ وجود عمق كافي في السوق من حيث كثافة التداول وكثرة المعلومات، ووجود قاعدة عريضة من صغار وكبار المستثمرين بحيث لا يستطيع مضارب مهما كانت قوته من التأثير على حركة الأسعار صعودا أو هبوطا بشكل غير طبيعي.

II.6.2 عوامل نجاح سوق الأوراق المالية: بالإضافة إلى جملة المقومات السابقة يجب توفر مجموعة من

- ✓ العوامل حتى يمكن القول أن سوق الأوراق المالية سوق ناجح، والتي يمكن إيجازها في:
- ✓ ضمان سلامة الادخار وحمايته وتوفير المراقبة اللازمة للتدخل عند حدوث غش لمنع إعطاء معلومات غير صحيحة للمساهمين عن الشركات.
- ✓ إتباع سياسة إعلامية لفائدة المدخرين عن حياة المؤسسات وهذا لتوليد الثقة بين المتعاملين.
- ✓ جعل الادخار اختياريا لا إجباريا.
- ✓ تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من استثماراته.

III. الأوراق المالية التقليدية :

تعتبر الأوراق المالية التقليدية التي يتم التعامل بها في السوق المالي من الأدوات الرئيسية، وتمثل الورقة المالية صكاً يعطي لحامله الحق في الحصول عائد أو الحق في جزء من أصول الشركة أو الحقين معا، ويتم إصدار الأوراق المالية من طرف المؤسسات الاقتصادية مهما كانت طبيعة نشاطها وبذلك فالأوراق المالية التقليدية هي أسهم أو سندات .

III.1 تعريف الأوراق المالية :

تعددت تعاريف الأوراق المالية نذكر جملة من أهمها :

الأوراق المالية هي الأسهم والسندات التي تصدرها الشركات والمصارف والهيئات العامة وغيرها، وهي صكوك طويلة الأجل تصدر لمدة حياة الشركة فيما يتعلق بالأسهم، أو لمدة عدد من السنوات فيما يتعلق بالسندات مما يجعلها عرضة لتقلب الأسعار في السوق حسب تغيرات الظروف الاقتصادية.

كذلك هي التمثيل القانوني لحق المستثمر في الحصول على العوائد المتوقعة في المستقبل في ظل شروط محددة سلفاً.

- كما أنها أوراق قانونية تنشئ حقوقاً، وترتب التزامات، وهي نوعاً من الموجودات المالية.
- والأوراق المالية مستندات ملكية أو دين تبين حقوق ومطالب المستثمر.
- وبصفة عامة فإن الورقة المالية هي دليل الملكية للمستثمر كما أنها تحدد حقوقه، ويمكن تحويل ملكية هذه الورقة وما عليها من حقوق وشروط إلى مستثمر جديد، لذلك فإن أطراف الورقة المالية هي:
- ✓ جهة الإصدار أو مانحة الحق أو صاحبة الالتزام القانوني والتي تحصل على الموارد المالية لتمويل نشاطها.
- ✓ المستثمرون وهم أصحاب الحق في استرداد أموالهم عند الاستحقاق أو عند الرغبة، ويرتكز هدفهم في تعظيم عائد الاستثمار المتمثل في الفرق بين قيمة الثروة المالية في نهاية وبداية المدة.

III.2 ماهية الأسهم:

أعطيت للأسهم عدة تعاريف، كما أنها تتميز بعدة خصائص ومميزات وتنقسم إلى عدة أنواع هي :

الأسهم العادية، الممتازة والأسهم الخاصة.

III.2.1 تعريف الأسهم: تعرف الأسهم على أنها رأس المال المكتتب من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهمتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للسهم.

كما يعرف السهم على أنه حق المساهم في شركة أموال وهو الصك الذي يثبت هذا الحق، قابل للتداول، وفقا لقواعد القانون التجاري، ويتمثل حق المساهم في الجمعيات العمومية وحق التصويت فيها، حق الانتخاب وحق الأولوية عند الاكتتاب، كما أنه يعطي الحق في الحصول على جزء من أرباح الشركة عند تصفيتها بسبب الانقضاء.

وبصفة عامة يمكن القول أن السهم هو حصة من رأس المال الشركة المساهمة، وهو عبارة عن ورقة مالية طويلة الأجل، تكون قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية، وتعد هذه الورقة أداة لتكوين رأس مال الشركة أو لرفع رأسمالها عند احتياج المؤسسة إلى التمويل، وحملة السهم هم شركاء في الداخل وفي التحمل ما يسفر عنه المركز المالي سواء ربح أو خسارة، وأهم ما يميزهم أنهم لا يحصلون على فوائد، كما تسمح الورقة بالحصول على امتيازات مثل: العضوية في الجمعية العمومية للمساهمين، حق التصويت، ويتميز السهم بقيمة اسمية، قيمة دفترية، قيمة سوقية وقيمة إصدار، حيث تكون متساوية وغير قابلة للتجزئة لتسهيل عملية تساوي الأرباح بين المساهمين وتقدير الأغلبية في الجمعيات العامة للشركة وتكون على النحو التالي:

❖ **القيمة الاسمية:** وهي القيمة المبنية على صك السهم حيث تحدد حصة السهم الواحد في ملكية رأس المال وتعطى بالعلاقة التالية:

$$\text{القيمة الاسمية} = \text{رأس المال} / \text{عدد الأسهم}$$

❖ **القيمة الدفترية:** وهو المبلغ الذي يصيب السهم الواحد من صافي موجودات الشركة بعد خصم التزاماتها، وتكون العلاقة كالتالي:

$$\text{القيمة الدفترية} = \frac{\text{إجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \frac{\text{رأس المال} + \text{الاحتياطات} + \text{أرباح غير موزعة}}{\text{عدد الأسهم}}$$

والفرق بين القيمة الدفترية والقيمة الاسمية هو أن الأولى تمثل مفهوما محاسبيا بينما تمثل الثانية مفهوما قانونيا.

❖ **القيمة السوقية:** فهي القيمة التي يباع بها السهم في سوق الأوراق المالية بسعر يتحدد وفقا لقوى الطلب والعرض، توزيعات الشركة، مركزها المالي، مدى نجاحها، الظروف الاقتصادية والسياسية السائدة، كمية الأسهم المعروضة، حجم الطلب عليها، المضاربات... الخ.

وقد تكون هذه القيمة أعلى أو أقل من القيمة الدفترية أو الاسمية، فإن كان أداء الشركة جيد وتحقق أرباحا فمن المتوقع أن السعر السوقي للسهم سيكون أعلى من القيمة الدفترية أو الاسمية.

❖ **قيمة إصدار السهم:** وهي القيمة التي يصدر بها السهم، ولا يجوز إصدار السهم بأعلى أو أقل من القيمة الاسمية سواء عند التأسيس أو زيادة رأس مال الشركة، لكن يوجد بعض الاستثناءات حيث يجوز لمجلس الإدارة أن يصدر الأسعار بأعلى من قيمتها وذلك بناء على تقرير إليه من مراقب الحسابات، والفرق يسجل في الاحتياطي الإجباري، على أن لا يوزع في شكل أرباح، أما في حالة الإصدار بأقل من قيمتها الاسمية فإن مالكي الأسعار ملزمون بتسديد الفرق إلى الشركة في حالة الخسارة أو التصفية.

III.2.2 خصائص ومميزات الأسهم: تشمل الأسهم مجموعة من الخصائص تميزها عن باقي الأوراق المالية الأخرى يمكن إدراجها كما يلي:

- ✓ الأسهم صكوك ملكية أي تمثل جزء من رأس مال الشركة، وحملة الأسهم العالية هم أصحاب الشركة.
- ✓ الحصول على جزء من الأرباح وعلى حصة من رأس المال في حالة التصفية، فيحصل المساهمون على جزء من الأرباح، يتوقف على عدد الأسهم، وحجم هذه الأرباح، وعلى اتخاذ القرار بتوزيعها.
- ✓ الاشتراك في الجمعيات العمومية وحق التصويت، حيث أن أصحاب الأسهم يتمتعون بإدارة الشركة.
- ✓ أرباح السهم غير محددة مسبقاً، وتعتمد على الموقف المالي للشركة.
- ✓ تتميز الأسهم بخاصية السيولة، حيث أنها قابلة للتحويل إلى سيولة نقدية بشكل أسرع من الاستثمارات الأخرى.

- ✓ تساوي قيم الأسهم للشركة الواحدة، مما يوحي أن كل سهم يتساوى مع غيره في الحقوق.
 - ✓ الاستثمار في الأسهم لعبة ايجابية تتيح لجميع المشاركين في الشركة تحقيق نفس فرص الأرباح.
 - ✓ قابلية السهم للتداول، وهي ميزة تعطي لحملة الأسهم إمكانية التنازل عنها بسرعة.
 - ✓ الاستفادة من حق التخصيص مجاناً في حالة رفع رأس المال تتناسب مع هذه الزيادة.
- III.2.3 أنواع الأسهم:** يمكن تصنيف الأسهم من حيث الحقوق المكفولة إلى:

III.2.3.1 الأسهم العادية: والتي سيتم تناولها من خلال: التعريف، الخصائص والأنواع.

أ. **التعريف:** يعرف السهم العادي بأنه أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول، يمثل حقا لحامله بذمة الجهة التي أصدرته في الحصول على عوائد غير ثابتة، بجانب حصة برأس مال الشركة والمثبتة بشهادة السهم.

ويعرف على أنه وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة تضمن حقوقاً وواجبات متساوية وتطرح للجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق المالية.

ب. **خصائص الأسهم العادية:** تتمتع الأسهم العادية بخاصيتين أساسيتين تميزها عن باقي الأصول المالية هما:

﴿ **خاصية المطالبة بالحق المتبقي:** وتشير إلى اعتبار حملة الأسهم العادية آخر الطوائف في استيفاء حقوقهم من أرباح وأصول الشركة، إذ في حالة التصفية يكون لهم الحق فقط بالمطالبة بالمبالغ المتبقية من قيمة أصول

الشركة استيفاء حقوق الأطراف الأخرى، وفي حالة الشركات التي لا تخضع إلى لعملية التصفية فإن لحملة الأسهم الحق فقط في المطالبة بالجزء المتبقي من الدخل التشغيلي بعد السداد الضرائب والفوائد المستحقة للدائنين وحملة السندات، غير أن هذا الحق مرهون برغبة الإدارة في صرف توزيعات نقدية أو إعادة استثمار الأرباح المحققة في الشركة بهدف زيادة قيمة السهم.

﴿خاصية المسؤولية المحدودة: وتعني إن حملة الأسهم العادية لا يسألون ديون الشركة إلا في حدود حصصهم في رأس مال الشركة، إذ انه في حالة التصفية وعدم كفاية أصولها لتغطية التزاماتها يتم اللجوء إلى الأموال الخاصة للملاك والشركات المتضامنة.

بالإضافة إلى ما سبق توجد خصائص أخرى يمكن ذكرها كما يلي:

✓ حق الملكية، حيث يكون المساهم مالكا لجزء من رأس المال الشركة وذلك حسب نسبة المساهمة أن هذا الحق يستمر حتى تصفية الشركة.

✓ إن لأصحاب الأسهم العادية الأولوية لامتلاك الأسهم الجديدة التي يجري عرضها في الاكتاب العام.

✓ يحق للمساهمين بيع جزء أو كل الأسعار التي يمتلكونها في الأسواق المالية الثانوية على أنهم في المقابل لا يحق لهم المطالبة بقيمة الأسعار الأسهم من الشركة قبل تصفيتها، وبذلك فهي قابلة للتحويل إلى سيولة متى احتاجها مالكيها.

✓ يمكن لأصحاب الأسهم العادية المشاركة في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والتدخل في سياسات الشركة وإجراءاتها الإدارية .

✓ تتسم أسهم الكثير من الشركات ببعض المرونة من حيث الملكية، فقد تصدر بصيغ مختلفة منها:

■ الأسهم تسجل عليها أسماء مالكيها والتي لا يمكن للآخرين المطالبة بحقوقها وتسمى الأسهم الملكية الشخصية؛

■ الأسهم تصدر لأمر أي شخص، يمكن أن يسجلها في سجلات الشركة باسمه؛

■ الأسهم حرة من حيث الملكية، توجه لحاملها وبالتالي لا يسجل اسم مالكيها في سجلات الشركة.

ج. أنواع الأسهم العادية: هناك عدة أنواع من الأسهم تختلف عن بعضها البعض حسب المعيار المستخدم في التصنيف والتي منها ما يلي:

﴿حسب الشكل: وفقا لهذا المعيار يمكن تصنيف الأسهم العادية إلى:

☞ أسهم لحاملها: وهي أسهم تشبه النقود، ويكون مالك السهم هو الشخص الذي يحوزها، أي أن الملكية تنتقل بمجرد المناولة أي يتم التداول من يد إلى أخرى.

☞ أسهم اسمية: وهي التي يسجل اسم حاملها على الصك، ويمكن لمالك السهم بيعه إلى مستثمر آخر على أن يسجل اسم المالك الجديد في جدول يسميه جدول التنازلات، ويسجل في دفاتر الشركة.

➤ **أسهم لأمر (ذاتية):** يصدر هذا السهم لأمر شخص معين، وتتم عملية تداوله عن طريق التظهير دون اشتراط موافقة مسبقة من الشركة المصدرة، إلا أن الشركة تشترط عند الإصدار أن تكون هذه الأسعار كاملة الوفاء بدفع كل قيمتها الاسمية، باعتبار أن الشركة المصدرة ليست قادرة على تعقب تداول السهم.

➤ **التصنيف حسب الحصة المدفوعة من قبل المساهم:**

استنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين: الأسهم النقدية: هي الأسهم تمثل حصصا نقدية في رأس مال الشركة، يدفع المكتتب قيمتها نقدا ولا يصبح السهم قابلا للتداول بالطرق التجارية إلا بعد التأسيس للشركة بصفة نهائية.

➤ **الأسهم العينية:** هي الأسهم تمثل حصصا عينية من رأس مال الشركة، وتصدر مقابل أصول عينية كعقار أو مصنع أو متجر أو موجودات الشركة، مصادق عليها من قبل الجمعية التأسيسية.

➤ **أسهم التأسيس:** تصدر من طرف الشركة لفائدة بعض الأشخاص لقاء ما تقدموه من جهد وخدمات لإتمام إنشاء الشركة، هي الأسهم قد تكون اسمية أو لحاملها تعطي لأصحابها الحق في الأرباح فقط دون حق الاشتراك في إدارة الشركة أو نصيب من أصولها عند التصفية، كما لا تكون لها قيمة اسمية أي لا تدخل في تكوين رأس مال الشركة لكن لها قيمة سوقية.

➤ **التصنيف حسب الحق الذي يتمتع به صاحبها:** استنادا لهذا المعيار يمكن التمييز بين:

➤ **الأسهم العادية:** هي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة تضمن حقوقا وواجبات متساوية للمالكها، وهب الإدارة الأولى تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة أنها آخر ما يجري تسديدها، ولحاملها حصة الملكية في الشركة والأولوية الأدنى في طلب العوائد، وفي نفس الوقت أكثر الأطراف التي تتحمل الضرر والمخاطر في حالة فشل المؤسسة.

➤ **أسهم التمتع:** وهو الصك الذي يستلمه المساهم عندما يستولي على كل القيمة الاسمية من سهمه، ويشترط لإعطاء هذه الأسهم أن يكون ذلك مصرحا به في القانون النظامي للشركة ويتم ذلك عن طريق القرعة.

➤ **أنواع جديدة للأسهم العادية:** بالإضافة إلى ما سبق ذكره، ظهرت أنواع أخرى من الأسهم العادية في صورة جديدة هي:

➤ **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:** من العلم انه على الشركة الواحدة أن تملك مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح المحققة ككل، غير أن شركة جنرال موتورز لإنشاء الطائرات أظهرت مجموعتين جديدتين من الأسهم العادية إلى جانب الأسعار التي تمتلكها الشركة ككل، حيث أصدرت مجموعة من الأسهم أطلق عليها فئة الـ "E CLASS" ترتبط فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملها بالربح الذي يحققه قسم الإنتاج، الأنظمة الالكترونية والفئة الثانية "H CLASS" حيث قامت بربط توزيعات الأرباح بالأرباح التي يحققها كل قسم من أقسام الإنتاج.

➤ **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** الأصل أن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية تخصم بعد خصم الضريبة، ولكن في السنوات الأخيرة أقرت بعض التشريعات الضريبية في بعض الدول أن يجوز خصم الأرباح الموزعة قبل خصم الضريبة، كما هو الحال بالنسبة لفائدة السندات.

➤ **الأسهم العادية المخصصة:** لا يحق لحملة الأسهم العادية الرجوع إلى الشركة لاسترداد قيمته في حالة انخفاض قيمته في السوق، فإذا أراد التخلص منه يقوم بعرضه للبيع، وفي حالة الإفلاس ليس هناك ضمان لاسترداد قيمة السهم، إلا أنه في بعض الدول أظهرت عكس ذلك، أي استحدثت أسهم عادية تعطي الحق لحاملها بالمطالبة بالتعويض في حالة انخفاض سعرها في السوق، وتحدث مخاطر التعويض للخسائر فقط إذا كانت القيمة السوقية أقل من مستوى القيمة المحددة للتعويض، وإذا تجاوز الحد المشار إليه، فلن يتعرض المستثمر إلى أي خسارة، أي لا يوجد حد أقصى للأرباح أما الخسائر فهي محدودة.

III.2.3 الأسهم الممتازة: سيتم تناولها من خلال التطرق لمفهومها، خصائصها وأنواعها كالتالي:

أ. **مفهوم الأسهم الممتازة:** تعرف الأسهم الممتازة على أنها أداة مالية مهجنة تجمع بين صفات أداة المديونية (السند) وأداة الملكية (السهم العادي)، والحق لحاملها الحصول على عائد محدد سنويا، إما بنسبة من القيمة الاسمية أو بمبلغ محدد بجانب المبلغ المثلث بشهادة السهم.

وكذلك هي الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين للاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض الصعوبات.

كما أنها حركة مالية تمثل حق ملكية وحق مديونية، وباعتبارها ملكية فهي تستحق أرباحا مما تحققه المنشأة وتكون تلك الأرباح محددة بحدها الأدنى أو حدها الأعلى، وتدفع أولا لحملة الأسهم الممتازة لذلك فإنها تماثل السند في هذا الحق كما أن حملة الأسهم الممتازة يحصلون على امتياز يتمثل في زيادة عدد الأصوات التي يتمتعون بها في التصويت، بالإضافة إلى امتياز الأولوية في الحصول على نصيب من أموال التصفية قبل التوزيع على حملة الأسهم العادية.

وعليه فالسهم الممتاز له قيمة اسمية، دفترية وسوقية شأنه في ذلك شأن الأسهم العادية غير أن القيمة الدفترية تتمثل في القيمة الاسمية وعلاوة الإصدار للسهم الممتاز كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة.

وعليه فالأسهم الممتازة تجمع بين خصائص الأسهم العادية والسندات وبالتالي فهي تمنح لمالكها حقوقا إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي، مثل أن يحصل مالكها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة، كما أن مالكها يتمتع بأولوية في الحصول على حقوقه عند تصفية الشركة قبل حامل الأسهم العادية و بعد حملة السندات .

❖ تشبه الأسهم الممتازة السندات من حيث:

✓ الحصول على فوائد دورية واستيفاء حقوق ملاكها عند التصفية .

- ✓ يمكنها أن تصدر بشروط تكفل استدعاءها أو تحويلها إلى هم عادية بشروط معينة.
- ❖ تشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية من حيث:
 - ✓ أنها مستند ملكية لها قيمة اسمية، سوقية يرتبط أجله بوجود استمرار الشركة.
 - ✓ المعاملات الضريبية: حيث لا تعتبر التوزيعات المقررة لحملة الأسهم بنوعيتها بخلاف فوائد السندات ضمن التكاليف الواجبة الخصم وصولاً إلى الدخل الخاضع للضريبة.
 - ❖ يترتب عن حملة الأسهم الممتازة حقوق تتمثل في:
 - ✓ حق الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها قبل توزيع الأرباح على حملة الأسهم العادية، وهذا ما يشكل نوع الضمان.
 - ✓ حق الأولوية عند التصفية، فتستوفي قيمة السهم الممتاز أو جزء من هذه القيمة قبل سداد قيمة الأسهم العادية.
 - ✓ يتم سداد قيمة الأسهم الممتازة من أرباح الشركة وليس من رأس مالها، ويتم سداد الأسهم الممتازة بالطرق التالية:
 - أن تقوم الشركة بشراء الأسهم الممتازة من أسواق المال.
 - استدعاء الأسهم الممتازة أو جزء منها وتسديد قيمتها لأصحابها على أن يكون بنص صريح في نظام إصدار هذا السهم.
 - ب. خصائص الأسهم الممتازة: تتميز الأسهم الممتازة بمجموعة من السمات نذكر منها:
 - ✓ تصدر الأسهم الممتازة بقيمة اسمية مثبتة بشهادة السهم وهي قيمة ملزمة على أساسها يحسب مقسوم الأرباح الممتازة، ليس هناك قيمة اسمية محددة إذ قد يصدر السهم الممتاز بفئات.
 - ✓ يجب أن السهم الممتاز على حصته قبل حملة الأسهم العادية وقد يتراكم هذا المقسوم للسندات اللاحقة في حالة عدم دفعه إلا إذا نص خلاف ذلك.
 - ✓ يعتبر السهم الممتاز من أدوات الملكية، فليس له تاريخ استحقاق معين إلا إذا تضمن شروط مثل الاستدعاء أو الإطفاء.
 - ❖ وهناك سمات أخرى للأسهم الممتازة نذكر منها:
 - ✓ حق التصويت في حالة تراكم المقسومات والإطفاء، حيث تخص بعض الشركات مبالغ دورية تسمى صناديق الإطفاء لغرض استهلاك السهم، أما على فترات متعاقبة أو في نهاية فترة زمنية تحدد مسبقاً وتكون إما بسعر السوق، بسعر الاستدعاء.
 - والاستدعاء حيث يعطي للجهة المصدرة حق استدعاء الأسهم الممتازة بعلاوة عن القيمة الاسمية تسمى علاوة الاستدعاء، أو حيز التحويل ويقصد به تحوله إلى الأسهم العادية، وفي هذه الحالة يخضع لشرط

الإطفاء والاستدعاء وأسباب التحويل هو لتبسيط هيكل رأس المال وتخفيض كلفته وبيع الأسهم العادية بسعر أعلى من سعر السوق.

إضافة إلى هذه السمات التي تميز الأسهم الممتازة هناك عدة سلبيات لهذه الأسهم يمكن إبرازها من ناحية الشركة والمستثمر كما يلي:

بالنسبة للشركة:

- ✓ لا تعتبر أرباحها مصاريف لاغية للضرائب أي أن أرباحها لا تخفض من الوعاء الضريبي.
- ✓ تعهد الشركة بتوزيع نسبة شبه ثابتة من الأرباح على حملة هذه الأسهم تمثل عبئا على الشركة تماما مثل السندات.

- ✓ تعتبر تكلفة الأسهم الممتازة عادية إذا ما قرنت بالسندات.

بالنسبة للمستثمرين:

- ✓ يتحملون جزءا من الخطر مثلهم في ذلك مثل الأسهم العادية ولكن بدرجة أقل ومع ذلك فإن حصصهم في الأرباح ثابتة ومحددة.

- ✓ أسعار هذه الأسهم متقلبة مثل الأسهم العادية وليست شبه ثابتة مثل السندات.

- ✓ ليس لهم الحق بالمشاركة بالإدارة.

ج. أنواع الأسهم الممتازة: توجد عدة أنواع للأسهم الممتازة نذكر منها:

➤ **أسهم ممتازة مجمعة وغير مجمعة للأرباح:** وتعني الأسهم المجمعة للأرباح انه عدم كفاية أرباح السنة لا يسقط حق حملتها بل تجمع مع السنة اللاحقة وهكذا. أما الأسهم الممتازة غير مجمعة للأرباح هي أن عدم كفاية الأرباح في السنة لا يسقط حق حملتها في تلك السنة.

➤ **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء وغير قابلة للاستدعاء:** الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء تجمع بين خصائص الأسهم العادية والسندات، من ناحية يمكن ردها لما هو مكتوب في نشرة الاكتتاب، وهي خاصية الدين (السند)، ومن ناحية أخرى لا توجد أية مشاكل عند سداد توزيعات الأرباح أو الفوائد في حالة الإفلاس، وهي خاصية من خصائص الأسهم وعادة ما يحدد لهذا النوع ربح سنوي ثابت وتكون مجمعة للأرباح.

➤ **الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح وغير مشاركة في الأرباح:** تتميز الأسهم المشاركة في الأرباح بزيادة معدلها في توزيع الأرباح بزيادة أرباح الشركة، أما الأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح يحسب معدل الأرباح السنوية سواء حققت أرباح مرتفعة أو متوسطة أو صغيرة.

➤ **الأسهم الممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية وغير قابلة للتحويل:** أحيانا تعطي الأسهم الممتازة حق التحويل إلى أسهم عادية وفقا للأوضاع المقررة في نشرة الاكتتاب وكذلك عندما يجد أصحاب الأسهم الممتازة أن حصص الأسهم العادية من الأرباح الموزعة عالية نسبيا مقارنة بعوائد الأسهم التي

يحملونها، وقد يجري هذا التحويل بنسبة محددة مسبقا مثلا حصتين للأسهم العادية مقابل حصة للأسهم الممتازة.

➤ **الأسهم الممتازة ذات الحق في التصويت:** في الغالب ليس للأسهم الممتازة حق التصويت في الجمعيات العمومية، غير انه قد يحدث أن يعطي حملة الأسهم الممتازة الحق في حضور الجمعيات العمومية وقد يعطي لحملة هذه الأسهم الحق في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة، وقد يكون امتيازاً في شكل حق الاعتراض على قرارات الجمعية العمومية.

➤ **الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة:** هي أسهم ممتازة تعطي لحاملها الحق في الحصول على عائد كل ثلاثة أشهر، حيث يتغير هذا العائد وفقاً للتغيرات التي تطرأ على معدل الفائدة على سندات الحكومة وعادة لا تقل التوزيعات لهذا النوع من الأسهم عن 75%.

III.3.2.3 الأسهم الخاصة : سيتم تناول الأسهم الخاصة في هذا العنصر من حيث المفهوم والأنواع.

أ. **تعريف الأسهم الخاصة:** هي أسهم وشهادات تصدرها شركة المساهمة بهدف الحصول على التمويل اللازم وسد النقص الملاحظ في رأس مالها كما أن إصدار هذا النوع من الأسهم يخضع لشروط خاصة وقواعد تداولها تختلف نوعاً ما عن الأسهم العادية والممتازة.

ب – **أنواع الأسهم الخاصة :** للأسهم الخاصة عدة أنواع أهمها ما يلي :

➤ **شهادات الاستثمار:** هي عبارة عن شهادات تمثل جزء من رأس مال الشركة المصدرة تعطي لحاملها الحق في الحصول على توزيعات مثلها مثل الأسهم العادية غير أنها لا تعطي لحاملها الحق في الحصول على توزيعات مثلها مثل الأسهم العادية غير أنها لا تعطي لحاملها الحق في التصويت أو المشاركة في الجمعية العامة للمؤسسة.

➤ **سندات المساهمة:** تصدر هذه الشهادات لأغراض مختلفة منها تمويل الصادرات، الواردات، الاستثمار... الخ، وتختلف خصائص هذه السندات من بلد لآخر فبينما نجد حاملها في الولايات المتحدة يحصل على فائدة ثابتة إضافة إلى الأصل الذي يسدد في آخر الفترة - عند الاستحقاق - منقوصاً من ذلك بعض المصاريف نجد إن حاملها في فرنسا يحصل على فائدة وتاريخ الاستحقاق غير محدود، أما في الجزائر فحاملها يستفيد من فوائد ، جزء منها متغير والآخر ثابت وهي غير قابلة للتسديد.

➤ **السندات بقسيمة الاكتتاب في الأسهم:** هي سندات تمتاز بحق الاكتتاب في الأسهم تصدرها الشركات في حالة زيادة رأسمالها مستقبلاً، هذه الزيادة تتم عن طريق قسيمة الاكتتاب في أسهم تكون مسعرة أو متفاوض عليها بمعزل عن السندات، إلا إذا نص عقد الإصدار على غير ذلك.

III.3 السندات:

تعد السندات من أدوات الاستثمار المباشر القابلة للتداول في سوق الأوراق المالية فأهمية السندات كوعاء استثماري تأتي في المرتبة الثانية بعد الأسهم العادية حيث يندرج ضمن هذا الصنف عدة خصائص وأنواع وسيتم التعرض لها من خلال النقاط الموالية.

III.3.1 تعريف السندات :

يعرف السند على انه صك يمثل جزء من قرض طويل الأجل وتصدر الشركات السندات في شكل شهادات اسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول، وتمثل السندات في ذلك الإصدار حقوق متساوية لحاملها في مواجهة الشركة.

كما تعرف السندات كذلك على أنها جزء من المديونية، أي من يشتري سندا فهو دائن للشركة يحصل على القيمة الاسمية للسند في تاريخ الاستحقاق، ويحصل أصحاب السندات على فوائد دورية محددة مسبقا بغض النظر عن أداء الشركة، لذا فان حملة السندات يحصلون على عائد ومخاطرة بسيطة. كما عرفت أيضا على أنها أداة تحويل مباشرة ما بين وحدات العجز ووحدات الفائض لذلك فهي عبارة عن قرض مميز إلى وحدات قياسية، كل وحدة منها تدعى سند.

من خلال ما ورد يمكن أن نستخلص أن التعريف العام للسند هو عبارة عن صك قابل للتداول تصدره الشركة أو شخص معنوي ويتعلق بقرض طويل الأجل، ويصدر في شكل شهادة اسمية بقيمة موحدة فهو يعبر عن علاقة بين طرفين احدهما خالق السند ويعتبر مدينا، والآخر مكتتب في السند ويعتبر دائن، وبالتالي يترتب عليه التزامات وحقوق ويتميز السند على أنه:

- ✓ صك ديون؛
- ✓ ذو معدل فائدة ثابت؛
- ✓ ذو تاريخ استحقاق محدد؛
- ✓ يعبر قرضا؛
- ✓ الوفاء الإلزامي وهو استرداد قيمة السند مع الفوائد عند تاريخ الاستحقاق ويتمتع حامل السند بحقوق؛
- ✓ استرداد قيمة السند في تاريخ محدد؛
- ✓ استيفاء الفائدة في موعدها المحدد.

III.2.3 خصائص السندات: للسندات ثلاث خصائص أساسية هي الخاصية القانونية، خاصية التداول

بالبورصة والخاصية المالية والتي سيتم توضيحها كالاتي:

الخاصية القانونية: حيث يمكن لحامل السند التنازل عنه في أي وقت ولا يشترط موافقة المدين (الشركة) كما أنه يوجد شروط موحدة للصكوك ويعتبر هذا الأساس القانوني لتنظيم العلاقة بين حامل السند والمدين.

خاصية التداول بالبورصة: يعتبر السند صكاً لحامله وبالتالي إمكانية التداول به ولا تتحقق هذه الخاصية إلا إذا كانت هناك سوق نشطة لتسهيل التعامل بالأوراق المالية لذا نجد شروطاً في نشرة الإصدار يتم بموجبه قيد الإصدار في البورصة، حيث تدرج السندات بجدول أسهم البورصة، وبعدم توفر هذا الشرط يصعب تغطية القرض ولنجاح عملية الاكتتاب لا بد من أن تتضمن شروط إصداراتها يتم بموجبه قيد الإصدار في البورصة.

الخاصية المالية: السند هو قرض طويل الأجل له معدل فائدة اسمي ثابت ومحدد مسبقاً، فهو يعتبر قراراً مالياً حاسماً يطلب الدقة في الدراسة قبل إظهاره، والسند يتوفر على درجة عالية من السيولة في الاستثمارات، كما أن تقييم السندات يسمح للمستثمر بتقييم المخاطر المحتملة، ووجود عائد مستقر في سعر ثابت.

وتوجد خصائص أخرى للسندات يمكن إظهارها كما يلي:

- ✓ السندات أدوات تعاقدية تقوم على التزامات مالية بين المصدر والمستثمر، تحدد فيها العوائد الدورية وحتى نهاية فترة التسديد بمعدلات ثابتة.
- ✓ تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسهم الفائدة.
- ✓ تخضع السندات لنوعين من القيم بالإضافة إلى قيمها الاسمية وهما: قيم أدنى عند بيعها بخصم، وقيم أعلى عند بيعها مع علاوة.
- ✓ تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها وذلك لأن مشتري السندات يخضمون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للفوائد.
- ✓ كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى فإن السندات تحمل مخاطر كبرى.
- ✓ إن ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائده يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور.
- ✓ تعطي لحاملها حق الأولوية في السداد عند التصفية.

III.3.3 أنواع السندات: تنقسم السندات إلى عدة أنواع بحسب عدة معايير نوردتها فيما يلي:

- ☞ **حسب الجهة المصدرة:** يمكن تصنيف السندات وفق الجهة المصدرة إلى:
 - ☞ **السندات العامة:** هي السندات التي تصدرها الدولة في حالة حاجتها إلى قروض فهذه السندات تصدر عن الخزينة العامة أو المؤسسات العامة.
 - ☞ **السندات الخاصة:** تقوم الشركات بإصدار سندات ذات قيمة ثابتة في حالة احتياجها إلى تمويل خارجي أو احتياجها إلى سيولة نقدية للتوسع في مشروعاتها.
- ☞ **حسب ما تتمتع من ضمان:** يمكن تصنيفها حسب هذا المعيار كما يلي:
 - ☞ **السندات المضمونة:** هي تلك السندات التي تعطي لحاملها الحق في المطالبة بالضمان المحدد عندما تعجز المنشأة المصدرة لها عند الوفاء بأصل الدين أو فائدته.
 - ☞ **السندات غير المضمونة:** هي السندات التي تخلو من أي رهن لصالحها سوى تعهد المنشأة المصدرة لها بالتسديد، فالضمان ينصب على إجمالي أصول الشركة وقدرتها على مواجهة التزاماتها تجاه الدائنين.
- ☞ **حسب العائد:** يمكن التمييز هنا بين:
 - ☞ **السندات ذات العائد الثابت:** هذا النوع من السندات يقدم عائدا مائلا في كل السنوات إلى غاية نهاية مدة حياة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد عليه الطلب في حالة انخفاض معدلات الفائدة لأنه يسمح للمستثمر بالحصول على عائد أكبر مما هو عليه في السوق.
 - ☞ **السندات ذات العائد المتغير:** هذا النوع من السندات يحصل حامله على عائد متغير، يتغير حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو تبعا لمؤشرات اقتصادية معينة.
- ☞ **حسب ما تتمتع به من حقوق وامتيازات:** حسب هذا النوع يمكن تصنيف السندات إلى:
 - ☞ **السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:** هذا النوع من السندات يتضمن إمكانية تحويله إلى أسهم عند الاستحقاق إذا اتفق الطرفان على ذلك على أن عدد الأسهم مقابل كل سند يحدد عند الإصدار.
 - ☞ **السندات غير القابلة للتحويل:** هي الشكل الشائع لسندات الإقراض فالأصل في السندات أنها غير قابلة للتحويل، وإن منحت ميزة خاصة فإنها تكون قابلة للتحويل حسب أجلها، يمكن التمييز في هذا الصدد بين:
 - ← **السندات الدائمة:** هي عبارة عن سندات ليس لها تاريخ استحقاق محدود وبالتالي لا يمكن لحامل السند رده إلى المنشأة المصدرة للحصول على القيمة الاسمية بل يبيعه في البورصة.
 - ← **سندات ذات تاريخ استحقاق محدد:** هي السندات التي لها تاريخ استحقاق محدد يمكن أن يكون قصير، متوسط أو طويل الأجل، وهذا التاريخ يتقدم حامله إلى الشركة المصدرة لكي يسترد القيمة الاسمية للسند.

- حسب طريقة تداولها أو تملكها: حسب هذا التصنيف تقسم السندات إلى:
- ☞ **سندات اسمية:** هي سندات تصدر باسم صاحبها وتكون مقيدة في دفاتر الشركة باسمه ولا تتداول إلا بعد موافقتها، وإثبات التنازل عنها يكون في دفاتر الشركة وفقا لقواعد قانونية لنقل الملكية، كم يمكن أن تكون مسجلة بالكامل حيث يشمل التسجيل كلا من الدين الأصلي والفائدة، أو قد تكون مسجلة تسجيلًا جزئيًا أي تسجل القيمة الاسمية فقط، أما الفائدة فتكون على شكل كوبونات مرفقة بالسند تترع منه بمجرد استحقاقه لتحصل مباشرة من الجهة المختصة.
 - ☞ **سندات لحاملها:** هي سندات تخلو من اسم حاملها ويتم تداولها بالتسليم ولا يحتاج التنازل عنها لموافقة الشركة المصدرة أو إثبات ذلك في سجلاتها وتحصل فوائدها من خلال كوبونات مرفقة بالسند وتحصل مباشرة من الجهة المختصة بمجرد استحقاقها .
 - ☞ **سندات ذات شرط الاستدعاء:** يعطى هذا الشرط حقا للشركة المصدرة للسندات بإعادة شراء واستدعاء جزء أو كل السندات المصدرة منها في الوقت الذي يناسبها، وعادة ما يتم الاستدعاء بسعر الاستدعاء الذي يكون دائما أكبر من القيمة الاسمية للسند، ويسمى الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الاستدعاء بعلاوة الاستدعاء.

الجدول رقم (1): الفرق بين الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والسندات

السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية	المورقة المالية عامل المقارنة
تمثل جزء من قرض طويل الأجل	تمثل جزء من رأس المال وان كانت تجمع بين خصائص رأس القرض	تمثل جزء صغيرا من رأس المال	أ. المفهوم:
الأصل أنها تحصل على فائدة ثابتة محددة و لكن ظهرت أنواع أخرى ذات عائد متغير	عادة ما تحصل على فائدة ثابتة وأحيانا يكون العائد متغير	المشاركة في الربح والخسارة بعد حصول الأطراف الأخرى على حقوقها	ب. العائد
لهم الأولوية قبل حملة الأسهم العادية والممتازة	قبل حملة الأسهم العادية مباشرة	آخر من يحصل على هذه الحقوق	ج. أولوية الحصول على العائد في حالة التصفية
قبل حملة السهم العادية والممتازة	المرتبة قبل الأخيرة	يتم استئزال القيمة عند التصفية بعد استيفاء جميع الحقوق الأخرى	د. استرداد القيمة
ليس لها تاريخ استحقاق	ليس لها تاريخ استحقاق	ليس لها تاريخ استحقاق	هـ. تاريخ الاستحقاق

المصدر: طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة، الإسكندرية، 2000، ص.

.16

خلاصة الفصل:

وخلاصة القول أن الاستثمار المالي هو عبارة عن توظيف الأموال بهدف تحقيق عوائد استثمارية، والذي يمتاز بسهولة تداوله وتحويله إلى سيولة وقلة مخاطرة بالمقارنة مع الاستثمارات الأخرى. حيث يتم التعامل في هذا النوع من الاستثمار في أسواق خاصة تسمى أسواق الأوراق المالية والتي تتكون من السوق الأولية التي يتم فيها إصدار تلك الأوراق المالية، والسوق الثانوية التي يمكن أن تكون منظمة وتمثل في البورصات، حيث يتم فيها تداول الأوراق المالية المسجلة بها، أو غير منظمة ويتم فيها تداول الأوراق المالية المسجلة أو غير المسجلة بالبورصة والتي أنشئت بهدف تخفيض تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية، وتمثل هذه الأخيرة أساساً في الأسهم والسندات، فالأسهم عبارة عن صكوك ملكية في شركات المساهمة يتمتع حاملها بحملة من الحقوق كحق الحصول على الأرباح وحق التصويت ويمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم هي: الأسهم العادية، الأسهم الممتازة، والأسهم الخاصة، أما السندات فتعبر عن حقوق مديونية على الشركة، يحصل حاملها على فوائد دورية وتنتهي علاقته بالشركة بمجرد استيفاء حقوقه من أصل الدين والعائد في تاريخ الاستحقاق.

الفصل الثاني:

المشتقات المالية

تمهيد

إنّ تضمن الاستثمار الحالي على عدة أنواع من المخاطر لا يجعل المستثمرين يجمعون عنه، بالعكس فهم يلجؤون إليه من أجل تحقيق أضخم العوائد وتعظيم أكبر للثروة، بل ويعتبر من أهم أنواع الاستثمارات، إلا أن هؤلاء المستثمرون يعتمدون على عدة وسائل وأساليب لتقليل المخاطر التي من الممكن أن تتعرض لها استثماراتهم معتمدين في ذلك على الخبرة في التعامل في سوق رأس المال والتنبؤ الدقيق بالمتغيرات الحاصلة في كل وقت لمعرفة الخطوات المتبعة بعدها، ومن أهم هذه الوسائل ما ساهمت به الهندسة المالية في صناعة ما يعرف بالمشتقات المالية.

I. لمحة عن المشتقات:

لقد شهدت المشتقات المالية نموا متعظما في الأعوام الأخيرة انتقل بها من بدايات متواضعة في مجال العقود الآجلة، الخاصة بالسلع والعملات الأجنبية إلى صناعة بلبلايين الدولارات، ويجري ابتكار مشتقات مالية جديدة بمعدلات مذهلة للاستجابة إلى حاجات سوقية متعددة، هذه الأدوات المالية المشتقة الجديدة تشكل إضافة إلى مجموعة متنامية باستمرار من العقود القائمة لخلق عدد لا محدود من الإمكانيات والاحتمالات المالية التي يستطيع من خلالها المشاركون في السوق اتخاذ مراكز طويلة أو قصيرة واستخدام مردوداتها المحتملة في أغراض التحوط أو المضاربة.

1.I مبررات تحديث الأوراق المالية:

أدركت العديد من المؤسسات المالية بأن الأساليب القديمة في التعامل المالي لم تعد مربحة، كما أن بعض المنتجات لم تعد تلقى قبولا، فضلا عن تدني كفاءة الوسطاء الماليين في تعبئة المدخرات بالأدوات المالية التقليدية، كما أن التقدم التكنولوجي المتمثل بالتطور الهائل في خزن واسترجاع المعلومات وانحاز الحسابات المعقدة والدقيقة، حفز نحو اللجوء إلى تحديثات تعظم الربح المتحقق في الصناعة المالية، وتقلل المخاطر التي طالما كانت صفة الأسواق المالية، وتعد شريحة المستثمرين والمتحوظين من أكثر المهتمين بالمشتقات المالية، بل وأصبح تحليل أساليب التحوط ركنا مهما في تحليل الاستثمار، ومن أهم المبررات الدفاعية للتحديث:

1.1.I تجنب مخاطر تقلب العائد(التكاليف):

تعد مخاطر تقلب أسعار الفائدة من أبرز سمات الأسواق المالية، وتقضي التغيرات المفاجئة والسريعة في أسعار الفائدة إلى حدوث مكاسب أو خسائر رأسمالية ضخمة، وبالتالي ينعكس ذلك على النشاط الاستثماري برمته، لاسيما وأن الارتباط ما بين الأوراق المالية المختلفة بدائل استثمارية يعد أساسا لفهم التأثير المتبادل، ومن ثم المخاطر المتمثلة عند تأثر أي ورقة مالية بتغير سعر الفائدة وانتقالها إلى الأصول الأخرى.

2.1.I تجنب القواعد التنظيمية:

إن تنظيم التعامل بالأوراق المالية وفق قواعد وإجراءات قانونية يعد أمراً مسلماً به في الاقتصاديات المختلفة، ولكن مثل هذه القواعد قد تحد من قدرة المؤسسات المالية المتعاملة بالأوراق المالية وتدفع هذه المؤسسات لإيجاد بيئة تعامل أقل صرامة في قواعدها، ومن أهم القواعد التنظيمية:

- ✓ الاحتياطي المطلوب على الودائع، حيث أن كل بنك يلزم بالاحتفاظ باحتياطي قانوني لدى المصرف المركزي لحماية المودعين، لكن ذلك يعد فرصة ضائعة للمصرف باعتباره مؤسسة تهدف للربح.
- ✓ القيود على سعر الفائدة المدفوع للودائع، فالقواعد تمنع مثلاً الفوائد على الودائع تحت الطلب، كما توجد سقف للفوائد على الودائع غير الجارية يدعى بسقف سعر الفائدة وبالتالي فإن ارتفاع العائد السوقي فوق ذلك يدفع المودعين إلى سحب ودائعهم ويدعى ذلك بفقدان الوساطة المالية ويقلل من أرباح المصرف.

وللتقليل من هذه القيود تم اللجوء إلى استحداث بعض الطرق كالسحب القابل للتداول، وحساب التحويل الآلي إلى الادخار، وحساب التصفية.

3.1.I تخفيض التقدم التكنولوجي:

حدث تطور هائل في الأساليب الفنية لتقديم الخدمات المالية، وأدى هذا التقدم إلى تخفيض ملموس في تكلفة الخدمات والقدرة على استحداث أدوات مالية مربحة للمؤسسات المالية والجمهور على حد سواء، ومن أهم التطورات الحادثة في مجال الخدمات المالية، توسع استخدام بطاقات الائتمان، نشاط تخليق الأوراق المالية.

كما أن تطور تكنولوجيا الحسابات والاتصالات وثورة المعلومات ألغى الفواصل الزمانية والمكانية في مختلف الأسواق المالية العالمية.

2.I مفهوم المشتقات المالية:

قبل التعرض لتعريف المشتقات المالية سنتناول في بادئ الأمر التطور التاريخي لهذه العقود كالتالي:

1.2.I التطور التاريخي للمشتقات المالية:

شهدت صناعة المشتقات المالية «Industry Derivatires» خلال السنوات الماضية نمواً كبيراً ومتسارعاً، سواء على صعيد حجم تجارة هذه الأدوات الجديدة، أو على صعيد تنوع هذه الأدوات، بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود المالية لكافة أنواع الأوراق المالية والسلع وغيرها من الموجودات الأخرى، وكذلك على صعيد توسع قاعدة المشاركين في أسواق المشتقات وتسيير الدراسات إلى أن ملاك الأراضي الإقطاعيين من منتجي الأرز في اليابان هم أول من استخدم المشتقات المالية (العقود الآجلة)، بشكل منظم إذ طوروا أسلوباً يسمح بموجبه بتداول إيصالات إنتاجهم من الأرز على وفق مواعيد مستقبلية، وكان

التعامل في العقود الآجلة يتم في الأسواق غير النظامية لمساعدة السماسرة الذين كانوا يلعبون دور الوسيط بين المتعاملين، ولكن القرن-19- شهد الولادة الحقيقية لاستخدام العقود الآجلة بشكل منظم ومؤطر في شكل قائمة وكان ذلك في الولايات المتحدة الأمريكية عام-1865- إذ تم فيه صياغة القواعد والتشريعات التي تضم التعامل الآجل لمزارعي الحبوب والمضاربين والمستهلكين، وتشير الأدبيات أيضا إلى التعامل بأدوات الهندسة المالية بصورة تجارية بدءا في الولايات المتحدة عام-1973- عندما افتتح أول سوق للخيارات في شيكاغو وعمل ذلك السوق منذ افتتاحه على إدخال تعديلات جوهرية على الأسس التي يقوم عليها التعامل في السوق، ومن أهم هذه التعديلات شروط التعاقد التي تتضمن تمييط الكميات وتواريخ التنفيذ وقيمة الهوامش المبدئية، وكذلك دار المقاصة التي تقوم بالتسوية اليومية لهذا الهامش.

3.2.I تعريف المشتقات المالية:

خلافا لما هو متعارف عليه فيما يتعلق بالأسواق التي تتعامل في الأصول المالية التقليدية فإن أسواق المشتقات المالية إنما تتعامل في أدوات تعاقدية يعتمد أداؤها على أداء أصول وأدوات أخرى ويستفاد مما تقدم أن المشتقات ليست أصولا عينية وإنما هي عقود كسائر أنواع العقود المتعارف عليها، تمثل ترتيبات بين الطرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، ويترتب عليها حق لطرف والتزام للطرف الأخر، وهذا ما أدى بالعديد من المفكرين والاقتصاديين والمؤسسات المالية الدولية إلى إعطاء عدة تعريفات نذكر منها ما يلي:

عرف سمير عبد الحميد رضوان المشتقات المالية على بأنها: "عبارة عن عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية (حسابات نظامية)، وتتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها".

ولقد أورد نفس الكاتب العديد من التعاريف لبعض المؤسسات الدولية هي كالتالي:

عرفت السلطات النقدية في هونغ كونغ المشتقات المالية: "هي أدوات مالية تشتق قيمتها من الأوراق المالية محل التعاقد أو من السلع أو مؤشرات الأسعار ويمكن استخدامها للتحوط أو المضاربة إلا أنها قد تؤدي إلى زيادة مخاطر الائتمان وأساليب الاحتيال فضلا عن المخاطر السوقية".

و لقد خالف صاحب الإدارة المالية التعريفات المتقدمة حيث عرفها: "بأنها أي ورقة مالية تشتق قيمتها من ضمن أصل آخر يكون محلا للتعاقد".

أما التعريف الذي وقع عليه اختيار صندوق النقد الدولي فهو تعريف بنك التسويات الدولية وهو أحد المؤسسات التابعة للصندوق: "المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار الأصل المالي في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمرا غير ضروري".

ويعد هذا التعريف من أكثر التعاريف اتساما بالدقة المتناهية والوصف المنضبط في تحديد ماهية المشتقات حيث أنه يحظى بالقبول العام.

كما عرفت المجموعة الاستشارية لنظم المحاسبة القومية المشتقات المالية كما يلي: "هي أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول والمؤشرات محل التعاقد وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدما ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، لتحوط ضد المخاطر والمراجعة في الأسواق وأخيرا المضاربة". كما عرفها الدكتور طارق عبد العال حماد كما يلي: "المشتقات هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول العينية أي الأصول التي تشمل موضوع العقد والأصول التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين السهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتمادا على أداء الأصل موضوع العقد".

وعلى الرغم من تعدد التعاريف إلا أنها في حقيقة الأمر ترمي إلى نفس الوعاء إذ أنها تشير كلها إلى أن المشتقات هي تلك العقود التي لا يجري تنفيذ أغلبها وتنتهي إلى حصول أحد الطرفين على فروق الأسعار واتجاهاتها فالعقد لا يقتضي تملك ولا تسليم ولا تسلم، وإنما هي مراقبة من جانب الطرفين على فروق الأسعار واتجاهاتها.

والجدير بالذكر أن أسواق المشتقات قد بدأ ظهورها بشكل ما منذ عدة قرون إلا أن نموها كان سريعا في الآونة الأخيرة إذ يجري حاليا استخدامها على نطاق واسع من قبل المستثمرين الذين يحترفون التعامل في هذه الأسواق ومن قبل الأفراد أيضا، ويرى المراقبون لأداء الأسواق المالية أن مشتقات الأسهم تعد بعد مضي ثلاثة عقود من وجودها بصورتها الحالية من أهم المنتجات المالية للتبادل التجاري.

I.3 خصائص عقود المشتقات:

تتسم عقود المشتقات المالية بالعديد من الخصائص التي تميزها عما عداها من الأدوات المالية الأخرى وإذا كان التعرف على تلك الخصائص يعد أمرا بالغا في الأهمية بالنسبة لكافة الأطراف المتعاملة في هذا النوع من الأدوات، فإنه يكتسب أهمية خاصة بالنسبة للمراجعين وهم بصدد مسؤولية مراجعة القوائم المالية للمنشآت المتعاملة في المشتقات، وفيما يلي استعراض لأبرز الخصائص:

I.3.1 طبيعة العمليات خارج الميزانية:

جرى التطبيق العملي على إثبات قيم الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات داخل الميزانية كأصول أو خصوم، ومن ثم يمكن التعرف على أرصدها المثبتة وتتبع أي تغيرات فيها بعكس الحال بالنسبة للأدوات المالية المشتقة التي تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة، إن لم يتمشى وطبيعة

الأصول والخصوم خارج الميزانية ولا شك أنه نتيجة لعدم إثبات الأرصدية والتغيرات فيها، فإن المجال يكون مفتوحا للتعرض لمخاطر الإفصاح عن تلك القيم بالإضافة لمخاطر ضعف الرقابة عليها.

I.3.2 التعقيد:

نظرا لأنه غالبا ما يتم تصميم عقود المشتقات للوفاء بأغراض خاصة لمستخدمها النهائي لذا ففي معظم الأحيان يكون هناك غموض حول كيفية استخدام أداة بعينها وكيفية تقييمها، وكيفية المحاسبة عنها، وهل يمكنها تحقيق الأهداف الاقتصادية من جراء حيازتها أم لا؟ من ناحية أخرى، قد تتعرض المنشأة لمخاطر إساءة فهم شروط وآثار عقد مشتقات خاص مما يعرضها لنتائج وخيمة.

I.3.3 السيولة:

بعض عقود المشتقات تتسم بدرجة سيولة عالية حيث يسهل تسويتها إما عن طريق البيع أو الشراء في تاريخ الاستحقاق المحدد، أو عن طريق إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت التسوية أو المقايضة، إلا أنه في الوقت نفسه قد يصعب أحيانا تسوية بعض أنواع عقود المشتقات في أسواق المشتقات مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها أو المراكز المرتبطة بها.

I.3.4 عدم وضوح القواعد المحاسبية:

حيث لا يزال هناك نوع ما من الغموض المحيط بالمعالجة المحاسبية للآثار المترتبة على الدخول في عمليات المشتقات، ويرجع ذلك أساسا إلى التقدم السريع والنمو المتلاحق في مجال ابتكار واستخدام الأدوات المالية المشتقة والذي لا يواكبه استجابة محاسبية مماثلة وسريعة من أجل المحاسبة على تأثيرات تلك الأنشطة بحيث يمكن ملاحظة وجود فجوة واسعة بين الواقع الاقتصادي الذي تمارس فيه تلك الأنشطة وبين الاستجابة المحاسبية تجاه التعبير عن الآثار المحاسبية الناتجة عنها.

I.3.5 المخاطر الناشئة عن التعامل في عقود المشتقات:

يترتب على التعامل في عقود المشتقات ضرورة الأخذ في الحسبان وجود عدة مخاطر يجب العمل على تجنبها أو تقليل آثارها بقدر المستطاع، ويمكن القول بوجود مجموعتين من المخاطر المرتبطة بعقود المشتقات المالية:

➤ **المجموعة الأولى:** تتمثل في المخاطر التي تتعرض لها الجهات المصدرة أو البائعة لعقود المشتقات المالية والمتمثلة في إمكانية تحمل مثل تلك الجهات لخسائر حادة نتيجة أن معظم عقود المشتقات ترتب الالتزام المستقبلي على الجهة المصدرة لها سواء بالبيع أو بالشراء ومع حدوث أي تقلبات اقتصادية معاكسة قد تتحمل الجهة المصدرة خسائر كبيرة نتيجة هذا الالتزام، هذا بالإضافة إلى الخسائر الناتجة عن تأثير المنافسة بين الجهات المصدرة لتلك الأدوات على السوق الذي تعمل فيه، وتكاد البنوك تكون هي جهة الإصدار

الرئيسية للأدوات المالية المشتقة بدليل أن البنوك التسعة الكبرى في الولايات المتحدة تنفرد بإصدار حوالي 94% من جملة عقود المشتقات المتعامل بها سنة 1995.

المجموعة الثانية: وتمثل في المخاطر التي يقع فيها مشتري عقود المشتقات وبالأخص المنشآت غير المالية وهي تنقسم إلى أربعة أنواع من المخاطر هي: مخاطر الائتمان- مخاطر السوق- المخاطر القانونية- المخاطر التنظيمية أو التشغيلية- المخاطر الرقابية.

بالإضافة إلى هذه الخصائص هناك خصائص أخرى لعقود المشتقات يمكن استخلاصها من التعاريف والمتمثلة في:

- ✓ المشتقات المالية عقود يتم تسويتها في تاريخ استحقاق مستقبلي؛
- ✓ لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقود؛
- ✓ تعتمد قيمتها على الأصل المعني أي الأصل موضوع العقد، ويتضمن هذا العقد:
- تحديد سعر معين للتنفيذ في المستقبل على الكمية المحددة، وفي الزمن المتفق عليه.
- تحديد الشيء محل العقد والذي قد يكون سعر فائدة، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف...

4.I أهمية عقود المشتقات واستخداماتها:

لم يكن ظهور عقود المشتقات وليد صدفة أو مجرد ابتكار لورقة مالية بل كان وليد الحاجة والضرورة لهذا سنتناول الأهمية الاقتصادية لعقود المشتقات واستخداماتها كما يلي:

1.4.I التغطية ضد المخاطر:

إذ يتم استخدام هذه الأدوات بغرض تقليل مخاطر الاستثمار أو زيادتها فمن يشترى عاجلاً في السوق الحاضرة ويبيع عاجلاً في أسواق العقود المستقبلية فهو يلجأ إلى ذلك بهدف تعظيم حجم المخاطرة ومن هنا يصبح بوسع المستثمر إعادة شراء العقد بثمن أقل يتحقق بذلك كسب يعوضه ولو بقدر أقل من خسارة في السوق الحاضرة، وما من شك أن جميع المستثمرين يرغبون في الحفاظ على استثماراتهم عند مستوى مقبول من المخاطرة وبالتالي يصل المستثمرون إلى تحقيق رغبتهم في أسواق المشتقات والمتمثلة في تقليل المخاطر من تحويلها إلى أولئك الراغبين في زيادة المخاطرة.

ونتيجة لذلك فإن المستثمرين الذين يقومون بتصفية استثمار ما بسبب ما تسببه المخاطر من قلق أو إزعاج أو بسبب التقلب المتزايد في أعمال المتاجرة قد يقع اختيارهم على استخدام أدوات المشتقات كآلية لها تأثيرها على إستراتيجية الاستثمار الشامل وقد تؤكد أن الأسواق المالية قد طورت وسائل غير محدودة للمتاجرة في المخاطرة من خلال استخدام أدوات المشتقات المالية.

2.4.I أداة الاستكشاف السعر المتوقع في السوق الحاضر:

إن من أبرز وظائف عقود المشتقات أنها تقوم بتزويد المتعاملين بالمعلومات كما سيكون عليه سعر الأصل الذي أبرم عليه العقد الحاضر في تاريخ التسليم لذلك تعتبر أداة جيدة لاستكشاف السعر. بمعنى التطلع على المستوى الذي يمكن أن يكون عليه السعر في السوق الحاضر في تاريخ التسليم.

3.4.I إتاحة فرصة استثمارية للمضاربين:

يعد دخول المضارب كطرف عند إبرام عقد من عقود المشتقات ليس بهدف تأمين تملك الأصل ولكن بهدف تحقيق الربح على اعتبار أساسي هو أن تأمين تلك العقود يهيم من يرغب في شراء الأصل بغرض الاستخدام، بمعنى آخر مهمة من يسعى إلى تغطية مركز -HEDJER- في السوق الحاضرة مستقبلا وهذا بسعر يضمن له حصيلة جيدة محددة مهما تغير سعر الأصل في السوق الحاضرة. إن هذه أيضا مهمة من يمتلك الأصل ويرغب في بيعه مستقبلا أي مهمة من يرغب في تغطية مركز -HEDJER- سيأخذ في السوق الحاضر مستقبلا (وهذا بسعر يضمن له حصيلة محددة مهما تغير سعر الأصل في السوق الحاضر)، إذ أن هذه أيضا هي تغطية ضد مخاطر انخفاض الأسعار. وتجدر الإشارة إلى أن سعي المضارب في تحقيق الربح، بدخوله طرفا في العقد يمثل خدمة اجتماعية وأن كان لا يقصدها ذلك لأنه الطرف الذي تنتقل عليه المخاطر التي لا ترغب فيها الطرف الأخرى أي الأطراف التي تمتلك الأصل بالفعل (الطرف البائع)، أو ترغب في امتلاكه مستقبلا (الطرف المشتري) - لحاجة فعلية إليه مما يعمل على إزالة عدم التأكد لدى الطرف الأخر وبما يتيح له فرصة أكبر لتركيز جهوده في أمور أخرى.

4.4.I تسيير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد:

يتميز التعامل في أسواق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات على مستوى يستحيل على الأسواق الحاضرة أن تنافسه فيه لاسيما وأن هذه الخيرة تحظى بتأثير كبير على سيولة السوق فتكلفة المعاملات تجعل السوق أكثر كفاءة مما يتيح فرصة أفضل لإبرام الصفقة بسعر قريب من سعر التعادل، كما يساهم التعامل بالعقود على تنشيط السوق الأصلي المتعاقد عليه وذلك بزيادة حجم التداول عليه بسبب أن المبلغ الذي يدفعه المستثمر عند التعاقد لا يمثل إلا نسبة ضئيلة من قيمة الصفقة وتقل كثيرا عن الهامش المبدئي الذي يلتزم المشتري بإيداعه لدى السمسار في حالة الشراء الهامشي للأصل في السوق الحاضر.

5.4.I آلية للتخزين:

نظرا لاعتبار التخزين حلقة اتصال بين الأسواق الحاضرة وأسواق المشتقات وكثيرا من أنواع الأصول يمكن شراؤه وتخزينه، إذ أنه بإمكان أي إنسان يقوم بشراء سلعة ما مهما كان نوعها ويقوم بتخزينها، فعملية التخزين في أحد أشكال الاستثمار التي تمكن البائع من أن يبيع بسعر مختلف أملا في الحصول على سعر أعلى في تاريخ لاحق.

وهذا الأسلوب من شأنه توزيع الاستهلاك زمنياً، وبما أن الأسعار في حالة تقلب مستمر فإن التخزين كذلك ينطوي على المخاطرة وفي هذه الحالة يمكن استخدام المشتقات لتقليل مستوى أو درجة المخاطرة بتوفير وسيلة لتحديد السعر اليومي وهو ما يعني التخلص من المخاطر التي ينطوي عليها التخزين.

5.4.I تحقيق سمة كمال السوق:

حتى يتمتع السوق بالكفاءة لا بد من أن يوفر للمتعاملين كفاءة الأصل المالية التي تتناسب مع أهدافهم سواء من حيث العائد أو المخاطر وعلى الرغم من أن الكمال على هذا النحو يعد أمراً مستحيلاً فإنه وبفضل عقود المشتقات أصبح من الممكن عمل توليفات من عقود المشتقات وأوراق مالية متداولة في السوق الحاضر في ظلها يتحقق للمستثمر مستويات فريدة من العائد والمخاطر لا تحققها أي ورقة مالية متداولة بالفعل في السوق الحاضر، بالإضافة إلى الكثير من العوامل الأخرى التي استطاعت عقود المشتقات تحقيقها في وقتنا الراهن من أجل مواكبة التغيرات في البيئة المالية المتجددة يوماً بعد يوم.

5.I مستخدمو المشتقات المالية:

الذي يستخدم المشتقات المالية في عالمنا المعاصر هم بطبيعة الحال المنتجون والمستهلكون والمستثمرون والمصدرون والمتحوظون والمضاربون، والحكومات والمؤسسات المالية، ويسعى كل واحد إلى الربح وتقليل المخاطرة، ويغتنم عائدها أو يجتاط ضد المخاطر بأن يلجأ أيضاً إلى عقود المشتقات وفضلاً عن هؤلاء فإن أولئك الذين يتاح لهم الوقوف على بعض المعلومات الداخلية والتي تتاح لعامة المستثمرين أيضاً المشتقات، وهكذا صنف بعض الكتاب مستخدمي المشتقات المالية بين فئتين هما:

الفئة الأولى: وهي فئة المستخدمين النهائيين الذين يدخلون في هذه الأسواق بغرض التحوط ولتكوين المراكز المالية أو بغرض المضاربة.

الفئة الثانية: وهي فئة المتاجرين في الأوراق المالية وهم الذين يعملون لحسابهم الخاص ويقومون بدور صانعي الأسواق ويحققون هامش من الربح يتمثل في الفرق بين سعري البيع والشراء، ومن خلال قيامهم بهذا الدور يتم تلبية احتياجات الفئة الأولى ويتم خلق سوق مستمرة تسودها المنافسة الكاملة وتوفر للسوق السيولة الكاملة وينحصر مستخدمي المشتقات في الفئة الأولى فيما يلي:

← **تجار التجزئة:** يستخدم هؤلاء المشتقات بقصد حمايتهم ضد التعرض لمخاطر أسعار الفائدة، أو أسعار الصرف في أسواق العملات الأجنبية.

← **صناديق المعاشات:** تقوم هذه الصناديق باستخدام المشتقات بقصد حماية العائد على الاستثمار في السندات أو بغرض تأمين محفظة الأوراق المالية التي تمتلكها ضد التعرض لمخاطر السوق.

← **بنوك الاستثمار:** هذه البنوك تستخدم المشتقات بغرض المحافظة على سعر البيع لكمية كبيرة من أحد الأصول المالية حيث يبدو أن السوق الحاضرة لن تكون قادرة على استيعاب المعروض بأسعار السوق.

← **الشركات العقارية:** وهي تلك التي تبيع المباني والأراضي أو تعطي للغير الحق في استخدامها بتأجيرها لعدد من السنوات وتستخدم هذه الشركات المشتقات للحماية ضد تحركات سعر الفائدة على القروض للسندات التي تمثل ديناً في ذمة الشركة.

← **الشركات:** تلجأ الشركات إلى أدوات المشتقات بغرض الحماية ضد تأثير أسعار الفائدة المنخفضة على العائد الاستثماري للفائض النقدي.

← **المصدرون والمستوردون:** يستخدم هؤلاء خصيصاً المشتقات المالية ضد تقلبات أسعار الصرف على المقبوضات أو المدفوعات.

6.I تقييم المشتقات المالية:

يمكن تقييم عقود المشتقات المالية من خلال إبراز فوائد التعامل بها، وكذلك التعرض لمخاطر استخدامها بطريقة غير صحيحة كالتالي:

1.6.I فوائد التعامل بالمشتقات المالية:

بالإضافة إلى الفوائد التي تحققها المشتقات للمتعاملين بها، فهي تتمتع بعدة مزايا، كما أنها من الممكن تحقيق مجموعة من المكاسب لكل من المؤسسات المالية والمستثمرين فيها.

1.1.6.I مزايا التعامل بالمشتقات المالية: تتمتع المشتقات بعدة مزايا ما يشجع كثيراً من المضاربين على التعامل بها، بل يجعلها أكثر أدوات الاستثمار استخداماً في عصرنا الحاضر فمن ناحية توفر المشتقات للمستثمر فيها عن طريق الاستفادة من مزايا الرفع المالي التي تحققها باستخدام ما يعرف بأسلوب الهامش فرصاً واسعة لجني الأرباح الضخمة وذلك بفعل التقلبات السريعة للأدوات المالية الأصلية المشمولة بعقودها كما توفر له من جانب آخر أداة للتحوط تتيح له حماية نفسه من أثر هذه التقلبات بمعنى أنه بالإمكان استخدام المشتقات المالية كأداة للمضاربة وفي الوقت نفسه أداة للتحوط أو للتغطية من مخاطر الاستثمارات والتي تنشأ عادة إما عن تقلب أسعار الصرف، تقلب أسعار الفائدة، أو تقلب أسعار الأصول للمحافظ الاستثمارية، سواء كانت هذه الأصول سلعا أو أوراقاً مالية غدت تتيح للمستثمر فيها مجالاً لنقل وتوزيع المخاطر وذلك إذا ما أحسن استخدامها في نطاق ما يعرف باستراتيجيات الأسعار، وبرز مثال على هذه الميزة مقولة عالم الاقتصاد الأستاذ **LEJWICH Richard** - في مقالته المنشورة في مجلة الايكونوست عام 1969-، بينما لا يمكن لمؤسسة أن تنقل مصنعاً كما في ولاية أتلانطا تعرض للمخاطر إلى ولاية الباما في ليلة واحدة، فإن بإمكانها تحقيق ذلك بمجرد لمسة زر كومبيوتر، تبرم من خلالها عقداً على مشتقات مالية تشمل أسهم ذلك المصنع.

1.6.2.I المكاسب التي تحققها المشتقات للمتعاملين بها: إن تكوين وإدارة محافظ المشتقات، إذا أحسنت

إدارة مخاطر هذه الأدوات الجديدة، يمكنها أن تحقق المكاسب التالية من المؤسسات المالية والمستثمرين:

- ✓ ابتداء طرق جديدة لفهم وقياس وإدارة المخاطر المالية، والتي من خلالها يمكن عزل أو فرز المخاطر المعقدة التي تتجمع سوية في الأدوات المالية التقليدية بحيث يمكن إدارة كل مخاطرة فيها بشكل مستقل وبكفاءة أعلى.
 - ✓ دعم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية للعملاء، بما يخدم أغراضهم في بناء محافظ أكثر تنوعاً، الأمر الذي من شأنه زيادة قاعدة عملاء هذه المؤسسات.
 - ✓ تعزيز فرص الإيرادات والأرباح الناجمة عن تنوع محافظ المؤسسات المالية من الأدوات المشتقة من عوائد استثمارية ورسوم وعمولات خدمات وغيرها.
 - ✓ قيام مدير المحفظة بشراء خيار في سوق العملات لكي يحميه من تقلبات أسعار العملات.
 - ✓ قيام مدير المالية في الشركة بمبادلة التدفق المتمثل بمدفوعات الفائدة على التزامات ذات أسعار فائدة ثابتة بأداة ذات أسعار فائدة متغيرة، بهدف تقليل نسبة الالتزامات ذات الفائدة الثابتة أو لتقليل عبء مدفوعات الفائدة الثابتة إذا ما انخفضت أسعارها.
 - ✓ شراء المستثمرين لخيارات شراء السهم لكي تتاح لهم فرصة مستقبلية لشراء الأسهم بسعر أقل مستقبلاً بالرغم من أن سعر الأسهم مرتفع.
 - ✓ تقليل الكلفة لكل من المصدرين والمستثمرين في الأدوات المشتقة مع رفع عوائد الاستثمار وتنوعها، إلى جانب توسيع مجموعة بدائل التمويل والاستثمار المتاحة لهم وتقليل مخاطر الخسارة.
- 3.1.6.I فوائد المشتقات المالية:** إن هذه الأدوات يمكن أن تحقق العديد من الفوائد للمتعاملين بها إذا تم استعمالها بصورة صحيحة، ومن أبرز هذه الفوائد ما يلي:
- ☞ **إدارة المخاطر:** يمكن من خلال عقود المشتقات ابتداء طرق جديدة لإدارة المخاطر من خلال عملية التحوط وفق استراتيجيات خاصة.
 - ☞ **الاستثمار:** إذ يمكن تعزيز فرص تحقيق الإيرادات الإضافية وزيادة الأرباح من خلال زيادة فرض الاستثمار وتنوع المحافظ الاستثمارية للمؤسسات المالية، ودخول متعاملين في عمليات صناعة السواق وتكوين مراكز مالية.
 - ☞ **الكلفة:** يمكن من خلال التعامل بأدوات الهندسة المالية تقليل تكاليف المعاملات التقليدية، إذ يتم دفع هامش بسيط فقط لأغراض التعاقد بدلاً من دفع مبلغ العقد كاملاً منذ البداية، كما يمكن من خلالها تحديد الحدود العليا لتكاليف الاقتراض أو تحديد الحدود الدنيا للعوائد المتحققة من الاستثمارات في الودائع أو القروض.
- كما يمكن استعمالها في عمليات المرجحة للحصول على هيكل تكاليف مناسب بالنسبة للمتعاملين، وكذا إيجاد مصادر تمويل جديدة من خلال عمليات المبادلة والدخول إلى أسواق جديدة من خلال هذه الأدوات.

👉 **السيولة:** تتمتع أغلب أدوات الهندسة المالية بسيولة عالية مما يمكن المتعاملين في هذه الأدوات من تحسين سيولتهم بصورة عامة، غذ يمكن بيع المراكز بسهولة أو إلغاؤها من خلال الدخول بمراكز مضادة في نفس السوق أو في أسواق أخرى، وبذلك يتمتع المتعامل بهذه الأدوات بوجود فرص متعددة لتكوين المراكز وإلغائها تبعاً لحاجاته ورغباته.

👉 **الاقتصاد العام:** لقد أدى تعدد أنواع المشتقات المالية على إيجاد الأسواق المنظمة والموازية المتخصصة في التعامل بهذه الأدوات مما أدى إلى التوسع الكبير في التعامل بها، إذ وصل إلى ما يمثل ثلثي تجارة العالم بالسلع والأوراق المالية التي تشكل مبالغاً ضخمة جداً وما يتحقق نتيجة لذلك من إيجاد فرص العمل الواسعة وزيادة فرص تحقيق الإيرادات المتمثلة بالرسوم والعمولات وغيرها.

I.2.6.2 المخاطر الكامنة في المشتقات المالية:

بعد التعرف على أهم فوائد المشتقات المالية فإن في المقابل قد يترتب على التعامل بالأدوات المشتقة مخاطر كبيرة والسبب في ذلك يعود إلى حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر وغنما مع المستقبل، والدليل على ذلك ما تعرضت له بعض المنشآت المالية والمصرفية من حالات خسائر وإفلاس.

I.2.6.1 أسباب نشوء المخاطر في المؤسسات المالية: من بين الأسباب التي تجعل التعامل في المشتقات

المالية ينطوي على مخاطر ما يلي:

- ✓ الاستثمار في السندات الوهمية.
- ✓ المقامرة على حجم الرافعة في أسواق إعادة الشراء والمنتجات المالية المركبة.
- ✓ عدم توفر المعلومات الكافية عن البورصات العالمية للمدير المالي المحلي بخصوص المنتجات المالية والمصرفية التي تعتمد على المشتقات المالية.
- ✓ قيمة الاستثمار في المشتقات لا تدفع بالكامل مقدماً ولكن تدفع هوامش فقط، وعندما تتم المطالبة فهي تطلب بالكامل.
- ✓ المنافسة الشرسة في أسواق المشتقات المالية في العالم وتخفيض شروط الهوامش المطلوبة على العقود وإصدار أنواع من العقود يتم تداولها خارج البورصة.
- ✓ تسرع الحكومات في استعمال المشتقات المالية كعنصر جذب للعملاء الأجنبية بدون دراسات تحليلية مسبقة.
- ✓ زيادة طلب البنوك على المشتقات المالية باعتبارها مصدر الأرباح لتعويض خسائر العمليات المصرفية التقليدية.
- ✓ المخاطر الناتجة عن استعمال الخيارات المالية، وهي تنتج عن الخطأ في التقديرات.

- ✓ التعديل المستمر في الهوامش مما يشكك في الطلب على العرض من العقود الآجلة ومن ثم يؤدي إلى التقلبات السعرية في الأسعار تؤدي في النهاية إلى مخاطر كبيرة.
- ✓ يؤدي غياب الحيلة والحذر في إدارة الخيارات المالية إلى خسائر فادحة.
- ✓ يؤدي استخدام الخيارات المالية بعقود قصيرة الأجل لتمويل عقود طويلة الأجل إلى مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات في الأجل لتمويل عقود طويلة الأجل إلى مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات في الآجال المحدودة.
- ✓ يؤدي عدم استخدام أوامر إيقاف الخسارة أو ما يسمى - STOPLOSS ORDER - في الوقت المناسب إلى أزمة في المراكز المالية ومن ثم تدهور البورصة وتخفيض مستواها حسب التدرج المستخدم عالمياً.

2.2.6.I عوامل تزايد مخاطر التعامل في المشتقات: في الوقت الذي أدت فيه أدوات المشتقات المالية إلى تراجع لبعض المخاطر، فإنها قد أسهمت في زيادة البعض الآخر منها وهو ما يمكن إرجاعه إلى عدة عوامل منها:

- ✓ أدت المشتقات المالية على تقليص درجة الشفافية بالنسبة للميزانيات العمومية للمصارف والمؤسسات المستخدمة لها ومن ثم إلى غموض طبيعة وتوزيع المخاطر.
- ✓ عدم قدرة المصارف أو زبائنها على الإدراك التام أو مراقبة الحجم الحقيقي لمخاطر هذه الأدوات.
- ✓ مخاوف الجهات الرقابية من تزايد حجم المخاطر النظامية، غدي يمكن أن يؤدي حدوث الخسائر في مراكزها إلى التأثير في الأسواق الأخرى محلياً ودولياً نتيجة الاتصال بين الأسواق.
- ✓ بما أن المشتقات فقرات خارج الميزانية لا تظهر ضمن حسابات المنشأة المالية أو المصرفية وهذا ما يجعلها خارجة عن إطار رقابة السلطات المالية والنقدية.
- ✓ إن أسواق المشتقات تتميز بالتقلب الشديد وهذا ما يؤثر في مراكز المستثمرين بشدة وبصورة سريعة.
- ✓ تكون المشتقات حساسة للتغيرات في الأسعار السوقية للأوراق المالية والسلع ومؤشرات الأسعار، لذا فإن تغير حتى وإن طفيفاً في تلك الأسعار يؤدي إلى تغيرات كبيرة في أسعار المشتقات المرتبطة بها.
- ✓ عن ترابط أوراق الأسواق المالية بعضها ببعض يؤثر على قيمة المشتقات ويزيد من مخاطرها لأن ما يحدث في أي سوق يمتد أثره إلى الأسواق الأخرى وفي المقدمة تتأثر أسعار المشتقات.

3.2.6.I أنواع مخاطر التعامل في المشتقات المالية: يمكن تقسيم المخاطر التي يتعرض لها مستخدمو المشتقات المالية بشكل عام على:

- ☞ **المخاطر السوقية:** ترتبط هذه المخاطر بشكل كبير بالتغيرات غير المواتية في القيمة العادلة للأداة المشتقة التي تنجر عنها خسائر اقتصادية وهذه المخاطر تتمثل في:
- ☞ **مخاطر السعر:** تتصل مخاطر السعر بالتغيرات التي تحدث على مستوى السعر نتيجة لحدوث تغيرات في أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية.

➤ **مخاطر الأساس:** تتعلق بالتأثير المختلف لقوى السوق على أداة أو قيمة أدواتين متميزتين أو أكثر، مستخدمتين في صورة مدججة.

➤ **مخاطر السيولة:** ترتبط بالتغيرات في القدرة على البيع أو التصرف في الأداة المشتقة في تصفية المركز ومن ثمة التأثير على قيمتها كما يمكن أن يرجع ذلك إلى عدم وجود عقود كافية أو عدم وجود أطراف كافية ترغب في الدخول في العقد.

➤ **مخاطر التقييم أو النموذج:** ترتبط بعدم اكتمال النماذج والافتراضات التي تكون لها الصلة في تقدير قيمة الأدوات المشتقة.

➤ **المخاطر التشغيلية:** وتتضمن الخسائر الناتجة عن عدم كفاءة النظام أو عدم كفاءة الرقابة أو أخطاء الائتمان أو سوء الإدارة والعلاج هنا هو العمل على زيادة الكفاءة والتشغيل بشكل عام.

➤ **مخاطر التسوية:** وهي مخاطرة تنفيذ المعاملات المتفق عليها ويتجلى أحد أشكالها في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها أنيا أو في نفس اليوم الخاص بالتنفيذ، غد قد تمتد مدة التسوية إلى عشرة أيام معدودة، مما ينجم عن ذلك تعرض احد أطراف العقد للخسارة نظرا لإمكانية تغير الأسعار بسرعة خلال تلك المدة، ولاسيما في يوم التنفيذ ذاته، ويمكن تقليل مخاطرة التسوية باستعمال شروط تصفية التسويات، - Payment netting Provision في الاتفاقيات الشاملة، وهذا يؤدي إلى تقليل مخاطر التسوية للاتفاقيات التي تتم بنفس العملة وتبقى مخاطرة كبيرة تتمثل في مشكلة التسديد بأكثر من عملة واحدة.

➤ **المخاطر الائتمانية:** ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الاقتصادية التي سيتعرض لها المستخدم الأجير في حالة عدم قيام الطرف الثاني بالوفاء بالتزاماته المالية، المنصوص عليها في العقد، وتقوم المنشآت في الغالب بإجراء حصر لمقدار مخاطر الخسارة التي تعتبر تكلفة استبدال الأداة المشتقة ويخفف الاشرط الخاص بالقيم الائتمانية المرتبطة ببعض الأدوات المالية المشتقة، كالعقود المستقبلية، وتتم هذه التسوية من خلال بورصة منظمة وفق لقواعد محددة.

➤ **المخاطر القانونية:** وهي المخاطر الناشئة عن التغيرات في البيئة القانونية، وكذلك غموض بعض الجوانب القانونية للمشتقات مما يؤدي على صعوبة تنفيذ العقود، فضلا عن عدم التوثيق الدقيق ونقص الصلاحيات وعدم وضوحها وصعوبة التنفيذ القضائي عند حدوث مشاكل، أو هي تلك المخاطرة الناشئة عن عدم تمثيل العقد وذلك بسبب عدم امتلاك بعض المتعاملين للصلاحيات في الدخول بالتعاقدات، وبذلك لن يكون هناك التزام قانوني للجهة المقابلة ومن ثم عدم القدرة على التنفيذ القضائي في حالة العسر والإفلاس، ذلك يجب التأكد على ضمان امتلاك الأطراف المتعاملة للصلاحيات التي تخولهم التعاقد باسم المصرف أو الشركة، ومن ثم إتباع الإجراءات القانونية في عملية التعاقد.

3.6.I نقد المشتقات المالية:

يرى بيتر داکر أن المشتقات المالية من أدوات القمار التي يجرى التعامل عليها في مونت كارلو ولاس فيجاس.

ووصف عدد من الأكاديميين تحت عنوان القيمة الاجتماعية للابتكار المالي أن هذه المشتقات ليست سوى بدعة أو أكذوبة كبرى مدفوعة من قبل المؤسسات الاستثمارية، وأنها قد اقترنت بتوقعات غير واقعية لعوائد أعظم ومخاطر أقل.

وعن حقيقة المشتقات المالية ومما وثقه الدكتور منير إبراهيم هندي في هذا الموضوع لما أشار له ستيفن لين سنة 1993- في وصفه للمشتقات في السوق الأمريكية قوله: «لم أرى موضوع المعرفة فيه محدودة، قدر موضوع المشتقات»، ويؤكد كذلك على الحاجة إلى مزيد من المعرفة عن تلك الأدوات التي اقتحمت أسواق المال وعن استخدامها.

II. أنواع المشتقات المالية:

سوف يتم فيما سيرد التطرق إلى أهم الأدوات المالية المستخدمة في الأسواق الرسمية وغير الرسمية، والتي تركز أساساً في العقود الآجلة، المستقبلية، الخيار وعقود المبادلات كما سنرى في شجرة المشتقات المالية، والتي تضم أهم الأنواع وتفرعاتها والتي تتمثل في:

II.1 عقود الخيار (الاختيارات): Options

تعتبر المشتقات المالية من أهم نتائج الهندسة المالية، والتي تمثل أدوات التعامل في السوق المالي، ولعل أكثر هذه الأدوات إثارة للذين يبيعون المخاطرة، والذين يقبلون على شرائها عقود الخيار، وستتطرق إليها من خلال عرض تاريخي، مفهومها، وأهم خصائصها.

II.1.1 عرض تاريخي لعقود الاختيار:

ترجع البداية الأولى للتعامل في عقود الاختيار إلى دولة الإغريق القديمة-550 سنة قبل الميلاد-، وإلى الفيلسوف الرياضي الفلكي "طالس"، فقد تنبأ طالس بأن بلاده سوف تشهد ندرة في ثمار الزيتون فقام بشراء عقود تعطيه الحق في شرائها في تاريخ معين مسبقاً، وهو الأمر الذي ترتب عليه إحراج السوق. وفي العصور الوسطى، كانت المضاربات على بصيالات النباتات لارتفاع أسعارها المستمر، فأنشأت سوقاً ثانوية نشطة لعقود اختيار الشراء وأما اختيار البيع فكانت تشتري من قبل الموردين، وأما السوق التي كانت تباع وتشتري من خلالها هذه العقود أنشأت في هولندا عام-1634 م-.

وبدأت عقود الاختيار بالظهور في- و.م.أ- قبل أفول القرن-18-، وتم إنشاء بورصة نيويورك ومع نهاية القرن-19- قام "راسيل ساج" المؤسس الحقيقي لتلك المعاملات بإنشاء سوق غير رسمية

للاختيارات، وفي عام-1934 م- صدر قانون يسمح بالتعامل في الخيارات ولكنها كانت تخضع لنظم ولوائح لجنة البورصة والأوراق المالية.

في عام-1973 م- شهد تغيرا ثوريا في عالم الاختيارات، قامت بورصة شيكاغو للتجارة بتأسيس بورصة للتعامل في الخيارات على الأسهم فقط، وفتحت هذه البورصة أبوابها للمتاجرة في عقود اختيارات الشراء في- 26 أبريل 1973 م-، بينما لم يبدأ التعامل على عقود خيار البيع إلا قبل-1977م- وكان التعامل عليها يتم في الأسواق الرسمية قصرا على التعامل في الأسهم في بورصة شيكاغو عام-1973 م-، غير أنه احتد إلى بورصة نيويورك، وبورصة فيلادلفيا، ثم إلى البورصات العالمية، ثم تطور ليغطي بقية المجالات التي يتم فيها تداول الأصول السلعية والمالية والمعادن النفيسة، فأصبح بوسع المتعاملين في هذه الأسواق التعامل في عقود الاختيار على الأسهم أو مؤشراتهما، والمعادن الثمينة والسلع الزراعية والأوراق المالية الأخرى (سندات وغيرها).

II.1.2 تعريف عقود الخيارات: هناك عدة تعاريف لآراء متعددة من أهمها:

لقد عرفها " يانيك ماركت" بأنها "حق شراء أو بيع بسعر محدد مسبقا لأصل معين خلال فترة زمنية معينة".

كما عرفها "شيف كروول" بأنها "عقد بين مشتري وبتاع، يعطي للمشتري حق في أن يبيع أو يشتري أصلا معيناً بسعر محدد سلفاً خلال فترة زمنية محددة مسبقاً ويلزم البائع بمقتضى هذا العقد تنفيذه إذا ما طلب إليه ذلك، وذلك بشراء أو بيع الأصل محل التعاقد بالسعر المتفق عليه بينما يمارس الشاري حقه في تنفيذ العقد أو فسخه دون أي التزام من جانبه اتجاه الطرف الآخر".

بينما عرفها شانس: "بأنه عقد بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، يعطي الشاري حقاً، وليس التزاماً عليه أن يشتري أو أن يبيع شيئاً ما في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه عند تحرير العقد".

أما الدكتور الحناوي فقد عرفها على أنها: "حق اتفاق يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية (وربما العملات أو السلع أو المؤشرات...) من طرف ثاني بسعر محدد متفق عليه مقدماً". وعرفها أيضاً بأنها "عقود تعطي لصاحبها بصفة الحق وليس بصفة الالتزام بشراء أو بيع سهم معيناً مستقبلاً".

ويتبين من جميع التعريفات المتقدمة أنها تتفق جميعاً في المضمون، وإن تباينت تبايناً محدوداً في حجم التفاصيل، وعليه ينصح أن مضمون الخيار يقوم بموجبه محرر العقد(أو بائع الخيار) بمنح مشتري العقد الحق(جواز التنفيذ) في أن يشتري منه، أو يبيع له، أو الاثنان معا أصل معين وبكمية معينة(غالباً) خلال فترة زمنية معينة أو بتاريخ محدد، تحرر الخيارات من قبل طرف ثالث يدعى متعهد الإصدار، والجهة المصدرة للسهم العادي، العلاقة بعقد لا يترتب عليه أية التزامات، فأطراف العقد هما المستثمر والمتعهد: وتسري

عقود الاختيار عادة على الأوراق المالية كالأسهم والسندات كذلك على مؤشرات الأسواق المالية، كما تسري أيضا على العملات الأجنبية.

II.1.3 تصنيف عقود الخيارات:

تصنف الخيارات إلى نوعين:

II.1.3.1 خيارات الاستدعاء (شراء): (Call options) هي الخيارات التي تعطي الحق لحاملها

بشراء عدد من الأسهم العادية (100 سهم) بسعر محدد يسمى سعر الضريبة الممارسة خلال مدة محددة مسبقا، حيث لا يترتب على حاملها أي التزام وله الحرية في ممارسة الخيار من عدمه، ولكن يمثل التزاما على محرر الخيار يتضمن تجهيز المشتري بالأسهم المتفق عليها بالسعر المحدد بالعقد وخلال فترة صلاحية الخيار، ويتم تنفيذ الخيار إذا كان سعر السوق أكبر من سعر الضريبة.

فعلى سبيل المثال لو كان السعر المتفق عليه عشرون (20) دينار، وإذا ارتفع سعر السهم إلى ثلاثين (30) دينار في السوق، ففي هذه الحالة على محرر الأسهم تجهيز المشتري بالأسهم المطلوبة، محققا خسارة تقدر بعشرة (10) دينار، في حين يحقق المشتري ربحا رأسمالي بقدر عشرة (10) دينار للسهم الواحد. أما إذا كان العكس وانخفض السعر في السوق بأقل من 20 دينار في هذه الحالة المشتري لا ينفذ عقد الخيار خلال الفترة المتفق عليها، ويحقق البائع ربحا يمثل قيمة العقد أي العلاوة، في حين يتحمل المشتري خسارة بنفس القيمة.

II.1.3.2 خيارات الطرح (البيع): (Put option) وهي عقود تعطي الحق لحاملها بيع عدد من

الأسهم العادية (100 سهم) إلى محرر الخيار (مثلا الجهة المصدرة للسهم موضوع العقد) طبقا للسهم المتفق عليه وخلال مدة صلاحية الخيار.

مثلا: حرر أحد الأطراف خيارا يلزمه بشراء أسهم عادية بسعر ثلاثين (30) دينار للسهم الواحد، متوقعا ارتفاع الأسعار خلال مدة صلاحيته، فإذا انخفض السعر خلال هذه المدة إلى عشرين (20) دينار، يلزم محرر الخيار بشراء الأسهم بسعر ثلاثين (30) دينار، فإن محرر الخيار يتحمل خسارة قدرها (30-20) = (03) دينار.

ويتضح مما تقدم أن ممارسة الخيارات أمرا مرهون برغبة المستفيد من الخيارات وتوقعاته، إذ يركز المستثمر اهتماماته بالخيارات، إما أن يجنب محفظته من الخسائر الكبيرة أو الحد منها.

II.1.4 خصائص عقود الخيارات: يمكن تلخيصها كما يلي:

- يعطي لصاحبه (لحامله) الحق دون أن يكون ملزما بأن يشتري أو يبيع الأصل المتفق عليه.
- الطرف الثاني لمحور العقد يكون ملزما بتنفيذ البيع أو الشراء عند تاريخ استحقاقه كما يحتوي العقد أيضا على:

☞ **سعر التنفيذ:** هو سعر الورقة المالية وقت إبرام العقد وعادة ما يكون هو السعر الجاري للورقة المالية في السوق.

☞ **سعر سوقي:** هو سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء أو ممارسة الاتفاق.

☞ **تاريخ التنفيذ:** هو تاريخ إبرام الاتفاق وهو عادة أو يوم لسيران الاتفاق.

☞ **تاريخ الانتهاء:** هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري الحق بممارسة أو تنفيذ الحق، والتاريخ هو آخر يوم متفق عليه في حالة الاختيار الأوربي، أو أي يوم يقع بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهاء العقد وفقا للاختيار الأمريكي.

☞ **المكافأة:** هو مبلغ متفق عليه يقوم مشتري حق الاختيار بدفعه إلى محرر العقد نظير أن يكون لمشتري الاختيار الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ الاتفاق.

5.1.II أنواع عقود الخيارات:

يمكن التمييز بين عدة أنواع لعقود الخيارات حسب مجموعة من المعايير:

1.5.1.II التصنيف على أساس الصفة: وينقسم إلى:

أ. **حق اختيار الشراء:** هو اتفاق يعطي الحق (وليس الإلزام) للمستثمر في شراء عدد معين من الأصول بسعر محدد مسبقا وخلال مدة معينة نظير مكافأة يقدمها للمستثمر.

ب. **حق اختيار البيع:** هو اتفاق يعطي حق للمستثمر (ولا يلزمه) بيع أصل من الأصول بسعر محدد مسبقا لطرف آخر يرغب في الحصول عليها في المستقبل.

الجدول رقم (2): مقارنة ما بين خيار البيع وخيار الشراء.

مشتري العقد (المال)		محرر العقد (البائع)		
الحقوق	الالتزام	الحقوق	الالتزام	
ينفذ أولا الخيار بالشراء للأصل محل التعاقد بسعر التنفيذ في موعد أو قبل الانتهاء من الصلاحية	دفع علاوة لمحرر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار	يتسلم علاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار	بيع الأصل محل التعاقد للمشتري وبسعر التنفيذ في موعد (أو قبل الانتهاء من الصلاحية)	خيار الشراء Call Option
ينفذ أولا الخيار بالبيع للأصل محل التعاقد وبسعر التنفيذ	دفع علاوة لمحرر العقد تمثل تكلفة شراء الخيار	يتسلم علاوة تمثل تكلفة الخيار من مشتري الخيار	شراء الأصل محل التعاقد من مالك الحق (إذا قرر	خيار البيع Put Option

			وبسعر	التنفيذ)	
				التنفيذ	

المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، الشروق، عمان، ط 2، 2007، ص.127.

II.2.5.1 حسب تاريخ تنفيذ العقد: وتنقسم حسب هذا المعيار إلى:

أ. حق الاختيار الأوربي: هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) غير أن هذا الحق يتم ممارسته أو تنفيذه في الموعد المحدد لانتهاه العقد.

ب. حق الاختيار الأمريكي: هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) غير أن هذا الحق يتم تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تنقضي بين إبرام العقد وتاريخ انتهاءه.

II.3.5.1 حسب ملكية الأوراق المالية: حسب هذا التصنيف تصنف إلى:

أ. عقود الاختيار المغطاة: هو حق اختيار شراء أو بيع أو هما معا، لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنها، وبمعنى آخر هي عقود يمتلك فيها محرر العقد (البائع)، الأصول موضوع العقد أي يستطيع أن يغطي التزامه بالبيع إذا اختار مشتري العقد تنفيذ العقد.

ب. عقود الاختيار غير مغطاة: هو حق اختيار شراء أو بيع أو هما معا، لا يكون فيه المستثمر مالكا بالفعل للأوراق المالية التي يتم التعاقد بشأنه.

II.4.5.1 حسب الربحية: ويمكن إبرازها كما هو موضح في الجدول:

الجدول رقم(3): أنواع الخيارات حسب الربحية

نتيجة الخيار	خيار الشراء	خيار البيع
الخيار المربح In The money	سعر السوق < سعر التنفيذ (تنفيذ العقد)	سعر السوق > سعر التنفيذ (تنفيذ العقد)
الخيار الخاسر Out of the Money	سعر السوق > سعر التنفيذ	سعر السوق < سعر التنفيذ
الخيار المتكافئ At the Money	سعر السوق = سعر التنفيذ	سعر السوق = سعر التنفيذ

المصدر: طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2001، ص. 46.

يحقق المستثمر أرباحا إذا كان السعر السوقي أكبر من سعر التنفيذ المحدد في العقد فعلى سبيل المثال إذا كان التنفيذ المحدد في العقد هو 1000 € وعند التنفيذ كان السعر 1400 € فإن مشتري العقد سوف يحقق أرباح قدرها 400 €، أما بائع العقد يكون خاسرا 400 € - ويكون عقد اختيار الشراء غير مربح

إذا كان السعر السوقي أقل من سعر التنفيذ كما في المثال السابق إذا انخفض السعر السوقي إلى 700 € مثلا بينما سعر التنفيذ المحدد في العقد 1000 € فإن مشتري العقد لن يختار التنفيذ، لأنه يشتري أصل بـ: 1000 € في حين أنه يباع في السوق بمبلغ أقل.

II.5.1.1 عقود الاختيار المزدوجة: وهي أنواع مستحدثة وجديدة ويقصد بها الجمع بين خيار البيع وخيار الشراء وبمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون شاريا للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعا لها، وذلك رهنا بمصلحة الشاري حيثما كانت، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان شاريا وإذا انخفضت كان بائعا وينقسم هذا النوع إلى:

أ. **عقد اختيار مزدوج لا يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع:** وهو أحد أصول عقود الخيار التي تحول لصاحب الحق أن يشتري من أو أن يبيع إلى بائع الخيار عددا معينا من الأسهم المسماة في العقد بسعر معين خلال فترة العقد، وينقسم هذا العقد بدوره إلى:

أ. **1 عقد خيار مزدوج مرجح لارتفاع الأسعار Stap:** ينطوي هذا العقد على شراء عقدي شراء وعقد خيار بيع واحد، وذلك إذا ما غلب على المستثمر الظن أن حركة الأسعار سوف تتجه إلى الصعود، وإن كان غير موقن بذلك ويتوجس خفية من تقلبات الأسعار في غير صالحه، ولذلك ينبغي عليه أن يجمع بين الحسنيين بشراء عقد خيار مزدوج يتحصن به في مواجهة المخاطر وأن يجني ثمار توقعاته من خلال زيادة حقوق الشراء على حقوق البيع.

أ. **2 عقد خيار مزدوج مرجح لانخفاض الأسعار Strip:** هي "عملية خيارية تتضمن مركزا طويلا في عقدي خيار بيع وعقد خيار شراء واحد وبمعنى آخر عقدي خيار بيع لكل عقد شراء وبنفس سعر التعاقد ولنفس مدة العقد". هذا التعريف يرى أن من يقوم بشراء عقد خيار مزدوج ليس لديه صورة تؤكد اتجاه الأسعار في مسار معين خلال مدة سريان العقد ويرى أن تعديلا طفيفا على صيغة العقد المزدوج يرجح زيادة حقوق خيار البيع أو حقوق خيار الشراء تأكيدا لما يعتقد أنه يغلب عليه الظن بهبوط الأسعار يستطيع أن ينشأ مركزا طويلا لعقد مزدوج مرجح لانخفاض الأسعار بشراء عقدي خيار بيع وعقد خيار شراء واحد.

ب. **عقد خيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن البيع:** هو عقد يتضمن شراء (خيار شراء وخيار بيع) في نفس الوقت وعلى نفس الورقة المالية محل التعاقد ولنفس مدة العقد وعلى خلاف العقد المزدوج الذي لا يتغير فيه سعر الشراء عن البيع فينطوي هذا العقد على سعر للشراء وسعر للبيع، وعليه يتجلى لنا الاختلاف بين خيار الشراء وسعر خيار البيع.

II.5.1.6 عقود خيارات أخرى: كما توجد مجموعة من الخيارات الأخرى يمكن إبرازها في:

أ. **عقود خيار الانتشار:** يضم خيار الشراء وخيار البيع غير أن السعر في خيار الشراء يتحدد بسعر الأصل زائد العلاوة وفي خيار البيع يحدد عند السوق بسعر الأصل ناقص العلاوة.

ب. عقود خيارات الانحياز للسوق: وهو يشبه خيار الانتشار، غير أن سعر التعاقد سواء في خيار الشراء والبيع يحدد عند السوق الأصلي المتعمد للخيار لحظة التعاقد، وبالتالي التداول يكون على شراء آني لخيار الشراء والبيع حيث لهما نفس السعر والأصل والمدة.

ج. عقود خيار الشدة: وهي نفس عقود خيارات الانحياز، ولكن بالنسبة لخيار الشراء حيث يضاف إليه خيار ثاني.

د. عقود خيارات السحب:

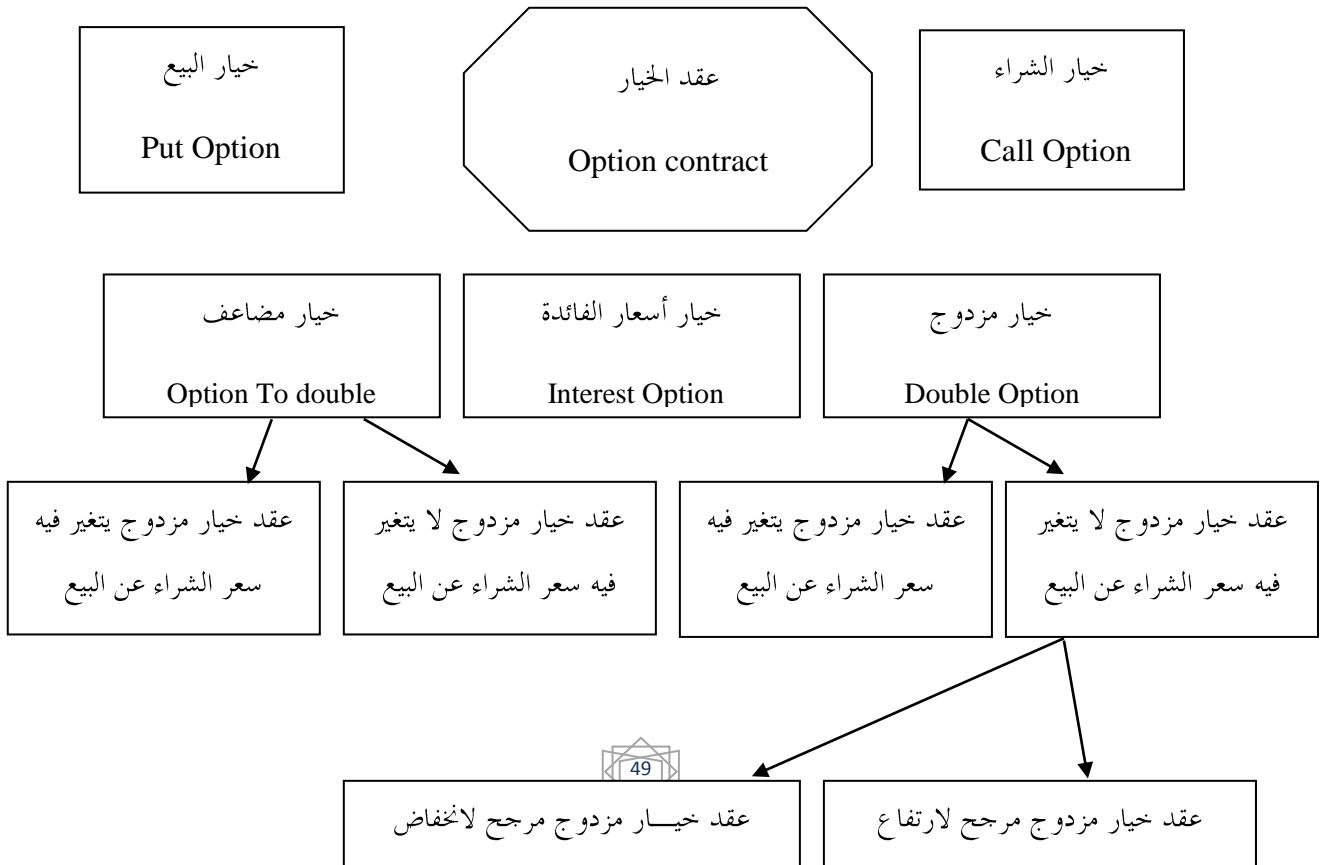
وهي تقابل خيارات الشدة، إلا أنها تتعلق بخيارات البيع حيث يضاف لها خيار ثاني.

هـ. عقد خيار بمضاعفة الكمية: يخول هذا العقد لحامله أن يضاعف الكمية التي اشتراها أو تلك التي باعها، إذا رأى تنفيذ العقد في صالحه خلال مدة العقد، ولكن نظرا لتعاضد المخاطر التي يتعرض لها بائع هذا الحق فإنه يتقاضى ضعف ثمن الخيار الذي يتقاضاه مقابل حق الخيار الذي يتقاضاه مقابل حق الخيار سواء كان خيار شراء أو خيار بيع، وينقسم هذا العقد إلى نوعين:

هـ-1 حق شراء الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها: ويخول هذا الحق لحامله أن يبيع لمن باع له حق الخيار الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها، إذا ما رغب في ذلك.

هـ-2 حق بيع الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها: ويخول هذا الحق لحامله أن يبيع لمن باع له حق الخيار الكمية المتعاقد إليها أو ضعفها إذا ما رغب في ذلك، والاختيار قد يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية في تاريخ لاحق بسعر جديد وقت التعاقد، والمشتري لاختيار الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه. والشكل الموالي يوضح لنا بالتفصيل هذه الأنواع.

الشكل رقم (2): يمثل أنواع عقود الخيار



المصدر: سمير رضوان عبد الحميد، المشتقات المالية، دار النشر للجامعة، مصر، ط 1، 2004، ص.144.

6.1.II مزايا عقود الخيارات:

توجه عقود الخيارات لتحقيق هدفين رئيسيين هما:

- ✓ تحقيق العوائد من فرقان الأسعار عند تقبلها في فترات قصيرة.
- ✓ تحوط من تقلبات السوق، وبالتالي تستخدم خيارات لتجاوز أو لتخفيف مخاطر السوق، ويتحقق هذا الهدف باستمرار للخيارات يمكن عندها البيع والشراء.

حيث تعتبر صمام أمان لعقود معينة، وفي الولايات المتحدة الأمريكية التي تضم أهم أسواق الخيارات مثل سوق خيارات شيكاغو، سوق الأسهم الأمريكية، هناك مؤسسات تصفية الخيارات تتوسط في إنجاز مهمات السوق الثانوية لخيارات الشراء أو البيع، حيث يقوم كل من الطرفين بعد التفاوض مع السمسار بالتعامل المباشر مع (OCC) لاستلام أو لتسليم حصص الأسهم وإنجاز الأنشطة الأخرى المتعلقة بالعقود المتفق عليها.

فضلا عن ذلك فإن المتاجرين أو السماسرة يقومون بشراء أو بيع الخيارات لحسابهم الخاص، وذلك بغرض تداولها في السوق المالي ولاحتفاظ بها حتى يجدون مستثمرين معروفين بالتحوط أو حتى مضاربون يبحثون عن فروقات الأسعار، وتستخدم الخيارات للتحوط ضد هبوط العوائد أو ارتفاع أسعار السندات التي سيتم شرائها في المستقبل، وكذلك بالنسبة للمقترضين لتجاوز مخاطر ارتفاع تكاليف الاقتراض، حيث يقوم البنك بشراء خيار البيع بسبب ارتفاع أسعار الفائدة وبالتالي يعمل على تحويل مستقبلات البنك إلى عقود سائلة لشراء ما يقابله من عقود مستقبلات بسعر السوق الأدنى، وبذلك يمكنه تعويض جزء من تكاليف الاقتراض الأعلى للبنك.

2.II العقود الآجلة والمستقبلية:

على الرغم من أنه جرت دائما التفرقة بين العقود الآجلة Forwad contracts والعقود المستقبلية Futures contracts على أنهما شيان مختلفان، إلا أنهما في الحقيقة وفي الأصل شيء واحد، فالعقود المستقبلية لغة واصطلاحا عقود آجلة، غير أنه تم التمييز بين تلك العقود التي تجري ترتيباتها Arrangements من خلال السوق غير الرسمية otc markets، وتلك العقود التي يتم عقدها من خلال السوق السمية.

1.2.II العقود الآجلة:

وستنطرق من خلالها إلى أهم التطورات التاريخية التي مرت بها البيوع الآجلة، تعريفها وأهم خصائصها، مع إبراز أوجه الاختلاف بينها وبين عقود الخيار.

1.1.2.II عرض تاريخي للعقود الآجلة:

لقد نما القطاع غير المنتج وازداد وزنه النسبي في الاقتصاد الرأسمالي، وحل صنع النقود محل صنع السلع والفائدة محل الربح، ولم يعد الاقتصاد الرمزي للمال والأثمان مرتبطا ارتباطا عضويا بالاقتصاد

الحقيقي للسلع والخدمات بوصف الاقتصاد الرمزي تعبيرا بالضرورة عن الاقتصاد الحقيقي، وتبرز المضاربة "بمفهومها الاقتصادي" بوصفها نشاطا جوهريا لرأس المال، لا يتحرك بهدف التصحيح- كما يزعم الزاعمون- وإنما يهدف الكسب والمزيد من الكسب لرأس المال.

لقد صار التعامل الآجل صناعة وأي صناعة إنها صناعة النقود، فيما وصفه بعض الغربيين بأنه انتقال الثروة من جيوب الكثرة إلى جيوب القلة.

وليس هناك ما هو أدل على أن صناعة النقود دخلت محل السلع من البيانات المنشورة لبنك التسوية الدولية التابع لصندوق النقد الدولي وتقرير البنك الدولي واللذان يجعلان الرأس تدور من فرط الدهشة إذ تشير البيانات المنشورة لبنك التسوية الدولية في أوت-2000- إلى أن قيمة العقود الآجلة في العالم قد قفزت إلى-390.1 تريليون دولار- في نهاية-1998-، بينما تشير البيانات الإحصائية كتقرير البنك الدولي عن نفس العام إلى حجم التجارة الدولية عن عام-1998- لم يتجاوز-6.8 تريليون دولار-

في الستينات كانت السوق الآجلة مرتبطة بحركة السلع وبظهور المشتقات لم يعد المضاربون في حاجة إلى التعامل في الأصول التقليدية كالأسهم والسندات، ولم يعد لهؤلاء حاجة إلى امتلاك الأصول المادية محل التقاعد حيث لم يعد التسليم أمرا ملزما، ويكتفي بالتعويض أو التسوية النقدية، ويكفي للدلالة على ذلك ما أثبتته بعض الكتاب الغربيين أن أقل من -2%- من العقود المستقبلية يجري تنفيذها في أسواق العقود المستقبلية، ولم يجد بعض الكتاب الغربيين غضاضة من تقرير حقيقة يحاول البعض إخفاءها، وهو أن أسواق العقود المستقبلية والخيارات قد لعبت دورا مدمرا في إحداث الانهيار الذي اجتاحت الأسواق العالمية في-19 أكتوبر 1987- والذي كان أشد ساء في أحداث الانهيار الذي اجتاحت هذه الأسواق عام-1929- وذهب بعض الكتاب الغربيين وهم بصدد توجيه النقد للعقود الآجلة بأنها من قبيل القمار المقنن، بل ذهب البعض الآخر في انتقادهم للأدوات التي يجري التعامل عليها في أسواق البيوع الآجلة والمستقبلية إلى أن العديد من الابتكارات لم تكن سوى بدعة أو كذبة كبرى مدفوعة من قبل المؤسسات الاستثمارية بقصد التربح.

II.2.1.2 تعريف العقود الآجلة:

أورد سمير رضوان العديد من التعاريف للعقود الآجلة في كتابه المشتقات المالية، عبرت هذه التعاريف عن وجهات نظر العديد من الاقتصاديين والكتاب الغربيين واختلاف آرائهم وهي كالتالي:
عرف "Chance" العقد الآجل بأنه "اتفاقية بين طرفين أحدهما مشتري والآخر بائع لشراء أو بيع سلعة أو خدمة في تاريخ مستقبلي لاحق وبسعر متفق عليه عند إنشاء العقد" بينما عرف "Antony saunders" العقد الآجل بالآتي:

"العقد الآجل هو اتفاقية تعاقدية بين مشتري وبائعه لمبادلة أصل بنقد في تاريخ لاحق، والمشتري والبائع يحددان السعر والكمية عند التعاقد، ولكن التسليم والتسلم لسند يستحق بعد-20 سنة- مقابل الثمن النقدي قد لا يتم".

بينما عرف صندوق النقد الدولي العقد الآجل بالآتي: "بمقتضى العقد الآجل يتفق الطرفان على تسليم الأصل محل التعاقد سواء كان حقيقيا أم ماليا بكميات معينة، وفي تاريخ معين وبسعر تقاعد متفق عليه، والعقود الآجلة ليست عقود مالية شرطية لأنها تنطوي على التزام بتسوية العقد في تاريخ معين".

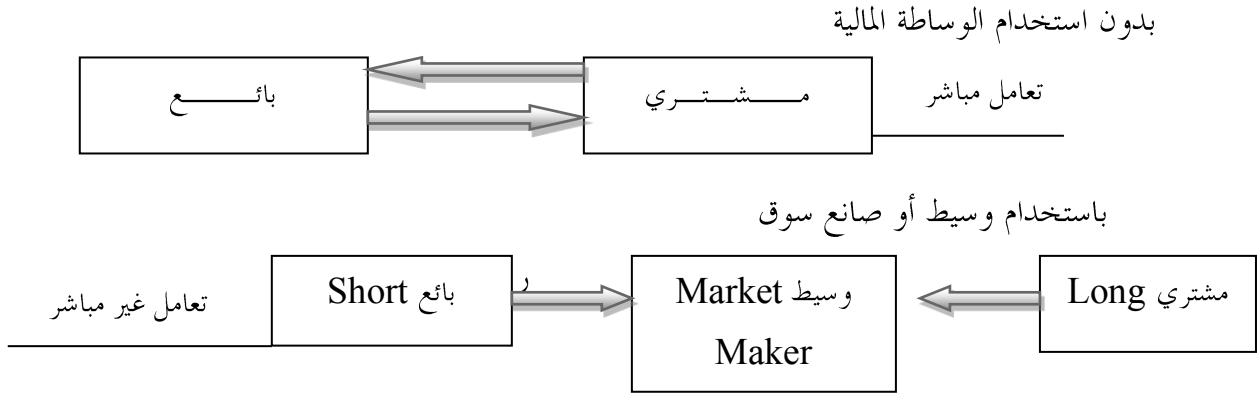
أما *kenntt gorbade* فيشير ابتداء إلى أن عقود التسليم الآجل بين المشتري والبائع من المسائل الشائعة في التجارة والتمويل، فالسلع الزراعية والصرف الأجنبية تم التعامل عليهما بيعا وشراء لتسليم مؤجل منذ ما يزيد عن قرن.

وعرف العقد الآجل بالآتي: "العقد الآجل هو اتفاقية ثنائية بين مشتري وبائع الأصل محل التعاقد، وسعر التسوية، وتاريخ التسوية من المسائل التي يتم التفاوض بشأنها وتكون محل اتفاق بين المتعاقدين، وفي تاريخ التسوية يقوم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد والمشتري بتسليم الثمن المتفق عليه مسبقا".

نصل من خلال مختلف التعاريف المتقدمة أن العمليات المالية الآجلة هي عقود مستقبلية الأصل مالي، أو هي عقود مستقبلية على مؤشرات حقوق الملكية، أو أوراق مالية ذات دخل ثابت والعملات، وهي تعطي المستثمرين فرصة أكبر لضبط خصائص المخاطرة والعائد الخاصة بمحافظهم المالية، وفي السنوات الأخيرة تصاعدت هذه الأهمية خاصة بعدما أصبحت أسعار الفائدة أكثر تقلبا واتجه المستثمرون للبحث عن تقنيات جديدة لتقليل من مخاطر مراكز حقوق الملكية.

لذلك يمكن القول أن العقود الآجلة قد ظهرت منذ زمن طويل وهناك دلائل تاريخية على ظهورها وخاصة فيما يتعلق بالعمليات الآجلة على السلع كالحبوب والأرز، فخلافا لأسواق الخيارات، فليس لدى هذه الأسواق ما تقدمه من تسهيلات، إذ ليس لهذه السوق وحتى وقتنا هذا مبنى أو كيان رسمي منظم كالسوق الرسمية، لذلك فإن التغيرات الجذرية التي حدثت في الأسواق المالية خلال السنوات الثلاثين الماضية قد خلفت حاجة حقيقية لأدوات مالية تسمح للمشاركين في السوق بالتعامل معها، والشكل الموالي يوضح شيء من التفصيل في ذلك.

الشكل رقم (3): التعامل على العقود الآجلة في السوق غير الرسمية.



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره،

ص.210.

3.1.2.II خصائص العقود الآجلة: وتمثل في:

- ✓ تكون بصفة عامة معيارية، بمعنى كل من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد.
- ✓ لا تتمتع بالسيولة، فإذا رغب البائع أو المشتري في الخروج من الاتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخص آخر يحل محله، ويقبل أن يتم بيع العقد له.
- ✓ تتضمن مخاطر الائتمان أو مخاطر العجز وهي ناشئة عن عدم قدرة أحد أطراف العقد الأجل على الوفاء بالتزاماته.
- ✓ يتحدد الربح أو الخسارة من العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي تم تضمينه في العقد خلال الاتفاق بين الطرفين.
- ✓ تتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد.
- ✓ إذا ارتفع سعر السوق أعلى من سعر التنفيذ فالمشتري يحقق مكاسب، بينما إذا هبط يخسر المشتري ويكسب البائع.
- ✓ كما أن العقود الآجلة تشبه العقود المستقبلية في كون كليهما من العقود الملزمة، وأن كل عقد منهما لا يتوقف على غيره أي يتوقف أداءها على أداء الأصول الأخرى كورقة واتجاه الأسعار للأصول المالية، وأسعار الفوائد، وأسعار الصرف وغيرها.

2.2.II العقود المستقبلية:

ومن أكثر الأدوات المالية أهمية إلى جانب عقود الخيارات، ما يعرف بالمستقبليات التي جرت العادة دائما على أنها عقود آجلة، إلا أنه في الحقيقة وفي الأصل هناك اختلاف جزئي بينهما، سنحاول التطرق إليه من خلال ما يلي:

II.2.2.1 تطور تاريخي للعقود المستقبلية:

خلال ما يزيد عن -120 عام- فإن بورصات العقود المستقبلية السلعية باشرت دورها في تنفيذ العقود على السلع الزراعية والمعدنية وغيرها، وفي عام-1971- سقط نظام "برتين وودز"، بدأت الاقتصاديات الغربية المتقدمة السماح بتعويم عملاتها بما يعني السماح بتقلب أسعار الصرف، مما فتح الطريق لقيام سوق النقد الدولي (IMM) والتي تعد سوقا معونة لبورصة شيكاغو للتجارة والتي تخصص في العقود المستقبلية على العملات الأجنبية، وكانت هذه أولى العقود المستقبلية التي أطلق عليها العقود المستقبلية المالية.

أما أول عقد مستقبلي على معدلات أسعار الفائدة فقد ظهر عام-1975-، عندما قامت بورصة شيكاغو بتنظيم عقود مستقبلية على الرهن العقاري الوطني الحكومي من خلال شهادات تعكس غلاف** معدلات أسعار الفائدة على الرهن العقاري.

وفي عام-1976-، قدمت سوق النقد الدولي (imm.) أول عقد مستقبلي على الأوراق المالية الحكومية وأدوات مالية أمريكية قصيرة الأجل لمدة -90 يوما- وهي أذون الخزانة.

وفي عام-1977- بدأت بورصة شيكاغو للتجارة في تنظيم أكثر العقود نجاحا في كل الأزمان في -الو.م.أ- وهي العقود المستقبلية على سندات الخزانة، وفي غضون فترة قصيرة أصبحت هذه الأداة من أكثر العقود نشاطا للتفوق على الكثير من العقود المستقبلية للحبوب والتي كان يجري التعامل عليها منذ ما يزيد عن مائة عام.

وفي عام -1980- تم تقديم احد العقود التي لقيت إقبال ناجحا وهي العقود المستقبلية على مؤشرات أسعار الأسهم.

II.2.2.2 تعريف العقد المستقبلي: وستتناول فيما يلي التعاريف الواردة بها من أجل فهم المصطلحات الحديثة:

عرفه شانس "العقود المستقبلية عقود آجلة شروطها نمطية ويتم التعامل عليها من خلال سوق منظمة، وتخضع لإجراء تسوية يومية تخصم من خلالها خسائر أحد الطرفين من حساب التامين المودع لدى غرفة المقاصة لتضاف إلى حساب الطرف الآخر".

أما "REILLY" فلم يضيف إلى التعريف السابق وإنما اجتزأ منه بعضه، فعرف العقد المستقبلي على أنه "اتفاقية توفر للمتعاقدين تبادل مستقبلي لأصل معين، في تاريخ تسليم مستقبلي معين، وفي مقابل مبلغ نقدي معين في تاريخ التسليم".

أما "BENTON" فقد استهل تعريفه للعقد المستقبلي بأهم سماته " هو عقد آجل قابل للتداول وهو اتفاقية على تسليم في تاريخ لا حق، أو تسليم لمقدار أو كمية محددة بجودة معينة لأصل معين بسعر معين".

بينما عرف "Adrian Buchley" صاحب المالية متعددة الجنسيات العقد المستقبلي "هو اتفاقية لشراء أو بيع كمية نمطية في أداة مالية معينة في تاريخ مستقبلي لا حق وبسعر متفق عليه بين الأطراف باستخدام أسلوب المناادة في قاعة السوق المنظمة للعقود المستقبلية".
ويضيف "Madura" أن العقود المستقبلية يتم التعامل عليها من خلال سوق منظمة، والتي تضع قواعد لها قوة الإلزام".

وستتناول فيما يلي التعريفات المقدمة من قبل كتاب عرب، والتي من أهمها:

عرف "د. فايز تيم، ومحمد مطر" العقد المستقبلي: "أنه الالتزام قانوني متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم للأخر أو (يستلم منه)، وبواسطة طرف ثالث (الوسيط)، كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محددة وبموجب سعر محدد".

وقدم "خالد وهيب الراوي" التعريف التالي "عقد المستقبلات هو اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين بتاريخ مستقبلي محدد، يحدد هذا العقد: 1- نوع الأصل المتداول، 2- كمية الأصل الذي يتم تداوله، 3- التاريخ الذي يتم فيه التبادل بين الأصل والمبلغ، 4- السعر الواجب دفعه للأصل".

ومن خلال ما تقدم نستخلص أن العقد المستقبلي يجري الترتيب له من خلال سوق منظمة، وهو اتفاقية بين مشتري وبيع على تبادل أصل مقابل نقد في تاريخ لا حق، البائع يطلق عليه صاحب المركز القصير، والطرف المشتري يطلق عليه صاحب المركز الطويل، يقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصل حقيقي (سلعة ما) أو أصل ورقي، (أسهم، سندات)، في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم، وذلك على أساس سعر يتفق عليه عند التعاقد، وعلى طرفي العقد وأن يودع كل منهما لدى السمسار الذي يتعامل معه مبلغا نقديا أو أوراق مالية حكومية، أذون الخزانة على الأخص، تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد، يطلق عليها الهامش المبدئي الغرض منها إثبات الجدية وحسن النية في الطرفين، كما يستخدم لأغراض التسوية اليومية إذا ما تعرض أحد الطرفين للخسائر نتيجة لتغير سعر الوحدة محل العقد في غير صالحه.

II.2.3 خصائص العقود المستقبلية: من أهم خصائصها:

- ✓ نمطية شروط التعاقد، فلا تتباين العقود من عقد لأخر ولا تخضع لرغبة المتعاقدين كما هو الحال في العقود الآجلة من حيث حجم العقد وصفاته أو جودته.
- ✓ ولأن هذه العقود يجري التعامل عليها من خلال السوق الرسمية، لذلك فإنه تكون قابلة للتداول وتحرر بذلك المتعاقدين من التزامهم بتسليم أو تسلم العقود عليه.
- ✓ المتعامل في هذه العقود يودع تأميناً لا يتجاوز 20% من القيمة الكلية للعقد وذلك خلافاً للعقود الآجلة التي يجري التعامل عليها في السوق غير الرسمية والتي لا تتطلب إيداعاً مثل هذا التأمين من أي طرف من أطرافها.

✓ العقود المستقبلية لا يقبل المتعاقدون عليها بغرض الحصول على الأصل محل التعاقد، بل إن هذا المقصد يكاد يتضاءل لدرجة العدم حيث يجري استخدام هذه العقود لأغراض المضاربة، أو نقل المخاطرة أو مجرد المراهنة على محض اتجاهات الأسعار.

✓ بوسع المستثمر في السوق الرسمية أن يتجنب الاستلام الفعلي للسلعة من خلال بيع العقد لأخر.

✓ تحديد الثمن الحقيقي للأصل محل التعاقد في مستهل عقد الصفقة.

✓ العقود المستقبلية توصف جميعها بأنها "Marked to Market" بمعنى أنها تخضع للتسوية اليومية فيتم تعديل ثم التعاقد يوميا كلما تغير سعر الأصل محل التعاقد.

II.2.2.4 أنواع العقود المستقبلية: يتم تداول العديد من السلع والمعادن والأوراق المالية، في أسواق العقود المستقبلية ويمكن تلخيص أهمها في:

✓ السلع الغذائية: ككاو قهوة، سكر.

✓ القطن، المعادن: النحاس، الذهب، الفضة، البلاتين.

✓ الأخشاب.

بالإضافة إلى السلع يوجد العديد من العقود المستقبلية أهمها:

✓ أسعار الفائدة، أذونات الخزينة.

✓ مؤشرات الأسهم "S P500".

✓ العملات: الين، الأورو... الخ.

II.2.2.5 ميكانيزم العقود المستقبلية: يبين لنا الشكل الموالي ميكانيزم العقود المستقبلية، ودور كافة الأطراف التي تشارك في صناعة هذه العقود بدءا من لحظة إنشائها إلى أن تتم تسويتها وفقا للخطوات التالية:

✓ يعطي كل من الشاري والبائع تعليماته لشركة الوساطة المالية التابع لها كل منهما لتنفيذ الأمر.

✓ تطلب شركة الوساطة المالية التابع لها الشاري والأخرى التابع لها البائع من ممثليها بالبورصة تنفيذ الأوامر الصادرة إليهما.

✓ يلتقي الوسيط المنفذ للمشتري مع الوسيط المنفذ للبائع بالقاعة المخصصة ببورصة العقود.

✓ يتم إرسال تقرير بعملية التعاقد من بورصة العقود لغرفة المقاصة والتسوية.

✓ يقوم الوسيطان المنفذان قاما بتنفيذ عملية التعاقد بإخطار شركة الوساطة التي يتبعها كل منهما بالسعر الذي تم به التعاقد.

✓ تقوم شركة الوساطة التابع لها الشاري والأخرى التابع لها البائع بإخطار الشاري والبائع بسعر التعاقد.

✓ يودع كل من الشاري والبائع تأمينا لدى شركة الوساطة التي يتبعانها ما بين 5% إلى 18% من القيمة الكلية للعقد.

- ✓ تودع كل من الشركتين التأمين المودع لديها في شركة التسوية التي تتبع كل منهما.
- ✓ تقوم شركتنا التسوية بإيداع التأمين المودع لديها، لدى غرفة المقاصد والتسوية.
- ✎ دور غرفة المقاصد: تعد وسيطا وضمانا لكل عملية تعاقد وفي غيابها يصبح كل من البائع والمشتري مسؤولا أمام بعضهما البعض عن تنفيذ العقد، حيث تضمن للمشتري قيام البائع بالوفاء بالتزاماته، وتضمن للبائع التزام الشاري في الوفاء بالتزاماته، وتقوم بتسجيل جميع العمليات.
- ✎ التسويات اليومية: تعتمد غرفة المقاصد على التأمين الابتدائي الذي يقوم بإيداعه كل من البائع والمشتري لدى غرفة المقاصد فيما بعد ضمانا لعدم توقف الأطراف عن الوفاء بالتزاماته، ويودع هذا التأمين في حساب العميل لدى غرفة المقاصد، وإذا اتجهت الأسعار في صالح العميل يضاف الفارق بطريقة آلية لحسابه، وإذا اتجهت الأسعار في غير صالحه يخصم الفرق من حسابه، وقد يتلقى العميل ما يسمى margin call من شركة الوساطة المالية التابع لها لكي يودع تأمينا إضافيا للحفاظ على رصيد التأمين عند الحدود المطلوبة.

3.2.II أهم وجوه الخلاف بين العقود الآجلة والمستقبلية:

من خلال ما سبق نجد أن العقود الآجلة والعقود المستقبلية هما شيان متماثلان، ولكن التمييز يكمن في أن العقود المستقبلية يتم عقدها من خلال السوق الرسمية وهي سوق منظمة تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد، وعقودها جميعا نمطية، ولا تخضع لتفصيلات الأفراد كما هو الحال بالنسبة للسوق غير الرسمية التي يجري على مستواها عقد إبرام العقود الآجلة والتي تخضع لتفصيلات واحتياجات الأفراد أو الجهات الراغبة في عقدها.

ووجود وجوه أخرى للاختلاف بين العقود الآجلة والمستقبلية والتي نتجت عن إخضاع هذه العقود للقواعد والقوانين الحاكمة للتعامل في الأسواق الرسمية لا يغير من طبيعة هذه العقود من حيث كونها جميعا عقودا آجلة.

وقد ذهب صندوق النقد الدولي إلى تأكيد هذه الحقيقة من خلال الدراسة التي أعدها عن المشتقات المالية بقوله: "إن العقود الآجلة التي يجري التعامل عليها في سوق منظمة يطلق عليها (العقود المستقبلية)".

وتشير هذه الدراسة إلى وجوه التقارب الشديد بين كل من العقود الآجلة والعقود المستقبلية:

- ✓ أن كليهما من العقود الملزمة.
- ✓ وأن كل عقد منهما لا يتوقف على غيره.
- وفيما يلي نوجز أهم المختلفة بين العقدين:
- 1. بينما يجري التعامل على العقود الآجلة في السوق غير الرسمية فإنه يجري التعامل على العقود المستقبلية في السوق الرسمية.

2. العقود المستقبلية جميعها نمطية في بنودها وشروطها بخلاف العقود الآجلة التي يجري تفصيلها وفقا لرغبة وتفضيلات المتعاقدين.
3. العقود المستقبلية تخضع للتسويات اليومية وفقا لحركة واتجاهات الأسعار وسعر التسوية الذي تقررته لجنة من غرفة المقاصة يوميا حيث يتم تقويم وتحديد الفرق لمركز كل من المتعاقدين بين سعر التسوية الحالي (الذي يمثل متوسط أسعار اليوم) وسعر التسوية لليوم السابق وذلك من خلال التسوية اليومية، أما العقود الآجلة فرغم أن جمهور الكتاب يذكرون أن هذه العقود لا تخضع للتسويات اليومية إلا أنه ورد في أحد المراجع أن العقود الآجلة قد تخضع وقد لا تخضع لنظام التسوية اليومية، وأن ذلك يتوقف على رغبة طرفي العقد.
4. في العقود المستقبلية يقوم طرفي التعاقد بإيداع تأمين ابتدائي لدى غرفة المقاصة والتي تقوم بدورها كوسيط وضامن لكل عملية تتم من خلال بورصة العقود بينما لا يوجد التزام على المتعاقدين في العقود الآجلة في إيداع هذا التأمين.
5. بخلاف للعقود الآجلة فإن العقود المستقبلية غير ملزمة رغم أن أغلب الكتاب يتفقون على أن كل من العقود الآجلة والمستقبلية ملزمة.

الجدول رقم (4): بعض الاختلافات بين العقدين.

وجه المقارنة	العقود الآجلة	العقود المستقبلية
نوع العقود	شخصية ويتم التوصل إليها بالتفاوض بين أطراف العقد.	نمطية وتتداول في سوق منظمة هي البورصة.
ثبات السعر المحدد في العقد	يظل السعر ثابت خلال فترة العقد ويتم دفع المبلغ الإجمالي من المشتري إلى البائع في نهاية مدة العقد.	يتم مراقبة الأسعار بصفة يومية وهذا يعني أن سعر العقد سوف يعدل كل يوم حسب السعر المستقبلي لتغيرات الشيء محل العقد ولذلك فإن تسوية تقنية فعلية سوف تحدث بين البائع والمشتري استجابة لملاحظة التحركات السوقية في أسعار العقد.
تسليم الأصل محل التعاقد تتضمن كلا من المستقبلية شروط ومواصفات للتسليم	يتم إنهاء العقد بالتسليم عادة.	لا يتم عادة إنهاء العقد بتسليم الأصل أو الشيء موضوع العقد، وفي حقيقة الأمر فإن نسبة لا تتجاوز 2% من العقود المتداولة يتم إنهاءها بالتسليم.
سوقية المكاسب والخسائر لأطراف العقد	لا يتم مراقبة التحركات السوقية بصورة يومية ولذلك لا توجد تدفقات نقدية قصيرة، كما لا توجد متطلبات هامش مبدئي.	يتم مراقبة التحركات السوقية في نهاية كل يوم تعامل، ولذلك فإن العقود المستقبلية يترتب عليها تدفقات نقدية قصيرة الأجل، حيث يتطلب الأمر إيداع هامش (مبلغ من المال) لكل من المشتري والبائع، وهذا الهامش سوف يعكس التحركات السعرية للأصل موضوع العقد، فمع كل تغير في السعر يحقق أحد أطراف العقد مكسبا يضاف للهامش ويجوز سحبه، ويحقق الطرف الآخر خسارة يجب إيداعها مرة أخرى ليصل الهامش إلى الحد المطلوب.
المزايا	* مرونة في التفاوض على أي شروط مرغوبة في طرفي العقد. * سهولة الاستخدام.	* تنطوي على مخاطرة الائتمان قليلة مقارنة بالعقود الآجلة. * تكون أكثر سيولة من العقود الآجلة لأي طرف إذا رغب في تصفية موفقة في أي يوم يستطيع أن يدخل في مركز عكس مركزه الأصلي، فإذا كان قد دخل كمشتري أن يصفى مركزه بالدخول كبائع في عقد مائل والعكس صحيح.
العيوب	* يتعرض أطراف العقد الآجل لمخاطرة الائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة أحد طرفين العقد على الوفاء بالتزاماته. * أقل سيولة، حيث لا يتمكن أي طرف من الخروج من	* لأن العقود نمطية ومحددة الشروط بواسطة البورصة، لذلك لا يمكن تطويعها لتلبية رغبات أطراف العقد.

3.II عقود المبادلات:

رغم أن المبادلات من العقود الآجلة إلا أنه لم يجر تصنيفها كذلك على أساس أنها من غير جنسها ولما لها من خصوصية تنفرد بها عن سائر العقود، وسنحاول فيما يلي التطرق إلى تعريفها وأهم خصائصها وأنواعها.

1.3.II تعريف عقود المبادلات:

هناك عدة تعريفات لكتاب مختلفين من أهمها:

عرفها بعض الكتاب بأنها "اتفاق تعاقدى بين طرفين على تبادل تدفقات نقدية معينة في تاريخ لاحق".

بينما يعرفها صاحب "the business of investment banking" بأنها: "اتفاقية بين طرفين على تبادل مدفوعات على أساس مقدار معياري (أو قياسي) متماثل".

كما يعرفها "goost" بقوله: "أنها في الحقيقة عقد آجل، ولكنها أصبحت ذات أهمية خاصة في الأسواق المالية، وقد توصف بأنها اتفاقية بين طرفين على تبادل نوع من الأصول في مقابل آخر في تاريخ لاحق".
بينما عرفها صاحب معجم المشتقات بأنها: "تتضمن تبادل المدفوعات بين طرفين بغرض نقل المخاطرة من طرف إلى آخر سواء بقصد التحوط أو لأسباب مضاربة".

أما الدكتور طارق عبد العال حماد فقد عرفها كما يلي: "المبادلات عبارة عن اتفاقية خاصة بين شركتين لتبادل التدفقات النقدية في المستقبل وفقا لصيغة مرتبة أو معدة مسبقا".

وحسب الدكتور محمد مطر فهي: "اتفاق تعاقدى بواسطة وسيط بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق ويتعهدان بموجبه إما على مبادلة الدفعات التي تترتب على التزامات كان قد قطعها كل منهما للطرف الآخر وذلك دون إخلال بالتزام أي منهما اتجاه الطرف الثالث غير المشمول بالعقد أو بمقايضة المقبوضات التي تترتب لكل منها على أصول يمتلكها وذلك دون الإخلال بحق كل منهما لتلك الأصول".

وبصفة عامة فعقود المبادلات هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة (مستقبلية) لذلك فهي سلسلة من العقود الآجلة لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، فصلية، سنوية...)، كما أنه عقد ملزم للأطراف يستخدم عادة لتغطية المخاطر،

وعلى الرغم من توسيع المبادلة لتشمل أنواع عديدة من الأصول إلا أنها غالباً ما تتركز في أدوات دين تدعى بمبادلة أسعار الفائدة، أو مبادلة عملات.

II.3.2 خصائص عقود المبادلات:

تتميز هذه العقود بمجموعة من السمات :

- ✓ مقايضة بين الطرفين مع إمكانية تحول طرف ثالث عند وجود مخاطرة ائتمانية غير متبادلة مثل صرف مقابل رسم قليل، بغرض إجراء الترتيب والمتابعة.
- ✓ مقاصة حيث تشمل العوائد للأطراف الثلاثة معاً.
- ✓ الحصول على الفرق بين معدلات الإقراض في السوق المعومة والجديدة.
- ✓ أداة لإدارة المخاطر والتحوط.
- ✓ أداة منخفضة التكلفة.
- ✓ تتمتع بمرونة مالية.

كما يتكون عقد المقايضة أو المبادلة من عدة عناصر رئيسية هي:

- ✓ طرفي العقد.
- ✓ الالتزام بالأصل المشمول بعقد المقايضة.
- ✓ قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المقايضة.
- ✓ العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات.
- ✓ السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليها.
- ✓ مدة سريان العقد.

II.3.3 أنواع عقود المبادلات:

هناك عدة أنواع لعقود المبادلات من أهمها:

II.3.3.1 عقود مبادلات أسعار الفائدة: يتم التعامل بهذا النوع من العقود في أسواق المال وذلك بسبب اختلاف ملائمة المقترضين من جهة واختلاف توقعات المتعاملين في هذه السوق من جهة أخرى، والهدف الرئيسي من استخدام عقود المقايضة لأسعار الفائدة هو تخفيض تكلفة التحويل وذلك عن طريق توقع الاتجاهات المحتملة لمسار الفائدة السوقية، يحدث ذلك مثلاً عندما تتفق مؤسسة مصدرة للسندات كديون متغيرة مع مؤسسة أخرى مصدرة لسندات ثابتة على المبادلة وذلك لأن لكل مؤسسة نظرة للأمر من زاوية مختلفة، فالأولى من مصلحتها استبدال معدل الفائدة المتغير عن القرض بمعدل فائدة ثابت، ورأت المؤسسة الثانية عكس ذلك طبقاً لظروف وتوقعات كل منهما، وهكذا التقت مصلحة الطرفين عند انجاز عقد المقايضة.

وتوجد هناك صور أخرى لمبادلات أسعار الفائدة وإن كانت أقل شيوعاً وأدى أهمية نذكر منها:

أ. **المبادلات المختلطة:** هي مزيج أو خليط من مبادلات أسعار الفائدة ومبادلات العملة، وتعرف أحيانا أنها "Quanto" ، ومن خلال هذا النوع من المبادلات فإن أحد الأطراف يقوم بدفع الفائدة بسعر فائدة لعملة ما بينما المقدار الذي تحتسب على أساسه الفائدة يتعلق بعملة أخرى.

ب. **المبادلات مزدوجة التعويم:** هي مبادلة يقوم من خلالها طرفي العقد بأداء دفعات بأسعار معومة وإن كان كل سعر يختلف عن الآخر، ويستخدم هذا النوع من المبادلات حينما يكون أحد الأطراف مشتركا في عملية أخرى والتي يتم من خلالها استلام أو أداء دفعات على أساس سعر فائدة معوم كأحد صور التغطية.

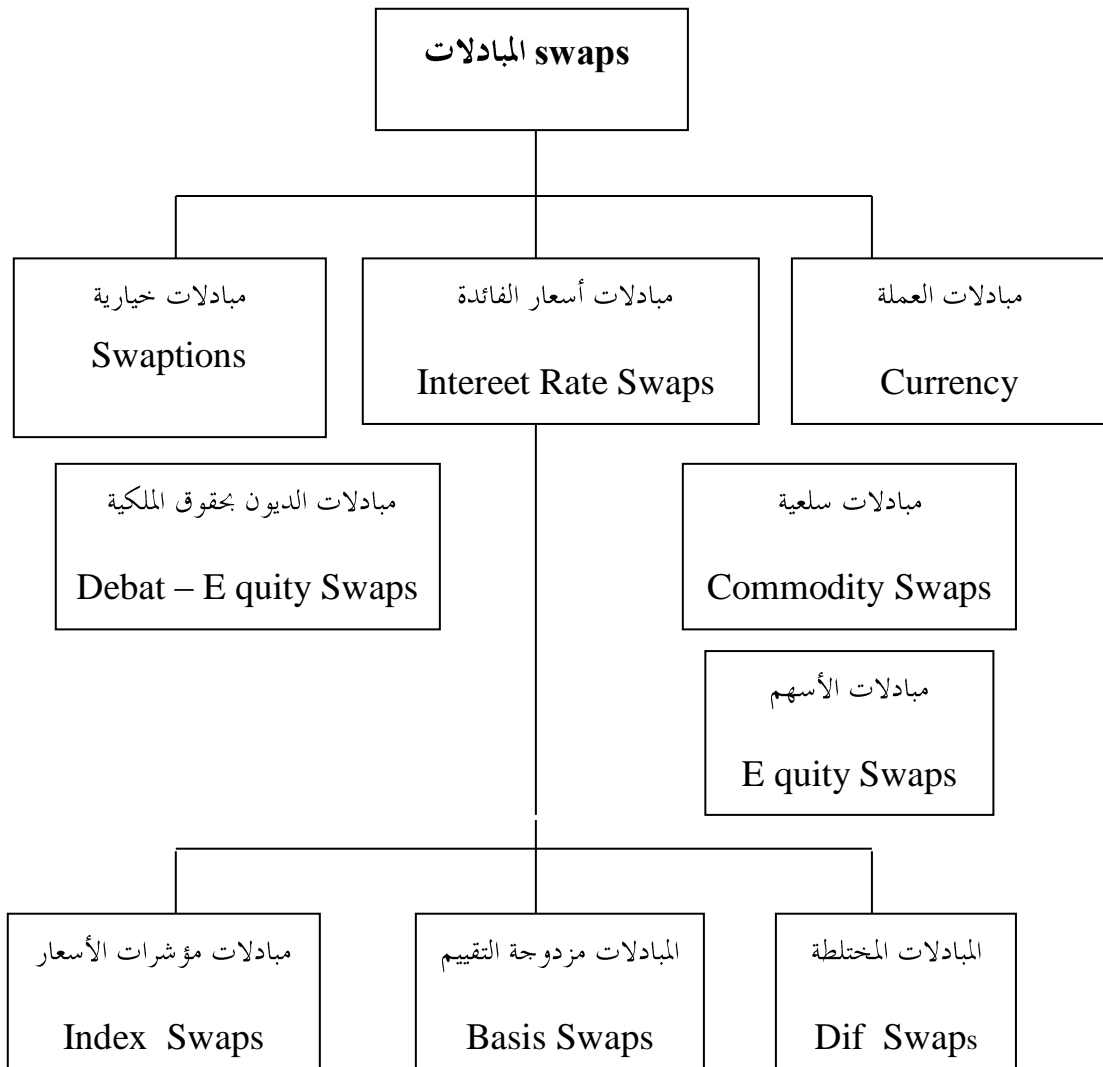
ج. **مبادلات مؤشرات الأسعار:** ويطلق هذا النوع على أية مبادلة إذا ما كانت مدفوعات أحد طرفي التعاقد وفقا لإحدى مؤشرات الأسعار كمؤشر S&P500، كما يطلق ذات المسمى على أية مبادلة إذا ما كانت مدفوعات أحد الطرفين ترتبط بمؤشر معين بينما ترتبط مدفوعات الطرف الآخر بمؤشر آخر.

II.3.3.2 عقود مبادلات العملات: وفي ظل هذه العقود عادة ما يتم شراء أو بيع عملة مقابل أخرى في السوق الجاهز، وفي نفس الوقت تجري عملية متزامنة في السوق الآجل وذلك لبيع العملة التي سبق شراؤها أو شراء العملة التي سبق بيعها، وتوفر عقود مبادلة العملات للمستثمر عنصر السيولة من عملة معينة يحتاجها عن طريق مبادلتها بعملة أخرى لديه فائض منها.

II.3.3.3 عقود المبادلات السلعية: المبادلة السلعية واحدة من منتوجات السوق غير الرسمية والتي يجري تفصيلها وفقا لمتطلبات من يقوم بعملية تحوط ضد المخاطر، خاصة في مجال الطاقة ويغري نمو الأسواق المبادلات السلعية إلى القيود المفروضة في السوق الرسمية على المتحوظين والمضاربين والتي تنطوي على عملية تنميط غير مرنة للعقود في هذه الأسواق.

II.3.3.4 عقود المبادلات الاختيارية: إذا اتفق طرفان على استخدام الخيار على إحدى المبادلات فإن ذلك يشار إليه على أنه مبادلة خيارية وهو ما يطلق عليه Swaption ويجري استخدام هذه العقود من قبل المؤسسات التي تشعر بالقلق من أية تغيرات مستقبلية في سعر الفائدة في غير صالحها، وكذا من قبل مديري مخاطر أسعار الفائدة ذلك أن المنشآت التي تقترض بسعر معوم عرضة دائما لارتفاع أسعار الفائدة.

الشكل رقم (4): أسواق المبادلات.



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص.235.

4.II أنواع أخرى من المشتقات:

توجد أنواع أخرى من المشتقات تمثل تركيباً لنوعين أو أكثر من المشتقات الأساسية وهو ما يطلق عليه بمشتقات المشتقات، وجميعها تهدف إلى تلبية الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وتوفير قدر كافٍ من الحماية ضد المخاطر ومن هذه الأنواع:

1.4.II الـ "cap" أو المعدل السقف:

الـ: "cap" هي أداة تسمح للمستثمرين الذين يستخدمون رؤوس الأموال معوض عليها بمعدل فائدة متغير، بأن يحنموا في مواجهة ارتفاع المعدل المذكور، مع احتفاظها بإمكانية الاستفادة من انخفاض محتمل لهذا المعدل، والـ "cap" هي أيضاً صالحة بخصوص المعدلات الثابتة خلال الفترة التي تسبق التوظيف.

أما فيما يخص خصائص الـ "cap" فتتمثل فيما يلي:

- ✓ عقد بالتراضي.
- ✓ تقنية حماية مع إمكانية تحقيق ربح.
- ✓ إمكانية ضمان معدل فائدة على استحقاقات تصل إلى عشر سنوات.
- ✓ دفع علاوة.

حيث توفر الـ: "cap" لحائزها سلسلة من خيارات الشراء مع ضمانة هي المعدل الأقصى المعروف بالمعدل السقف، يتلقى البائع علاوة ويدفع للمشتري فارق الفائدة بين المعدل المرجح والمعدل المضمون للـ: "cap".

2.4.II الـ "floor" أو المعدل العتبة:

الـ "floor" هو خيار يسمح لمشتريه بأن يحتزز في مواجهة انخفاض المعدلات النقدية دون مستوى العتبة مقابل دفعه لعلاوة.

عند كل تحديد للمعدل المتغير المرجح يقارن هذا المستوى الملاحظ مع معدل عتبة مضمون، فإذا كان المعدل الملاحظ أدنى من المعدل المضمون يسد البائع فارق الفائدة إلى مشتري الـ: "floor" هذه الأداة تسمح إذن للمشتري بالاستفادة من ارتفاع في المعدلات النقدية، مع احترازه في مواجهة انخفاض هذه المعدلات دون المستوى العتبة، أي سعر تنفيذ الـ: "floor".

3.4.II الـ "collar" معدل السقف والقاعدة:

وهي مزيج من السقوف والقواعد، يتم من خلاله تحديد حدود عليا وحدود دنيا للخسائر الناشئة عن تقلبات أسعار الفوائد، أو هي عملية لشراء السقف المترامن مع بيع القاعدة، فالعلاوة المقبوضة مقابل بيع القاعدة تقابل لدرجة أكبر أو أقل تكلفة السقف، وهي تعتمد على الأسعار المتفق عليها للنوعين من المكونات، فإذا كانت تكلفة السقف مساوية للتحصيلات النقدية من القاعدة، فإنه لا توجد هناك علاوة، وتسمى الأداة عند ذلك بقاعدة السقف ذي التكلفة الصفرية "zéro cost. collar".

خلاصة الفصل:

يمكن أن نستخلص من هذا الفصل أن اعتماد المستثمرين على المشتقات المالية باعتبارها عقوداً تشتق قيمتها من الأصول موضوع العقد على اختلاف أنواعها من عقود خيارات، عقود آجلة ومستقبلية، عقود المبادلات بالإضافة إلى مشتقات المشتقات، فإذا كان استخدامهم لها بطريقة صحيحة سيحققون من ورائها مكاسب خيالية وتغطية كاملة لاستثماراتهم لكن إذا تم استخدامها بطريقة خاطئة ستحول من أداة لتغطية المخاطر إلى أداة تحمل مخاطر أكبر.

الفصل الثالث:

مؤشرات وكفاءة البورصة

تمهيد

تعتبر المعلومات الركيزة الأساسية في تعاملات السوق المالية، ومن أهم مصادرها نجد مؤشرات الأسعار التي تعد أداة إحصائية تعكس تطور البورصة وتقيس حالة السوق المالية كما تستعمل للتنبؤ بالحالة الاقتصادية للدولة والسوق في المستقبل، وتعتبر مرجعا للحكم على أداء المحافظ المالية ومسيرها. وحتى تقوم هذه المؤشرات بالدور المنوط بها يجب أن تتسم البورصة بقدر مقبول من الكفاءة، حيث تمثل فرضية الكفاءة المعلوماتية للأسواق المالية، دون شك، أحد الأعمدة الرئيسية للمالية الحديثة خاصة وأن الكثير من النظريات التي تهتم بمجال تقييم الأسهم والأصول المالية الجديدة تركز أساسا على صحة هذه الفرضية. وبما أن الحصول على المعلومات واستعمالها يلعب الدور الرئيسي في اتخاذ القرارات الاستثمارية فإنه ليس من الصعب تبرير الاهتمام الكبير المخصص للأبحاث المتعلقة بمؤشرات البورصة وكفاءة الأسواق المالية سواء من طرف الباحثين الأكاديميين أو من طرف المتعاملين.

I. مؤشرات البورصة

تحتل مؤشرات البورصة أهمية كبيرة في الحياة المالية، فهي تمثل أحد مصادر المعلومات التي يحتاجها المستثمرون والمضاربون في الأوراق المالية. إذ توضح اتجاه الأسعار في البورصة، أو على الأقل تعطي فكرة عن سلوك السوق بصفة عامة. تعد مؤشرات البورصة، في الأصل، المقياس (البارومتر) المركز والأساسي لمجموع الأوراق المالية المسجلة والمتداولة في أي سوق مالية، حيث تقوم كل بورصة بحسابها من خلال المعلومات الإحصائية المتوفرة في لحظة معينة، لتعطي صورة موضوعية لنشاطها وأدائها. على هذا الأساس أخذت المؤشرات وزنا كبيرا وأهمية متزايدة في أداء أسواق الأسهم، خاصة وأنها أصبحت تمثل وسائل يقع على عاتقها نشاط أسواق المشتقات وبعض تقنيات تسيير وإدارة المحافظ المالية وكذا صناديق الاستثمار.

I. 1 مفهوم مؤشرات البورصة

على الرغم من الاستعمال المكثف في الأدبيات لمصطلح مؤشر فإنه لا يبدو معرفا بشكل واف. فالتقواميس تعرف المؤشر بأنه المعطى "الذي يشير إلى شيء آخر" لكن بالاستعمال الفعلي كثيرا ما يتم الخلط بين الإحصاءات والمتغيرات والمؤشرات.

لكي يسمى متغير اقتصادي معين "مؤشرا" عليه أن يمثل بعض العوامل التي تشكل إحدى العمليات الاقتصادية أو حالتها. ويمكن للمؤشر أن يشكل قياسا مباشرا وكاملا لعامل محدد من الاقتصاد ويكون بذلك مؤشرا اقتصاديا باعتبار أن الجانب الذي يقيسه هو هدف أو عنصر من عناصر الاقتصاد. وعندما يكون هذا الهدف أو العنصر غير قابل بذاته للقياس، فإن المؤشر يُخدم بالدرجة الأولى الإشارة بأفضل ما يمكن لهذا الهدف أو العنصر.

تعرف مؤشرات البورصة بأنها مقياس أو بارومتر الأسواق المالية، فهي تلخص تطور كل بورصة للأوراق المالية انطلاقاً من مجموعة أو قفة للقيم. لكن تركيبة هذه القفة يمكن أن تتنوع في البورصة نفسها وحسب الوزن المعطى لكل قيمة.

ويعرف الدكتور أحمد محي الدين أحمد المؤشر فيقول: "يقوم المؤشر على عينة من أسهم المؤسسات التي تتداول في الأسواق المالية المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما. ومن هنا فإن هناك عددا كبيرا من المؤشرات التي تختلف فيما بينها في طريقة حسابها وعدد الشركات التي تضمها إلا أن القاسم المشترك بينها جميعا هو قيامها بجمع عدد من أسعار أعداد كبيرة من الأسهم لاستخراج معدل عام يعبر عنه برقم قياسي".

المؤشر هو عبارة عن متوسط يعكس تطور أسعار الأسهم أو السندات التي يضمها سواء بالزيادة أو بالنقصان. ويفيد المؤشر في التعرف السريع على ما يجري بسوق الأسهم والسندات. وكثيرا ما تختلف طرق إعداد المؤشرات، والمؤشر الجيد هو الذي يتعد عن التحيز ولذلك يشترط فيه أن يمثل المجتمع ككل.

ويعرفها الدكتور محفوظ جبار على أنها: "أداة إحصائية مستعملة أساسا في التعرف على اتجاه السوق". أما الدكتور حسين بني هاني فيقول بأن "المؤشرات والمتوسطات هي التي تقوم بقياس حركة واتجاهات الأسعار للأسهم في أسواق الأوراق المالية، وهي تمثل مجموعة من الشركات ويفترض فيها أنها تعكس حركة السوق ومدى كفاءته ومعدل ارتفاع أو انخفاض أسعار الأسهم".

كما يعرفها الدكتور محمود محمد الداغر فيقول: "يمثل مؤشر السوق (Market Index) قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطات أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس، للتغيرات الزمنية أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين والحاصلة في سوق رأس المال، وبشكل رئيسي سوق الأسهم، سواء كانت السوق منظمة أو غير منظمة. لذلك فمؤشرات السوق هي مرجعية معلوماتية مهمة للمستثمرين وصناع القرار على حد سواء فضلا عن الباحثين".

وعليه يمكن القول بأن مؤشرات البورصة هي وسيلة قياس التغيرات الحاصلة في أسعار المنتوجات المالية المطروحة للبيع والشراء في بورصة ما، كما أنها أداة تنبؤ وتحسس لوضعية الاقتصاد الوطني. ومن الناحية التقنية يمكن للمؤشر أن يكون متوسطا حسابيا مثل متوسط داوجونز للصناعة، فهو يعطي المتوسط السوقي لأسعار الأسهم، سواء أكان مرجحا أو غير مرجح، معبرا بذلك عن مجموعة من الأسهم.

كما يمكن أن يكون رقما قياسيا مجردا من الوحدات النقدية أو وحدات القياس الأخرى، والرقم القياسي (Index) هو عبارة عن معدل أو نسبة مستخلصة من المتوسطات الخاصة بمختلف الأوراق المالية.

I. 2 كيفية بناء مؤشرات البورصة

منذ ثمانينيات القرن الماضي، وتحت ضغط المعاملات المالية في البورصة، وبينما كانت مختلف أنواع المعادلات الرياضية تتحكم في بناء وإنشاء مؤشرات البورصة، أصبح لكيفية بنائها وطريقة حسابها أهمية

خاصة في صلاحية استعمالها في الأغراض المختلفة، خاصة بعد أن أصبحت من الأدوات المالية المتداولة في البورصات.

I. 2. 1 مراحل إعداد المؤشرات

بغض النظر عن الطريقة المنتهجة في إنشاء وإعداد المؤشرات، فإنه وعلى العموم عادة ما يمر المؤشر عند إعداده بالمراحل التالية:

I. 1. 2. 1 اختيار العينة: العينة هي مجموعة من الأوراق المالية التي تدخل في تكوين المؤشر حيث ينتظر منها أن تمثل تمثيلا جيدا وصادقا للمجتمع ككل، وفي هذه الحالة تمثل السوق المالية.

جرت العادة أن يتم اختيار أفراد العينة التي تكون المؤشر من مختلف القطاعات مثل: قطاع الصناعة، القطاع المالي، الخدمات، النقل، التأمين... إلخ، وذلك حتى يمثل المؤشر السوق ويعكس تطورها بصدق، ولكي يكون هذا التمثيل جيدا يحدد العدد الأمثل لأفراد العينة بحيث لا يكون مرتفعا جدا ولا منخفضا جدا، وذلك مقارنة بالعدد الكلي للأوراق المالية المتداولة في البورصة، وهذا راجع بالدرجة الأولى لسببين أساسيين هما:

- عندما يكون حجم العينة مرتفعا جدا فإنه لا يسمح باتباع استراتيجيات المراجعة والتغطية على الأوراق المالية المكونة لأفراد العينة.

- أما عندما يكون حجم العينة منخفضا جدا فإن ذلك يؤدي إلى تعرض المؤشر لعمليات المضاربة التي تتم على الأوراق المالية التي تكون العينة.

كما يجب الأخذ بعين الاعتبار ومراعاة بعض القواعد عند بناء مؤشر معين مستعملين عينة من الأوراق المتداولة أهمها:

- أن تمثل العينة القطاعات المهمة والمؤثرة في الاقتصاد الوطني؛

- مراعاة القواعد الإحصائية المعروفة وتحري الدقة والسهولة في الحساب حتى يكون للمؤشر مدلول اقتصاديا للتعبير عن وضعية السوق وتطور الأسعار فيها.

وعلى أساس أنه كلما زاد عدد أفراد العينة التي تؤخذ في حساب المؤشر، كلما كان هذا الأخير ممثلا جيدا

لوضعية السوق، وبالإضافة إلى ذلك النشر انتشار استعمال الإعلام الآلي في البورصات العالمية أو ما يعرف

بالتجارة الإلكترونية حيث أصبح من السهل حساب المؤشرات القائمة على كافة الأسهم المتداولة فيها.

أدى ذلك إلى التقليل من أهمية المؤشرات القائمة على العينات، على الرغم من أن الواقع أثبت أن المؤشرات

المبنية على أساس العينة قدرتها على تصوير وضعية وحالة السوق بنفس الكفاءة تقريبا التي تصورها بما

المؤشرات القائمة على كافة الأسهم. يرجع ذلك إلى أن القيمة السوقية لأفراد العينة تمثل نسبة عالية من

القيمة السوقية لكافة الأسهم المتداولة كما أن جميع الأسهم عادة ما تسلك نفس السلوك، خاصة وأن

أساس اختيار العينة هو التعبير الصادق عن وضعية السوق الحالية والتنبؤ باتجاهه في المستقبل.

وتجدر الإشارة إلى أنه هناك آثارا سلبية على الشركات غير المدرجة ضمن العينة المختارة، حيث إن المستثمرين الأجانب الذين يوجهون أموالهم إلى بورصة تعتمد بشكل رئيسي على مؤشر يقوم على عينة عدد أفرادها محدودا ويمثل خيرة الشركات في البلد، يركزون في اختياراتهم الاستثمارية على عدد معين من أسهم العينة أو على كل أسهم العينة على أكثر تقدير، وذلك بسبب قلة إطلاعهم وثقتهم في كافة الشركات الأخرى المدرجة في البورصة وهذا ما يجرمها من السيولة التي تمتاز بها الشركات الممثلة في المؤشر.

تعد نظرية اختيار العينة الأساس الذي يقوم عليه تكوين مؤشر حالة السوق، إذ يصعب إدراج أسهم جميع الشركات بمؤشر واحد. ولكن في الوقت نفسه يعد اختيار العينة الملائمة الممثلة للمجتمع الإحصائي (أسهم شركات السوق) أمرا مهما لسلامة ودقة المؤشر، وسلامة المقارنة التي يجريها المستثمرون لعائد محافظهم وأوراقهم المالية، لذلك فالعينة الملائمة هي تلك التي يمكنها تمثيل حالة السوق وتساعد في تحقيق الاستخدامات المختلفة للمؤشرات. وينبغي أن تكون العينة ملائمة من ثلاثة جوانب هي الحجم، الاتساع والمصدر.

أ- **الحجم (SIZE):** من الطبيعي أنه كلما ازداد عدد أسهم العينة، كلما كان التمثيل أقرب إلى الدقة، وهو مبدأ إحصائي معروف.

ب- **الاتساع (Breadth):** ويقصد به مقدار تغطية أسهم العينة المختارة للسوق الذي تعكسه، وهذا يعني عدم تحيز أسهم العينة، فالأسهم داخل العينة لا بد أن تستجيب لمتطلبات القدرة على عكس حالة السوق أو الصناعة التي تمثلها.

ج- **المصدر (Source):** يقصد به مصدر الحصول على المعلومات لأسعار أو عدد الأسهم التي يتكون منها المؤشر، إذ يعد الرجوع إلى المصدر الأصلي الذي يجري تداول الأسهم فيه هو الأفضل في إدراج معلومات السهم داخل العينة.

إن ملاءمة طريقة العينة في عكسها حالة السوق ينبع من انعدام الرغبة في تحقيق التحيز في اختيار مكوناتها كما عكسته النقاط الثلاثة السابقة، وفي الوقت نفسه فإن الوقائع الاقتصادية والتاريخية تعزز جدوى ورجاحة الاعتماد على مؤشرات السوق نسبيا من خلال العنصرين التاليين:

كما تمثل القيمة السوقية لعينة مؤشرات حالة السوق نسبة مرتفعة من القيمة السوقية للأسهم التي يجري التعامل بها في السوق، فمثلا يتضمن مؤشر صندوق النقد العربي أسهما نشطة في التداول تشكل ما يقارب 60% من إجمالي القيمة السوقية لأسهم الشركات المسجلة وذلك في نهاية عام 2002. كما يحتوي مؤشر بورصة القاهرة والإسكندرية على أسهم أفضل 50 شركة يجري تداول أسهمها في البورصة المصرية من حيث السيولة ومستوى النشاط.

الارتباط الملحوظ بين الاتجاهات الصعودية والتزولية لمؤشرات الأسهم كما تعكسها العديد من البحوث التجريبية، حيث يتضح بأن المؤشرات المبنية على أساس القيمة المتماثلة في اتجاهات المقارنة فضلا عن تمثيلها السوق بانسجام.

I. 1.2. 2 الأوزان النسبية لأفراد العينة

تمثل الأوزان النسبية الأهمية النسبية لكل سهم من الأسهم المكونة للمؤشر مقارنة بمجموع الأسهم، فهي تعطي وزن وثقل كل سهم أي كل شركة في العينة، وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم هي:

أ- **الوزن على أساس السعر:** في هذه الطريقة يتم تحديد الوزن النسبي للسهم على أساس نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، وبالتالي تتوقف القيمة النسبية المعطاة لكل سهم داخل العينة على سعره. يعرف مجموع الأسعار الخاصة بالأسهم الداخلة في تكوين المؤشر بالقيمة المطلقة للمؤشر ويحسب العائد على هذا الأخير بنسبة تغير تلك القيمة من فترة لأخرى.

لعل من أهم عيوب هذه الطريقة هو أنها تحدث خللا في المؤشر بمجرد حدوث اشتقاق في أحد الأسهم المكونة له، حيث ينخفض سعر السهم المشتق ويرتفع عدد الأسهم، مما يقلل من أهميته ووزنه داخل المؤشر دون سبب موضوعي. بالإضافة إلى عيب آخر يتمثل في أن سعر السهم لا يعبر بالضرورة على أهمية المؤسسة المعنية أو حجمها، إذ قد يكون ذلك السعر منخفضا بسبب ارتفاع عدد الأسهم المكونة لرأس مال المؤسسة وليس بسبب انخفاض قيمتها في السوق أو صغر حجمها. تستعمل هذه الطريقة في حساب مؤشر (Dow Jones Industrial) ومؤشر (Nikkei).

ب- **الوزن على أساس التساوي:** وفقا لمدخل الأوزان المتساوية يتم إعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر، أي أن التساوي هنا لا يعني إعطاء نفس القيمة النسبية لكافة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، بل يعني تساوي المبالغ المستثمرة في كل سهم من العينة. فإذا أراد مستثمر ما شراء أسهم شركات مختلفة، عليه أن يشتري عددا من الأسهم من كل شركة بشرط أن يكون المبلغ الذي يستثمر في كل منها متساويا. للتوضيح وعلى سبيل المثال إذا كانت لدينا 3 أسهم أسعارها هي: 100، 200، 400 على التوالي، فإنه وفقا لمعيار تساوي الأوزان يجب أخذ 8 أسهم، 4 أسهم وسهمان اثنان على الترتيب للوصول تقنيا لهذا التساوي وبضرب أسعار الأسهم في مقلوبها نحصل دائما على الواحد الصحيح.

ج- **الوزن على أساس القيمة:** تعتبر هذه الطريقة من طرق الترجيح، حيث يعطى الوزن النسبي لكل فرد من أفراد العينة المكونة للمؤشر على أساس القيمة السوقية (Capitalisation boursière) للشركات التي تدخل أسهمها في حساب المؤشر. فكلما كانت القيمة السوقية للشركة أكبر كلما أعطيت لها أهمية أكبر في المؤشر مقارنة ببقية الشركات. وعليه تحسب القيمة المطلقة للمؤشر بجمع القيم السوقية لأفراد العينة.

من عيوب هذه الطريقة تحيز المؤشر لصالح التغير في الأسعار المرتفعة نسبياً وتأثره الشديد بما مقارنة بأسعار بقية الأسهم المكونة للمؤشر، حيث أن الوزن حسب القيمة يعني إعطاء أهمية أكبر للشركات الكبيرة ذات القيمة السوقية المرتفعة. غير أن إيجابيات هذه الطريقة طغت على عيوبها وجعلتها من أحسن الطرق لتحقيق الأغراض المختلفة للمؤشرات الجيدة، حيث إن الوزن على أساس القيمة لا يسمح بحدوث خلل في المؤشر إثر عملية اشتقاق الأسهم. فلا نضطر لإجراء أي تصحيح أو تعديل كما هو الشأن بالنسبة للوزن حسب الأسعار، وذلك لأن الوزن يتم على أساس القيمة الكلية للشركة. إضافة إلى أن التغيرات الهامة التي تحصل في القيم السوقية مهمة جداً في الدراسات المتعلقة بالاقتصاد الوطني، زد على ذلك تجاوب المؤشرات من هذا النوع مع المتغيرات الكلية وتسيير المحافظ المالية.

I. 2. 1. 3 حساب قيمة المؤشر

تختلف المؤشرات من حيث كيفية إنشائها، إذ يمكن حسابها على أساس المتوسط الحسابي أو على أساس المتوسط الهندسي لأسعار الأسهم المكونة لتلك المؤشرات، كما يمكن حسابه على أساس الأرقام القياسية للأسعار، وعليه تختلف القرارات المتخذة على أساسها وفقاً للطريقة المتبعة. بعد اختيار العينة من الأسهم المكونة للمؤشر والأوزان النسبية لكل منها تحدد سنة الأساس وتختار بعد ذلك طريقة الحساب، مع الأخذ بعين الاعتبار أن يكون له معنى اقتصادياً وأن تحترم في حسابه القواعد الإحصائية المعروفة. إن الشيء الملاحظ في العديد من الحالات هو أن المؤشرات تحسب باستعمال المتوسط الحسابي على الرغم من عيوبه لاسيما تأثره بالقيم المتطرفة، من أمثلة المؤشرات التي تحسب بهذه الطريقة نجد مؤشر (Dow Jones) ومؤشر (Nikkei 225). ومن النادر ما تحسب المؤشرات على أساس المتوسط الهندسي، كما هو الحال بالنسبة لمؤشر (Value line 1400) الأميركي. أما بالنسبة للمؤشرات التي تحسب على أساس الأرقام القياسية للأسعار فتتخذ الرقم القياسي لباش (Paasche) أساساً لها، وهي طريقة لحساب المؤشر كمتوسط حسابي على أساس السعر مرجح بالكميات، ويأخذ الشكل التالي:

$$Paasche's\ index = \frac{\sum P_n q_n}{\sum P_0 q_n}$$

حيث p_0 هو السعر في سنة الأساس، q_n هي الكميات في السنة n (الحالية)، p_n هو السعر في السنة n . نلاحظ أن المؤشرات الموزونة على أساس القيمة تتماشى مع مؤشر (Paasche) غير أن تلك المؤشرات تضرب بعدد ثابت هو قيمتها في سنة الأساس، وعليه تحسب معظم المؤشرات بالطريقة التالية:

القيمة السوقية الحالية

قيمة المؤشر = ثابت

القيمة السوقية لسنة الأساس معدلة

ويمكن كتابتها رياضياً كما يلي:

$$I_t = S \frac{\sum_{j=1}^n C_t^j Q_t^j}{CBA_t}$$

حيث I_t هي قيمة المؤشر في اللحظة t .

S هي قيمة جزافية تمثل قيمة المؤشر في سنة الأساس.

Q_t^j هو عدد الأسهم العادية للشركة z في اللحظة t .

C_t^j هو سعر السهم z في اللحظة t .

CBA_t هي القيمة السوقية المعدلة في اللحظة t .

N عدد أفراد العينة.

إذن يمكن القول إن هذا المؤشر هو عبارة عن تغير رسملة العينة في الوقت الحاضر مقارنة برسملتها في سنة الأساس معدلة بمختلف التغيرات التي طرأت على الشركات التي تدخل أسهمها في تكوين المؤشر. تعد هذه المرحلة آخر المراحل الثلاث من إعداد المؤشر، وبانتهائها نكون قد اختصرنا أسعار عينة من الأسهم، يسعى القائمون على اختيارها وحسابها أن تمثل دائماً مختلف القطاعات المؤثرة في الاقتصاد الوطني، إلى رقم واحد يعتمد عليه كثيراً في اتخاذ القرارات الاستثمارية وفي الحكم على تطور البورصة والاقتصاد الوطني ككل. لذلك يقال أن البورصة هي المرآة التي تعكس الوضعية الاقتصادية للبلد.

I. 2. 2 تعديل المؤشرات

توجد بعض المواقف التي تفرض وتستدعي إعادة النظر ومراجعة المؤشرات الخاصة بالأسهم وذلك بصفة دورية. وعموماً هناك ثلاث مسائل رئيسية تستدعي إعادة النظر في هذه المؤشرات هي:

1. تعديل هذه المؤشرات إذا ما حدث اشتقاق للسهم أو أجريت توزيعات في شكل أسهم مجانية؛
2. إضافة أو حذف عدد من الأسهم في قائمة العينة؛
3. الإحلال والاستعاضة، أي إذا تم إحلال أسهم بغيرها لاستبعاد الأسهم غير الملائمة أو المستبعدة من دون تغيير عدد الأسهم داخل العينة.

وتجدر الإشارة هنا إلى أنه قد تحدث زيادة في أسعار الأسهم بعد التجزئة، ويرجع ذلك إلى الأرباح المحتجزة أو النمو في الأرباح وليس لهذه الزيادة في الأسعار أية علاقة بتجزئة السهم، وهذا يعني أنه في هذه الحالة لا أثر لتجزئة السهم أو لتوزيعات في شكل أسهم مجانية على أسعار هذه الأسهم.

لماذا تعدل مؤشرات البورصة إذن؟ هناك عدة متغيرات خارجية تؤثر على أسعار وعدد الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال، وعليه فإن المختصين يقومون بتعديل المؤشرات لتتلاءم مع هذه المتغيرات وبالتالي مع مختلف التغيرات التي تطرأ على أسعار الأسهم المتداولة في البورصة، وترتبط هذه التعديلات بطريقة حساب المؤشرات وبتريجها.

I. 2. 1.2 التعديل في حالة اشتقاق الأسهم: يختلف التعديل في هذه الحالة باختلاف الطريقة التي استخدمت في حساب المؤشر. لهذا نميز بين الحالتين التاليتين:

أ- حالة المؤشرات المحسوبة على أساس السعر: كما هو معروف أن عملية الاشتقاق تؤدي إلى انخفاض وزن السهم داخل المجموعة وبالتالي تؤثر على قيمة المؤشر. وللتغلب على هذا الخلل، يصبح من الضروري إدخال تعديلات على حساب هذه القيمة لاستبعاد تلك الآثار، وذلك بتغيير قيمة المقسوم عليه بحيث يكون الناتج مساويا تماما للقيمة التي كان عليها المؤشر قبل الاشتقاق. وتحدد قيمة المقسوم عليه وفقا للمعادلة التالية:

$$\text{قك قبل} / \text{قم قبل} = \text{قك بعد} / \text{قم بعد}$$

حيث: قك: تعبر عن القيمة الكلية لأسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر.

قم: قيمة المقسوم عليه.

قبل: تعني قبل عملية الاشتقاق.

بعد: تعني بعد عملية الاشتقاق.

ب- حالة المؤشرات المحسوبة على أساس القيمة السوقية: إن المؤشرات المحسوبة على هذا الأساس لا تعدل في حالة الاشتقاق لأنه في الوقت الذي يعرف فيه عدد الأسهم ارتفاعا نسبيا، تنخفض أسعار هذه الأسهم وبالتالي القيمة السوقية تبقى ثابتة قبل وبعد الاشتقاق.

I. 2. 2.2 التعديل في حالة رفع رأس المال: عند إصدار الشركة لأسهم جديدة يجب تعديل قيمة المؤشر وذلك بالرجوع دائما إلى الطريقة التي استخدمت في حسابه. هنا أيضا نميز بين حالتين هما:

أ- حالة المؤشرات المحسوبة على أساس السعر: عندما يتقرر رفع رأس المال، تقوم الشركة بإصدار أسهم جديدة، مما يؤدي إلى زيادة عدد الأسهم المتداولة وبالتالي تنخفض قيمتها السوقية، ويصبح من الضروري هنا أيضا إدخال تعديلات على حساب قيمة المؤشر لاستبعاد تلك الآثار وذلك - كما ذكرنا سابقا - بتغيير قيمة المقسوم عليه.

ب- حالة المؤشرات المحسوبة على أساس القيمة السوقية: يتم تعديل هذا النوع من المؤشرات بتغيير القيمة السوقية لسنة الأساس، وذلك على النحو التالي:

$$\text{قيمة الأساس الجديدة} = \frac{\text{القيمة السوقية بعد رفع رأس المال}}{\text{قيمة الأساس القديمة}} *$$

القيمة السوقية قبل رفع رأس المال

I. 2. 3.2 التعديل في حالات أخرى:

يمكن إدخال تعديلات على المؤشرات في حالات أخرى عديدة نذكر، منها: حالة توزيع الأرباح، حالة إدخال أوراق مالية جديدة في تكوين المؤشر، حالة شطب أوراق مالية مكونة للمؤشر (إذا كان هناك

إفلاس للشركة أو غيره... الخ) فمثلا بالنسبة لحالة توزيع الأرباح، فالمعروف أن هذه التوزيعات سوف تؤثر على أسعار الأسهم المعنية، وبالتالي ينبغي تعديل المؤشر المرتبط بهذه الأسهم وفقا للصيغة التالية:

$$IR_t = \frac{\sum_{i=1}^n (P_{it} * Q_{it} + D_i)}{\sum_{i=1}^n (P_{i0} * Q_{i0})} * I_0$$

حيث: D_i : إجمالي الأرباح الموزعة لكل سهم.

IR_t : مؤشر المردودية الإجمالية في اللحظة t.

I. 2. مؤشرات ورتبة السندات

مؤشرات حالة السوق هي مؤشرات تعكس سوق الأسهم بشكل رئيسي، أما السندات فهي أدوات ائتمانية تمثل صكوك دين. وبسبب انفصال النشاط الاقتصادي نسبيا عن أسعار السندات وعوائدها فإن مؤشرات السوق غير قادرة على عكس حالة تداول السندات وأسعارها وعوائدها بشكل دقيق. لذلك يتم اللجوء إلى عملية تصنيف (Rating) للسندات بحيث يعطى لكل مجموعة من السندات مرتبة (Rate) تمثل التقويم الائتماني لها.

ومنذ التسعينات تم التوسع في تصميم ترتيب نوعي للسندات يعكس احتمال حدوث مخاطر التوقف عن السداد، وهناك ثلاثة وكالات معروفة تمارس التصنيف هي:

Mody's: Mody's investors service, S&P: Standard & Poor's Corporation, Fitch investors service

يجري الترتيب على أساس الترميز الحرفي، ويعتمد الترتيب الرقمي مقابل كل درجة من درجات التقويم الائتماني المعتمدة. فمثلا، نجد بأن AAA و AA سندات آمنة بشكل كبير بينما A و BBB أيضا سندات قوية بكفاية نسبية ولكنها تعد أدنى ترتيب من حيث المخاطر، رغم إمكانية قبوله من المؤسسات المالية ومنها البنوك. أما BB وأقل فهي سندات يمكن تداولها لكنها منخفضة الأمان أو متدنية الجودة الائتمانية لأنها حسب مستوى الترتيب تحمل احتمالا عاليا لمخاطر عدم السداد بالنسبة لأصل المبلغ أو للفائدة. والجدول التالي يوضح ترتيب المؤسستين S&P و Mody's.

الجدول رقم (5): ترتيب السندات من قبل مؤسستي S&P و Mody's

	سندات مقبولة للاستثمار				سندات رديئة (خطيرة نسبيا)			
Mody's	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	C
S&P	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	D

المصدر: محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص. 314.

وتؤسس هذه الترتيب التقويمية للسندات من قبل هذه المؤسسات على معايير أهمها:

1. معدلات مختلفة تتضمن معدل الدين، المعدل الزمني للفائدة، العائد، ومعدل العائد قبل الفائدة، الضرائب، الاندثار، استهلاك الدين. والسند ذو المعدلات الأفضل يحمل الترتيب الأعلى.
 2. شروط الرهن، فإذا ما كان السند قابلاً للضمان والرهن تكون قيمة الملكية إلى الدين الخاصة به مرتفعة، فإن السند يقوم بشكل جيد.
 3. شروط التابعية، فإذا كان السند مرتبطاً بديون أخرى، فإن ترتيبه يكون متدنياً مقارنة بالسند المنفصل عن دين آخر.
 4. شروط الضمان، حيث إذا كان السند مؤمناً ومضموناً من قبل مؤسسات قوية ائتمانياً فإن ترتيبه يكون عالياً.
 5. الاستحقاق، مع ثبات العوامل الأخرى فإن السند قصير الأجل وذو استحقاق قريب أقل مخاطراً من السندات ذات الاستحقاق طويل الأمد.
 6. الاستقرار، كلما كانت جهة الإصدار أو بيع السند مستقرة كان الترتيب أفضل.
 7. التكييف، حيث نجد أنه كلما كانت شركة الإصدار مرنة وتتخذ إجراءات تكييف مناسبة كلما دعمت التقييم الائتماني لسنداتها.
 8. عدم الاحتكار، يجب أن لا تتعرض جهة الإصدار إلى إجراء محاربة الاحتكار والضارة بموقعها الاقتصادي وبالتالي بسنداتها.
 9. العمليات الخارجية، ويقصد بها كم تشكل مبيعات الشركة وأصولها وأرباحها من العمليات الخارجية، وما هي المطالب الحكومية لدى الدول المضيفة لنشاط الشركة صاحبة السند.
 10. العوامل البيئية، وهي مدى تحمل الشركة لنفقات كبيرة لمكافحة التلوث وغيرها من المشاكل البيئية.
 11. الالتزامات على المنتج، أي هل تعد منتجات الشركة سليمة؟ فمثلاً تتعرض شركات إنتاج التبوغ إلى ضغوطات كبيرة قد تؤثر في مستوى التقييم الائتماني لسنداتها.
 12. الالتزامات التعاقدية، أي لدى الشركة صندوق مستقل لمواجهة الالتزامات التعاقدية لمستخدميها؟ وهل هناك احتمال تعرضه لضغوطات عمالية مستقبلاً؟
 13. الإضرابات العمالية واحتمال تعرض الشركة صاحبة السند لها.
 14. السياسات المحاسبية، تحتل السندات المتداولة للشركات التي تتبع سياسات محاسبية محافظة في تقييم ومراجعة قوائمها المختلفة مراتب ائتمانية عالية.
- يلاحظ من خلال استعراض معايير الترتيب الائتماني بأنه لا توجد صيغة كمية في شكل معادلات رياضية لتحديد الترتيب، بل على العكس تؤخذ المعايير جميعاً في الحسبان وبصورة نوعية لتحديد الترتيب. وتجدر الإشارة إلى أن ترتيب السندات وتحديد التقييم الائتماني لشركات الإصدار يعد مهماً لكل من المستثمرين فضلاً عن الشركات والمؤسسات. فالترتيب يحدد احتمال حدوث مخاطر عدم التسديد من خلال

متابعة أثر فائدة السند وتكلفة تمويل الدين، لاسيما وأن معظم مشتري السندات هم من المؤسسات المالية. وهذه المؤسسات حذرة في شرائها للسندات عندما يكون تصنيفها دون BBB، مما يجعل البيع المستقبلي لهذه السندات صعبا ويواجه الجميع مشكلة الحصول على التمويل. لذلك فإن القدرة على بيع السندات ذات الترتيب المنخفض يتطلب تحفيز المؤسسات عن طريق تقديم عائد أكبر يساعد في تغطية مخاطر الاستثمار فيها مقارنة بالسندات ذات الترتيب المرتفع.

II. فرضية كفاءة السوق المالية

حظيت العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والمعلومات المالية باهتمام الكثير من الباحثين سواء على مستوى الكتابات النظرية أو على مستوى الدراسات التطبيقية، حيث تكتسي أهمية بالغة بين الأطراف المكونة للسوق على غرار إدارة الشركات التي تقوم بإعداد القوائم المالية، والمراجعين المكلفين باعتماد هذه القوائم، والمستثمرين الذين يقومون بتنفيذ عمليات شراء وبيع الأوراق المالية، فكل طرف من هذه الأطراف، ولأسباب مختلفة يهتم بأسعار الأوراق المالية وتأثير المعلومات على هذه الأسعار. تشير العلاقة بين أسعار الأوراق المالية والمعلومات إلى مفهوم كفاءة السوق المالية. وقد نشأ الاهتمام بهذا المصطلح وعلاقته بالمعلومات التي تحتوي عليها القوائم المالية للشركة وتلك المتعلقة بالبيئة الاقتصادية كنتيجة لقيام محلي الأوراق المالية بما يعرف بالتحليل الأساسي، والذي يهدف إلى تحديد الأوراق المالية المسعرة تسعيرا خاطئا. تعتبر التوقعات العقلانية أساس أي قرار استثماري في سوق الأوراق المالية، فهي تعتبر منهجا أساسيا في التحليل والتنبؤ بالأحداث، سواء تعلق الأمر بتحديد القيمة الأصلية (الحقيقيةة) *Intruisie value* للورقة المالية، أو تقدير العائد المطلوب على الاستثمار، أو التغطية (Hedging) من مخاطر الاستثمار المحتملة، إذ إن جميعها مداخل للتوقعات الرشيدة تهدف في الأخير إلى تعظيم المنفعة من القرار الاستثماري، والالتزام بالعقلانية في عمليات التنبؤ بالتغيرات المستقبلية غالبا ما يتطلب تدفقا لمعلوماتيا كافيا من حيث الكم والدقة والأهمية، حيث تعد المعلومات (وخاصة المالية منها) بمثابة البناء التحتي لسوق الأوراق المالية، ويمكن تحليل مستويات وجدوى المعلومات التي يحتاجها المستثمرون لاتخاذ القرارات الاستثمارية من خلال مفهوم الكفاءة السوقية وعلاقته بنظام المعلومات.

1.II مفهوم كفاءة السوق المالية

تعود بداية الاهتمام بنظرية كفاءة الأسواق المالية إلى خمسينيات القرن العشرين، ويشير أغلب الباحثين إلى أن دراسات موريس كاندل (1953) *Maurice Kendall* حول قضايا الاستثمار في الأسواق المالية تمثل النواة الأولى لنظرية الكفاءة السوقية، فقد أشار بجنه، الذي قام فيه بدراسة سلوك التغيرات الأسبوعية في مؤشرات الأسواق المتطورة، إلى سلوك الأسعار لحركة عشوائية، مما يعني أن عوائد الأصول المتداولة في فترة ما تميل لأن تكون مستقلة عن العوائد الماضية للأصول ذاتها، وقد خلص كاندل بمقتضى هذه النتيجة إلى حقيقة مفادها أن الأسعار بسلوكها لحركة عشوائية، تثبت للملاحظ لإرشادها

الاقتصادية، غير أن تواصل الأبحاث في فترة لاحقة قد أثبت بأن ادعاء كاندل إنما يمثل في حقيقة الأمر برهاناً على رشادة وكفاءة السوق على عكس ما كان يتصوره كاندل.

يعتبر الاقتصادي الشهير بول سامويلسون Paul Samuelson من أوائل الباحثين الذين حاولوا إعطاء تعريف شامل لمصطلح الكفاءة السوقية وعلاقته بالسلوك العشوائي للأسعار، إلا أن المفهوم الذي قدمه في هذا الصدد اتصف بالتشدد وعدم الواقعية، ولتوضيح هذا المصطلح بدقة، حاول العديد من الباحثين صياغة تعاريف أقل تشدداً وأكثر مرونة. ومن بين هؤلاء الباحثين نجد: جونسون Jensen وبيفر Beaver وفرنسيس Francis، والاقتصادي البارز يوجين فاما Eugene Fama، هذا الأخير الذي طرح مفهوم ما اتصف بالبساطة والوضوح استطاع من خلاله إزالة كل الغموض والتعقيد الذي أحاط بالتعاريف السابقة. ويرى فاما أنه في ظل السوق الكفؤة تعكس أسعار الأوراق المالية بدقة كل المعلومات المتاحة عن الشركة التي أصدرت هذه الأوراق، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة من خلال وسائل الإعلام أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر الورقة المالية، أو في تحليلات وتقارير مراكز الدراسات والبحوث الاقتصادية عن الأوضاع الاقتصادية العامة المؤثرة على أداء الشركة والقيمة السوقية لأوراقها المالية.

وبالتالي فإن القيمة السوقية للسهم في ظل السوق الكفؤة هي قيمة عادلة Fair value تعكس قيمته الحقيقية المحددة بالمعلومات المتاحة لجمهور المستثمرين في لحظة معينة حيث تتعادل القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية كنتيجة لقرارات المستثمرين. وفي هذه الحالة، يستحيل على أي من المتعاملين في السوق المالية تحقيق عائد غير عادي يزيد عن العائد الذي يكفي لتعويض عن مخاطر الاستثمار في ذلك السهم، ووفقاً لهذه الفكرة، لن يوجد في سوق الأوراق المالية سهم في أية لحظة يباع بقيمة تقل أو تزيد عن قيمته الحقيقية التي تعكسها المعلومات المتاحة عنه في تلك اللحظة.

في الواقع، إن انعدام التحركات السعرية في ظل المعلومات المتدفقة هو في حد ذاته دليل على عدم كفاءة السوق (كما هو حال أغلب البورصات الناشئة التي تتسم مؤشراتهم بعدم الرشادة إزاء الأخبار والمعلومات الواردة).

وهنا تجدر الإشارة إلى أن كون المعلومات متاحة لكل المستثمرين لا يعني بالضرورة تماثل تقديراتهم وتطابقها بشأن التدفقات النقدية المستقبلية ومستوى المخاطر المصاحبة لتلك التدفقات، حيث يمكن أن يتفاوت المستثمرون، وحتى المحللين وبيوت السماسرة ومستشارو الاستثمار من حيث مستوى الخبرة والقدرة على التحليل وعلى اتخاذ قرارات الاستثمار القائمة على مبدأ الموازنة بين العائد والمخاطر.

فلو فرضنا أن هناك مجموعة من المعلومات موزعة بشكل عادل على جميع المتعاملين، فإنه يتوقع في ظل ظروف المنافسة التامة السائدة في السوق - أن يكون معدل العائد الفعلي Effective Return مطابقاً أو تقريباً من معدل العائد المتوقع.

وذلك بتخفيض العائد غير العادي الناتج عن عدم تماثل المعلومات، ولذلك، فإنه من أجل تحقيق العوائد الزائدة لا سبيل أمام بعض المستثمرين، سيما مدراء الشركات وكبار المتعاملين ومؤسسات الوساطة والمحللين الماليين إلا الانفراد بميزة الحصول على المعلومات قبل الآخرين، واكتشاف ما إذا كانت الأوراق المالية مسعرة بشكل خاطئ في ظل ورود المعلومات الجديدة التي تمكنهم من اتخاذ قرار استثماري يمكنهم من تحقيق مستوى من الأرباح غير متاح للآخرين.

وبالتالي فإنه في ظل السوق الكفؤة لا يوجد فاصل زمني بين وصول وتحليل المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم نتيجة لقرارات المستثمرين بحيث أنه مع وصول المعلومة تتحرك أسعار الأسهم لتنتقل إلى حالة توازن جديدة وبما لا يمكن من تحقيق أرباح غير عادية لبعض المستثمرين دون الآخرين.

ولكي تكون السوق الكفؤة لا بد من وجود مجموعة من المستثمرين الذين يعتقدون بعدم كفاءة السوق، أي وجود انحراف للقيمة السوقية للسهم عن قيمته الحقيقية، ويتوقع أن يدفع هذا الاعتقاد المستثمرين إلى محاولة الحصول على المعلومات وتحليلها بهدف تحديد الأوراق المالية المسعرة بشكل خاطئ **Mispriced**، في محاولة لتحقيق الأرباح غير العادية، وهو ما يؤدي في نهاية المطاف إلى تغير القيمة السوقية للسهم لتساوى مع قيمته الحقيقية بسرعة ودون أن يظفر هؤلاء المستثمرين بمبتغاهم.

وعملياً، يمكن تفسير ذلك انطلاقاً من أن الأسهم التي تم تسعيرها بأقل من قيمتها الحقيقية سيلجأ المستثمرون إلى شرائها وبالتالي سترتفع قيمتها السوقية، أما الأسهم المقدرة بأكثر من قيمتها الحقيقية فسيتم بيعها بكثافة فيخفض سعرها وبالتالي، يستنتج مما سبق أن الاختلالات الطرفية في أسعار الأوراق المالية سوف تتلاشى تدريجياً مع مرور الوقت لتتعدل القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية، وعندئذ فقط تتحقق للسوق الكفاءة المنشودة.

وفي الواقع فإن السوق الكفؤة هي عبارة عن مجموعة من الافتراضات التي ارتكزت عليها عدة نظريات أو مدارس فكرية أو نماذج مثل نموذج شارب ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية. والتي ظهر معها خلط بين مفهومي نظرية السوق الكفؤة وبين سوق الأوراق المالية المثالية (المثلى)، ففي حين تعبر هذه الأخيرة عن الأسواق التي تتصف بتوافر المعلومات الكاملة وبدون تكاليف مع تحقق شروط المنافسة التامة في العرض والطلب فإن كفاءة السوق لا تعني كفاءة مطلقة ولكنها مشروطة في حدود قدر متاح من المعلومات لكافة المتعاملين في هذه السوق.

إجمالاً، يمكن القول إن السوق الكفؤة هي تلك السوق التي تستجيب أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بحيث تحدث هذه الاستجابة بسرعة تؤدي إلى تعادل القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية، وبحيث لا تستطيع أية فئة من المستثمرين أن تحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين نتيجة لاكتشاف التسعير الخاطئ لبعض الأوراق المالية، لذلك، فإن

المبالغة في دراسة وتحليل المعلومات لأغراض تحقيق العوائد الزائدة سيؤدي إلى تحمل تكاليف إضافية قد تتساوى في النهاية مع العائد الزائد.

II.1.1 شروط كفاءة السوق المالية

إن تحقيق الكفاءة الكاملة للسوق المالية تتطلب أن تتوفر مجموعة من الشروط أهمها:

- أ- عدم وجود قيود على التعامل بالأوراق المالية في السوق بحيث تفسح المجال للمستثمر ببيع أو شراء أي كمية من الأسهم بسهولة ومهما صغر حجمها؛
- ب- توفر معلومات كاملة لجميع المتعاملين في السوق بدون تكاليف إضافية، وهذا يعني أن جميع توقعات المستثمرين تكون متماثلة؛
- ج- وجود عدد كبير من المستثمرين في السوق بحيث لا توجد فرصة احتكار السوق أو تأثير أي واحد منهم على حركة الأسعار؛
- د- يتمتع المستثمرون بالرشد الاقتصادي (العقلانية) وهدفهم السعي إلى تعظيم المنفعة الخاصة لكل واحد منهم؛
- هـ- وجود مؤسسات مالية وهيئات رقابة وحماية المستثمرين وبيوت الخبرة وصناديق الاستثمار ومستشاري الاستثمار، تعمل بكفاءة ومهنية عالية المستوى وبشكل نزيه.

تطمح أغلب الأسواق المالية للوصول إلى تطبيق هذه الشروط، إذ إنها تعد شروطا مثالية لعمل السوق المالية، وتختلف درجة الابتعاد عن هذه الشروط من سوق إلى أخرى ومن دولة إلى أخرى وبأهمية نسبية متباينة نظرا لاختلاف الواقع التنظيمي والتشريعي لكل سوق مالية وآلية عملية التبادل للأوراق المالية، إضافة إلى اختلاف طبيعة المتعاملين وتكلفة التعاملات في الأوراق المالية وحجم الاقتصاد ودرجة الانفتاح الاقتصادي ومدى استخدام وتطبيق تكنولوجيا المعلومات في التعامل.

إن واقع حال التعامل مع هذه الأسواق والذي يستند على فرضية أساسية هي رغبة المستثمر نحو تعظيم منفعته الخاصة وتحقيق أعلى ربح يجعل من عملية الوصول إلى المثالية في تطبيق الشروط عاملا مهما جدا، حيث أن هدف تحقيق الكفاءة الاقتصادية للسوق المالية هو الطريق الأفضل لحماية المستثمرين وسمعة السوق والاقتصاد الوطني. ولا بد من الإقرار بأن منطق الكفاءة الاقتصادية للسوق المالية تعترف بأنه من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة وبين انعكاس آثارها على أسعار السوق، وذلك يؤدي بالنتيجة إلى انحراف القيمة السوقية للأوراق المالية عن القيمة الحقيقية لها لبعض الوقت، وهذا يعني أن المستثمرين في سباق نحو الحصول على البيانات والمعلومات لتحقيق أرباح خلال فترة الانحراف المذكورة.

انطلاقا من المفاهيم المعروضة أعلاه نستطيع أن نعرف السوق المالية الكفؤة بأنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عالي من المرونة، وتسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية، نتيجة التغيرات في

نتائج تحليل المعلومات والبيانات المتدفقة إلى السوق، والتي تؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

وحتى يمكن أن نصف السوق بالكفاءة، يجب أن تتوفر فيها المقومات الأساسية للسوق الكفؤة من حيث العمق والاتساع، أي وجود عدد كبير من أوامر البيع والشراء ومستعدة للتداول بأعلى الأسعار وأدناها لمنع التغيرات الكبيرة في أسعار الأوراق المالية، والاستمرار في تداول الأوراق المالية على مدار الساعة، علما بأن أسعار الأوراق المالية الأكثر سيولة تعكس بسرعة المعلومات المتاحة، عكس الأوراق المالية التي لا تتسم بالسيولة، حيث إن أسعارها تعكس ببطء المعلومات المتاحة نظرا لقلّة حجم التعامل عليها.

وأن تتوفر العدالة في السوق المالية، ونقصد بالعدالة هنا عدالة توفر المعلومات بنفس التكلفة وفي نفس الوقت إلى كافة المتعاملين في السوق، وعدم فسح المجال لأي مستثمر أن يحقق أرباحا أعلى من تلك التي يحققها باقي المتعاملين بشكل مستمر، وارتفاع طلبات أوامر الشراء والبيع مع وجود عرض متنوع من الأوراق المالية في السوق، مع زيادة عدد ونوعية المتعاملين في السوق، فكلما كان عدد المتعاملين كبيرا كلما أدى ذلك إلى زيادة النشاط في السوق والعكس صحيح، وكذلك الحال بالنسبة لنوعية المتعاملين وتوفر الخبرة والاختصاص والكفاءة للمتعامل الجيد يساعد على الوصول إلى تحقيق أسعار حقيقية للأوراق المالية والعكس صحيح.

II.2 الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالية

تتعلق كفاءة سوق المال أساسا بتوفر المعلومات الملائمة وكلفتها وسرعة وصولها لجميع المتعاملين في السوق. فالمعلومات بمختلف مستوياتها تعتبر عاملا أساسيا وحاسما في عملية تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن ثم تحديد مستوى كفاءة السوق. وباختلاف مضمون ونوعية هذه المعلومات تختلف درجة كفاءة السوق. وهذا يعني من الناحية التطبيقية أن السوق قد تكون كفؤة بالنسبة لنظام آخر. لذلك، أورد فاما Fama ثلاث صيغ مختلفة للكفاءة السوقية، وهي فرضية الصيغة الضعيفة وفرضية الصيغة متوسطة القوة وفرضية الصيغة القوية.

II.2.1 فرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة The Weak Form Efficient Market Hypothesis

إن الشكل الضعيف لفرض كفاءة السوق المالية يعني أن أسعار الأوراق المالية (خاصة الأسهم) تعكس كافة المعلومات التاريخية المتعلقة بها كحجم التعاملات والأسعار السابقة، كما أنه لا يمكن استخدام هذه المعلومات (الأسعار وحجم التعاملات السابقة) في التنبؤ بالأسعار المستقبلية للأوراق المالية. وذلك لأن التغيرات السعرية المتتالية في المستقبل غالبا ما تكون مستقلة كليا عن التغيرات التي حدثت في الماضي، ومنه فإن فرض الصيغة الضعيفة يمثل فكرة الحركة العشوائية للأسعار. ولما كانت المعلومات الجديدة لا يمكن أن تكون جديدة إذا كان من الممكن التنبؤ بها مسبقا، فإن التغير في الأسعار كنتيجة لذلك

سيحدث في أية لحظة، وفي مسارات عشوائية اعتمادا على طبيعة المعلومة التي سترد إلى السوق دون أن يعلم بها أحد من المستثمرين قبل نشرها.

وطالما أنه لا يمكن الاعتماد على المعلومات الماضية للتنبؤ بمستوى الأسعار المستقبلية، وأن مستوى المخاطر قد جرى تحديده استنادا إلى هذه المعلومات، فإنه لن يوجد في ظل هذا الوضع أحد من المستثمرين قادر على تحقيق عوائد زائدة. وتشكل هذه الصيغة رفضا صريحا لفلسفة التحليل الفني، التي تقر بإمكانية التنبؤ بحركة سعر السهم في المستقبل اعتمادا على دراسة التغيرات الماضية في سعر السهم.

ولقد استخدمت الدراسات الميدانية مداخل عديدة لاختبار فرضية الصيغة الضعيفة أهمها اختبار سلاسل الارتباط واختبار الأنماط الطارئة، وقد كان الهدف من استخدام هذه النماذج الإحصائية اختبار فيما إذا كانت أسعار الأوراق المالية تسلك حركة عشوائية من عدمها.

2.2.II فرضية الصيغة متوسطة القوة للكفاءة The Semi-Strong Form Efficient Market

عند هذا المستوى من الكفاءة فإن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية المرتبطة بهذه الأسعار فحسب، بل تعكس إلى جانب ذلك المعلومات العامة المتاحة للمستثمرين، سواء أكانت المعلومات خاصة بالاقتصاد الوطني ككل أو بالقطاع أو بالشركة ذاتها، أو كانت خاصة بالبيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية المتضمنة لمعلومات عن العائد والتوزيعات والتحسينات المدخلة على المنتج. وفي ظل هذا الافتراض، يتوقع أن تستجيب الأسعار للمعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، وكلما زادت سرعة الاستجابة كان ذلك مؤشرا على كفاءة السوق، وبالتالي فلن يوجد مستثمر -حتى لو استعان بالتحليل الأساسي- بمقدوره تحقيق عوائد متميزة تفوق تلك التي يحققها مستثمر آخر يتبع استراتيجية الشراء والاحتفاظ التي لا تتطلب القيام بأي نوع من أنواع التحليل، وذلك نظرا لسرعة تعديل السعر إزاء المعلومات الجديدة Price Adjustment to New Information خلال فترة زمنية عادة ما تكون قصيرة. وقصر الفترة الزمنية بين وصول المعلومات الجديدة وبين تغير السعر في ظل هذه المعلومات كما تقتضي فرضية الكفاءة الاقتصادية يجعل العوائد، أو الأرباح الرأسمالية التي يتوقع تحقيقها محدودة إلى حد قد لا تكفي حتى لتغطية ما تكبده المستثمر من تكاليف إضافية في سبيل إجراء مزيد من التحليل للمعلومات المتاحة.

لقد أجريت عدة دراسات لاختبار فرضية كفاءة السوق في شكلها المتوسط، من خلال دراسة سرعة استجابة الأسعار لبعض المعلومات المالية المنشورة كالأرباح والتوزيعات، الإصدارات الجديدة، الإعلان عن اشتقاق الأسهم وتوزيع الأسهم المجانية، الإعلان عن انتهاء أساليب محاسبية جديدة والتغيرات في عرض النقود.

وقد اختلفت نتائج الدراسات في اختيارها لفرضية الصيغة متوسطة القوة، إذ أثبتت بعضها استجابة أسعار الأسهم على وجه السرعة للمعلومات المالية بما لا يتيح الفرصة لأي مستثمر لتحقيق عوائد غير عادية على حساب الآخرين، وتعتبر هذه النتيجة بمثابة تأكيد للصيغة متوسطة القوة، بينما كشفت دراسات أخرى عن وجود ثغرات لعدم الكفاءة Poche d'inefficiency تسمح للمستثمرين بتحقيق عوائد إضافية دون تحمل مخاطر إضافية. حيث يمضي وقت طويل ما بين وصول المعلومات وانعكاسها على سعر الورقة المالية، مما يعطي فرصة لبعض المستثمرين لتحليل ودراسة هذه المعلومات، ومن ثم تحقيق الأرباح غير العادية كنتيجة لذلك. ويعد هذا الاستنتاج بمثابة رفض صريح لفرضية الصيغة متوسطة القوة.

3.2.II فرضية الصيغة القوية للكفاءة The Strong Form Efficiency

تعكس فرضية الصيغة القوية للكفاءة السوقية المفهوم الواسع لكفاءة السوق Perfectly Efficient Market. ويعني هذا الشكل أن تعكس أسعار الأوراق المالية كافة المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور، بالإضافة إلى المعلومات الخاصة التي لم تنشر بعد، وتتوفر فقط لدى مجموعة من المستثمرين يطلق عليهم مصطلح الداخلين insiders، كأعضاء مجلس الإدارة ومسيري الحوافظ المالية وصناديق الاستثمار، والمتخصصين في تحليل الأوراق المالية ومن بينهم صناع السوق الذين يستطيعون الحصول على المعلومات قبل نشرها ... إلخ. ويفترض الشكل القوي للكفاءة أن الداخلين (insiders) لا يمكنهم تحقيق عوائد غير عادية على الرغم من معرفتهم بالمعلومات الخاصة (Special Knowledge) لأن الأسعار تعكس المعلومات العامة والخاصة.

لقد اختلفت الدراسات التي أجريت لاختبار صيغة فرض القوي للكفاءة حسب المؤسسات أو الأشخاص الذين يملكون المعلومات الخاصة، واعتمدت هذه الدراسات على قياس العائد الذي يحققه بعض المستثمرين الذين يمكنهم الحصول على معلومات خاصة.

وأشارت نتائج بعض الدراسات إلى قدرة بعض المستثمرين على تحقيق عوائد عادية كأعضاء مجلس الإدارة أو كبار العاملين، نتيجة للتعامل في الأوراق المالية التي تصدرها الشركات التي يعملون بها (دراسة 1988 Born, 1988, E.g.seyun, ودراسة Rozeff & Zaman, 1988). وأكدت دراسة أخرى لـ (Arshadi & Eysell, 1991) أن المسؤولين في الشركات التي تقوم بعملية السيطرة على شركات أخرى (Takeover) قاموا بشراء مكثف لأسهم شركاتهم قبل الإعلان عن عملية السيطرة للاستفادة من ارتفاع السعر بعد عملية الضم.

أما بالنسبة للمتخصصين في تحليل الأوراق المالية فقد أثبتت العديد من الدراسات أهمها تلك المقدمة من طرف كل من: (Blak, 1973, Copeland & Mayers, 1982, Huberman & Kandel)

1990, 1987) أن الاستثمارات المقدمة من طرفهم، سمحت لعملائهم بتحقيق عوائد غير عادية إلا أنها ليست بمستوى مرتفع، وفي هذا الصدد أثبتت دراسة Grosman & Stiglitz سنة 1980 أن العوائد غير العادية المحققة تكفي فقط لتغطية تكاليف هذه الاستثمارات المقدمة. كما توصلت دراسة Stickel سنة 1985 إلى نتيجة تدعم دراسة Grosman & Stiglitz مفادها وجود أثر للمعلومات المحللة على الأسعار، غير أن هذا الأثر لا يتجاوز 1% مقدار تغير الأسعار خلال 3 أيام من تقديم الاستشارة. أما دراسة March & Dimson سنة 1984 فقد أثبتت أن تجميع التوقعات والتحليلات لمختلف المتخصصين في تحليل الأوراق المالية تحسن من أداء المحافظ المالية بشكل ملحوظ.

أما بعض الدراسات (Cumby & Glen, 1990, Jensen, 1986, Blume & Crockett 1970) فقد كشفت عن عدم قدرة بعض المستثمرين على تحقيق عوائد غير عادية بالرغم من حصولهم على المعلومات الخاصة، كالمؤسسات المتخصصة في الاستثمار مثل صناديق الاستثمار وصناديق التقاعد.

انطلاقاً مما سبق يتضح أن الشكل القوي للكفاءة هو أعلى درجات كفاءة الأسواق المالية وهي غير محققة في الواقع، مادامت هناك فئة من المستثمرين يمكنها الحصول على معلومات قبل غيرها، مما يساعدها في تحقيق أرباح غير عادية على حساب باقي المستثمرين الذين لا تتاح لهم فرصة الحصول على تلك المعلومات. وعليه تكون حركة الأسعار في ظل هذه الصيغة القوية للكفاءة غير عشوائية لتمكن فئة من المستثمرين من التنبؤ بالأسعار في المستقبل القريب (near future).

3.II علاقة التحليل الأساسي والتحليل الفني بكفاءة السوق المالية

تعتبر الأوراق المالية عصب الحياة في سوق الأوراق المالية، وذلك لكونها السلعة الوحيدة التي يتم تداولها في تلك السوق. ولكي يتمكن المستثمر من اتخاذ القرار السليم بشأن التعامل في الأوراق المالية فإنه ينبغي أن تتوفر له المعلومات الكافية التي يحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية لهذه الأوراق. وتشكل المعلومات والبيانات التي تتاح لجمهور المستثمرين عن الأوراق المالية، حجر الزاوية في اتخاذ قرارات الاستثمار، وللاستفادة من تلك البيانات والمعلومات يتطلب الأمر إجراء تحليل عميق ومستفيض لاستخلاص النتائج التي من شأنها أن تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

وتشير أدبيات الاستثمار المالي إلى وجود نموذجين أساسيين للتحليل في سوق الأوراق المالية هما التحليل الأساسي والتحليل الفني، ويعني الأسلوب الأول بدراسة الظروف المحيطة بالشركة، سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية أو ظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، وكذا بدراسة ظروف الشركة ذاتها. أما التحليل الفني فيركز على دراسة السجل المالي للتغير في السعر الذي يتم به تداول الورقة المالية، على أمل اكتشاف نمط لهذا التغير يساعد على استخلاص نتائج مفيدة في التنبؤ بما سيكون عليه ذلك السعر في المستقبل.

3.II.1 التحليل الأساسي وعلاقته بكفاءة السوق المالية

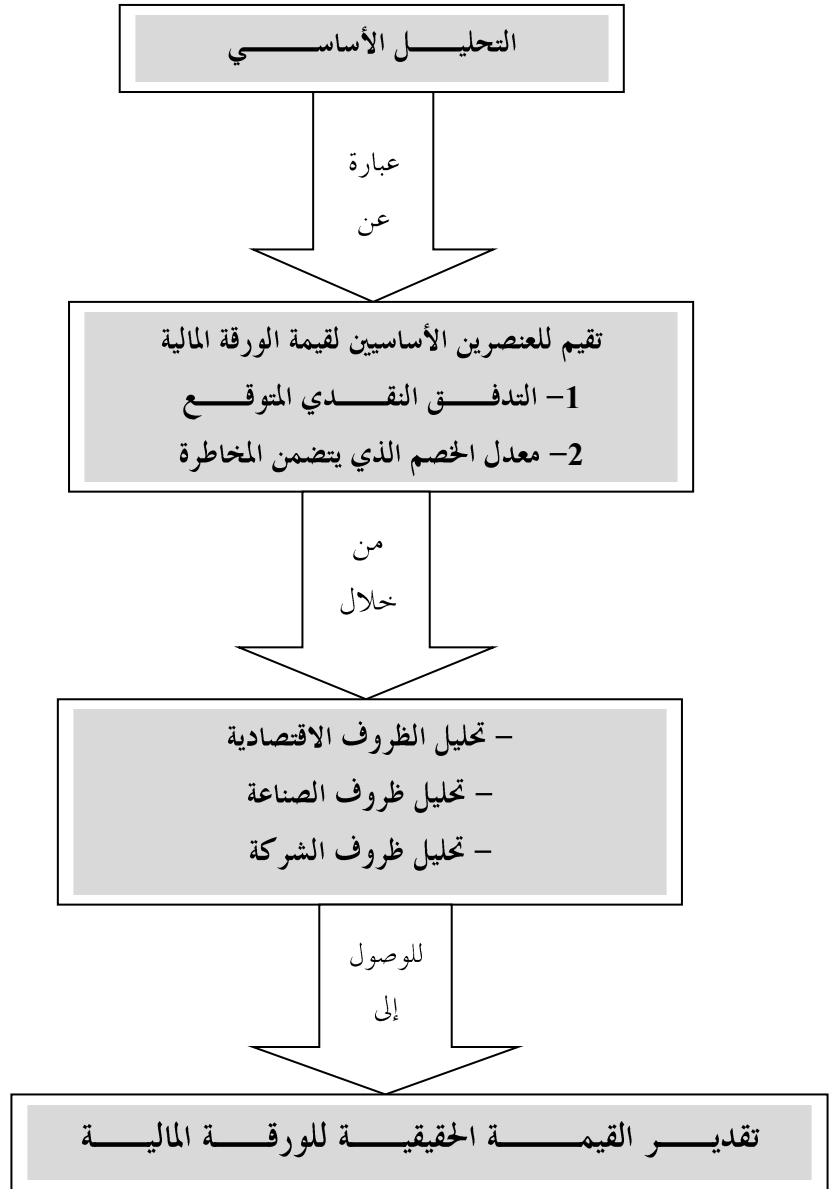
يعني التحليل الأساسي الذي يطلق على ممارسيه بـ "الأساسيين" Fundamentalists بتحليل المعلومات والبيانات المرتبطة بالظروف الاقتصادية العامة وظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، بالإضافة إلى ظروف الشركة ذاتها مصدره الأوراق المالية بهدف اتخاذ القرار الاستثماري المناسب على ضوء حجم المخاطر المتسقة. ويتعين شراء الأوراق المالية عندما تكون قيمتها الحقيقية أكبر من قيمتها السوقية، إذ تكون الورقة مسعرة بأقل مما يجب Under Valued، والعكس صحيح عندما تكون القيمة السوقية للورقة المالية أكبر من قيمتها الحقيقية، إذ ينبغي عندئذ التخلص منها بيعها في السوق لتجنب تحقيق خسائر محتملة، سيما في ظل توقع انخفاض قيمتها السوقية في المستقبل.

ولإجراء التحليل الأساسي يعتمد العديد من المحللين الأساسيين إلى بدء التحليل من المستوى الكلي إلى المستوى الجزئي أو من الأعلى إلى الأسفل Top-Down or Macro-Micro Analysis.

3.II. 1.1 مفهوم التحليل الأساسي: يهدف التحليل الأساسي Fundamental Analysis إلى تقدير القيمة الحقيقية (العادلة) للورقة المالية ومقارنتها مع القيمة السوقية، قصد اتخاذ القرار الاستثماري المناسب من خلال دراسة الظروف المحيطة بالشركة والتي تتمثل في: الظروف الاقتصادية العامة، وظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، وظروف الشركة ذاتها المصدره للورقة المالية. ويقول Fama عن هذا التحليل: " إن التحليل المالي لديه أفضل النتائج للمستثمر، والمتعلقة باحتفاظه أو تخليه عن الأسهم التي اشتراها، كذلك يمكن لهذا التحليل معرفة المواقع التي يوجد فيها اختلاف بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية للورقة المالية، كما له قدرة خاصة على التنبؤ بالأحداث المهمة وتقييم أثرها على قيمة الأوراق المالية".

يعني التحليل الأساسي بتحليل المعلومات للتنبؤ بالعوائد المستقبلية للشركة وتقدير حجم المخاطر المصاحبة لتلك العوائد، وتمثل تلك المعلومات المحدد الأساسي للقيمة الحقيقية للورقة المالية التي تصدرها الشركة. الشكل التالي يوضح المضمون العام للتحليل الأساسي.

الشكل رقم (5): الإطار العام للتحليل الأساسي



المصدر: محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، ط 1،

1997، ص. 39.

هناك مرحلتان لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، يعتمد عليهما التحليل الأساسي هما:

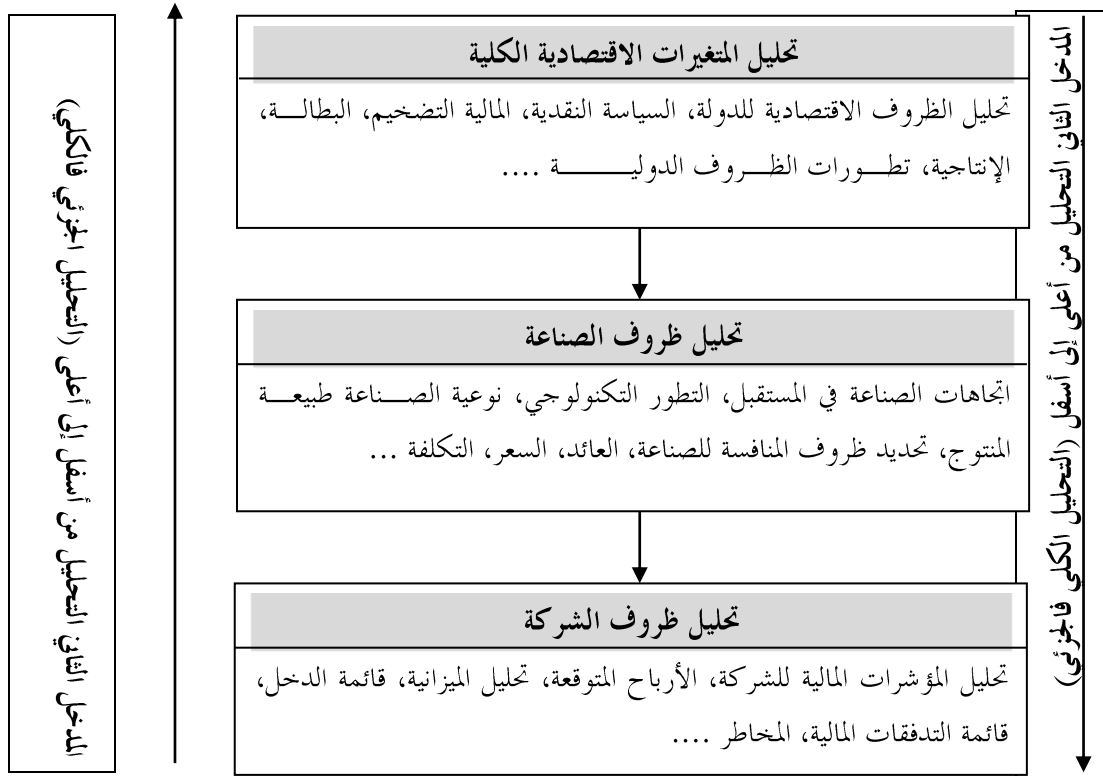
أ. المدخل الأول: يسمى بالتحليل من أعلى إلى أسفل أو التحليل الكلي فالجزئي، إذ يبدأ بتحليل الظروف الاقتصادية ثم القطاع (الصناعة) ثم الشركة، ويستخدم عادة في البحث عن أفضل ورقة مالية يتم الاستثمار فيها.

ب. 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 .

ويمكن تلخيص مدخلي التحليل الأساسي في الشكل التالي.

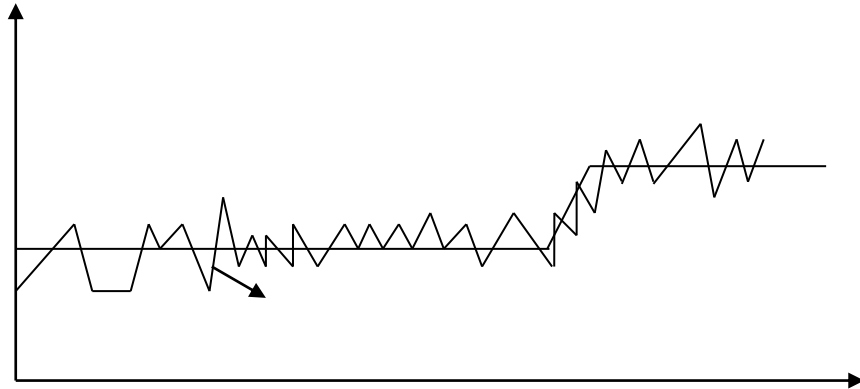
الشكل رقم (6): منهج التحليل الأساسي



المصدر: فاخر عبد الستار، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، دار المريخ، الرياض، 2002، ص.

يقوم التحليل الأساسي على افتراض أن السوق المالية كفؤة في شكلها الضعيف فقط، وأنه لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية من خلال تحليل المعلومات التاريخية ودراساتها. كما يفترض إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية بالاعتماد على تحليل المعلومات الواردة، وذلك لتحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بالسعر السوقي لها، واكتشاف الأوراق ذات الخلل السعري لاتخاذ قرار الشراء من عدمه، وتحقيق عوائد غير عادية. فعندما تكون القيمة الحقيقية للورقة المالية أعلى من قيمتها السوقية، يكون القرار الرشيد هنا هو شراء الورقة لأنها مسعرة بأقل مما يجب، ويتوقع ارتفاع قيمتها في السوق مستقبلاً. أما إذا كان السعر السوقي للورقة المالية أكبر من قيمتها الحقيقية، فيجب عدم شراء الورقة أو التخلص منها بالبيع، لأنها مسعرة بأكبر مما يجب ويتوقع انخفاض قيمتها في المستقبل. إن اختلاف التحليلات بين المحللين الأساسيين والتي تعطي تقديرات مختلفة للقيمة الحقيقية للورقة المالية من محلل لآخر، جعل المؤسسات المالية المختصة في الاستثمار تعتمد على متوسط التقييمات للمحللين الأساسيين. وتؤكد جميع النظريات في هذا المجال أن مختلف الأسعار المتعاقبة (المتتالية) لأسهم المؤسسة تدور حول القيمة الحقيقية لها دون أن تنحرف لوقت طويل، والشكل التالي يبين ذلك.

الشكل رقم (7): انحرافات الأسعار السوقية عن القيمة الحقيقية



Source: Philippe Gillet, *l'efficience des marchés financiers*, Economica, Paris, 2ème Edition, 2006, P. 39.

من خلال الشكل تظهر القيمة الحقيقية وكأنها متوسط الأسعار لفترة طويلة، فسعر الورقة المالية يتأثر بالمعلومات المتدفقة باستمرار والمتعلقة بالشركة أو السوق، من خلال تحركاته المتذبذبة حول القيمة الحقيقية.

II.3.2 التحليل الفني وعلاقته بكفاءة السوق المالية

عندما تكون لدى المستثمر رغبة في شراء، أو بيع ورقة مالية ما ولا تتوفر لديه المعلومات الكافية التي تمكنه من تحليل ظروف الشركة التي يريد الاستثمار في أسهمها، أو ربما توفرت له هذه المعلومات ولكن

ليس لديه الوقت والإمكانات الكافية التي تجعله يستفيد من التحليل الأساسي لهذه البيانات، فإنه قد لا يكون أمام هذا المستثمر سبيل آخر يمكنه من اتخاذ القرار الاستثماري المناسب إلا باللجوء إلى التحليل الفني. وفي هذا الصدد، لا يركز التحليل الفني على عكس التحليل الأساسي - على مسألة تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، بقدر ما يهتم بتتبع حركة الأسعار (أي حركة التداول) التاريخية بهدف رصد نمط لتلك الحركة يمكن من خلاله تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري. وتعد حركة الأسعار التاريخية وأحجام التداول، واتجاه مؤشرات السوق الفنية وغيرها من الحقائق التي يمكن الاعتماد عليها في التنبؤ بحركة الأسعار على المدى القصير.

وبذلك، لا يعتبر هذا النوع من التحليل بديلاً للتحليل الأساسي، بقدر ما يعتبر أسلوباً مكملًا له وداعماً لتنفيذ عمليات البيع والشراء في السوق.

ويعتمد التحليل الفني **Technical Analysis** على فكرة أساسية هي أن التاريخ يعيد نفسه في سوق الأوراق المالية، فإذا نتج عن الأحداث أو المعلومات المنشورة في فترة ما نمطاً معيناً من التغير في الأسعار لعدة مرات فإنه يمكن افتراض حدوث نفس النتائج في حالة ظهور هذا النمط والأحداث المقترنة به في المستقبل.

وتأسيساً على فلسفته في تفسير حركة الأسعار، لا يعترف التحليل الفني بافتراضات نظرية كفاءة السوق المالية، ولا بمنطق الحركة العشوائية للأسعار التي تعد الركيزة الأساسية لفرضية كفاءة السوق في صيغتها الضعيفة، إذ إن الأسعار والعوائد يمكن التنبؤ بها من خلال تطوير مجموعة من قواعد التداول أو المتاجرة المريحة **Trading Rules** بناء على الأنماط التاريخية لحركة مؤشر السعر. فالسوق الصعودية **Bull Market** عادة ما تستمر لفترة تتراوح بين ثلاث وخمس سنوات، بعدها تتجه الأسعار نحو الهبوط. وعند حدوث انخفاض كبير وملحوس في أسعار السوق يصبح من الممكن أن تتجه أسعار الأوراق المالية نحو الارتفاع مرة أخرى.

وقد لخص كل من ادواردز "Edwards" وجون ماجي "J.Magee"، فلسفة التحليل الفني للأسعار في النقاط التالية:

- تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية بناء على تفاعل قوى العرض وقوى الطلب في السوق. وبالتالي يؤدي التغير في العلاقة بين قوى العرض وقوى الطلب على الأوراق المالية إلى تغير اتجاه الأسعار. ويمكن ملاحظة هذا التغير من خلال تتبع حركة السوق اليومية.

- تتحكم في قوى العرض وقوى الطلب عوامل عديدة بعضها رشيد والبعض الآخر غير رشيد، حيث تتضمن العوامل الرشيدة المعلومات المالية الخاصة بالورقة المالية، والتي تنعكس آثارها في سلوك المستثمرين في السوق، أما العوامل غير الرشيدة، فتتضمن الآراء والأمزجة وتحمينات المستثمرين، وتؤدي آلية السوق دور الموازنة بين هذه العوامل لتحديد الأسعار الملائمة.

- تميل أسعار الأوراق المالية للتحرك في اتجاه معين وعلى مدى فترة طويلة نسبياً، على الرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر.

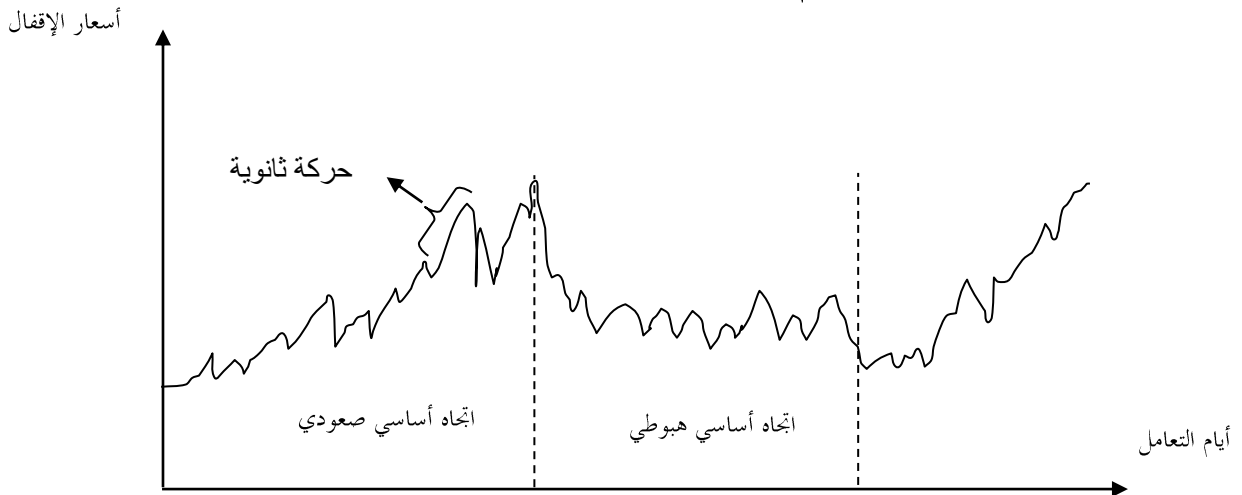
II.3.2.1 مفهوم التحليل الفني: يقوم التحليل الفني برصد حركة أسعار الأوراق المالية في الماضي، من أجل توقع نمط تلك الحركة في المستقبل وتحديد توقيت قرار الشراء أو البيع، وفي كل الأحوال لا يمكن للأسعار الاحتفاظ بوضعيتها (نمط أو اتجاه حركة الأسعار) في المدى الطويل، بمعنى أن توقع اتجاه حركة الأسعار يكون في المدى القصير.

تاريخياً، التحليل الفني سبق ظهور التحليل الأساسي واكتسب أهميته من نظرية Dow التي قدمها Charls Dow الصحفي بجريدة Wall Street سنة 1900 والذي ينسب إليه مؤشر Dow Jones لمتوسط الصناعة.

وقد استطاعت هذه النظرية التنبؤ بالأزمة الكبرى سنة 1929، حيث أشير في التحليل الذي يقوم على نظرية Dow وقامت بنشره جريدة وول ستريت في 29 أكتوبر سنة 1929، إلى أن السوق الصعودي قد انتهى وأن السوق الهبوطي قد بدأ.

وتشير نظرية Dow إلى وجود ثلاث تحركات سعرية لأسعار السوق تحدث في ذات الوقت، الأولى هي حركات يومية تحدث من يوم إلى آخر، والثانية تحركات ثانوية تحدث خلال أسابيع أو شهر والثالثة تستغرق عدة سنوات، حيث يستمر التغيير لعدة سنوات إلى أن يحدث تغير آخر في اتجاه مضاد، ويمكن توضيح الكيفية التي تتغير بها الأسعار حسب نظرية Dow في الشكل الموالي.

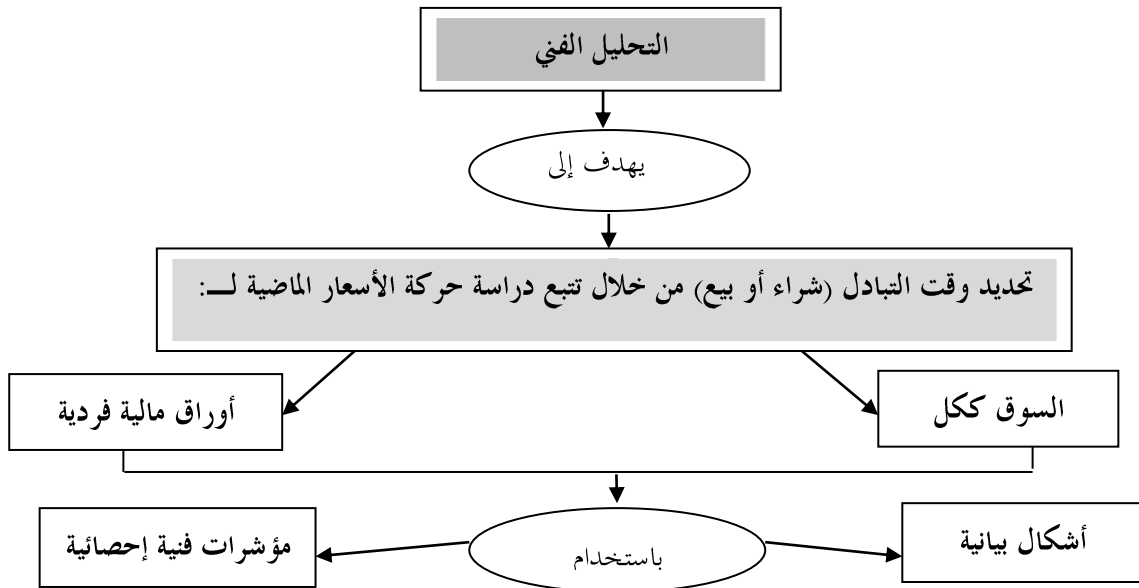
الشكل رقم (8): التحركات السعرية في ظل نظرية Dow



المصدر: منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص.

يمكن تطبيق التحليل الفني على السوق ككل أو على أوراق مالية فردية. ويستخدم التحليل الفني عدة أدوات للتحليل تصنف إلى: الأشكال أو الرسوم البيانية والتي تعرف بالتحليل الفني التقليدي، والمؤشرات الفنية الإحصائية والتي تعرف بالتحليل الفني الحديث. ويمكن توضيح ذلك في الشكل التالي:

الشكل رقم (9): المضمون العام للتحليل الفني



المصدر: إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص. 49.

II.2.3.2. علاقة التحليل الفني بكفاءة السوق المالية: لا يعترف التحليل الفني بكفاءة السوق المالية،

حيث تعد حركة أسعار الأوراق المالية في الماضي مؤشرا يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل فحركة أسعار الأوراق المالية تكرر نفسها.

ويقوم التحليل الفني على الافتراضات التالية:

- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب؛
- تتحكم في العرض والطلب عوامل رشيدة كالمعلومات الخاصة بالورقة المالية، وعوامل غير رشيدة لا يمكن قياسها كالجانب النفسي للمستثمرين؛
- يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى تغير في اتجاه الأسعار، ويمكن ملاحظة التغيرات آجلا أو عاجلا في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك؛

- تتحرك أسعار الأوراق المالية في اتجاه معين تستمر لفترات طويلة نسبياً، بالرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر.

يمثل الافتراض الرابع عدم اعتراف التحليل الفني بكفاءة السوق المالية، حيث إن المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق والتي من شأنها إحداث تغيير في العلاقة بين العرض والطلب، لا تستجيب لها السوق إلا بعد فترة زمنية طويلة نسبياً.

ويعود ذلك إلى وجود فئة من المستثمرين يمكنها الحصول على المعلومات قبل غيرها، معنى أن أسعار الأوراق المالية في السوق تتغير تدريجياً تبعاً لوقت وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق. هذا ما يجعل الانتقال إلى نقطة التوازن الجديدة بين العرض والطلب استجابة لتغيرات الأسعار يأخذ وقتاً طويلاً نسبياً.

يهدف التحليل الأساسي إلى تحديد الورقة المالية التي ينبغي الاستثمار فيها (شراء أو بيع)، أما التحليل الفني فيهدف إلى تحديد التوقيت الملائم للاستثمار. ورغم الاختلاف الموجود بينهما (أنظر الجدول رقم 4) فإن أغلب المتعاملين في السوق المالية يعتمدون على الأسلوبين معاً، للوصول إلى نتائج أكثر دقة تساعد في اتخاذ القرار الاستثماري السليم.

الجدول رقم (6): أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	يهتم بتحليل الظروف المحيطة بالشركة (الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة) وظروف الشركة نفسها.	يهتم بتحليل ظروف السوق كأسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها.
الهدف	- تقييم العوائد والمخاطر لاتخاذ قرار الاستثمار. - تحديد الأوراق المالية المسعرة بأقل أو بأكبر من قيمتها.	دراسة متغيرات السوق في الماضي من أجل التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل، وفي مرحلة مبكرة لاتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية.
الافتراضات	سوق المال كفاء في شكله الضعيف	- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية بتفاعل العرض والطلب. - تحكم العرض والطلب عوامل رشيدة وأخرى غير رشيدة - السوق أفضل متنبأ لنفسه. - الانتقال من سعر توازن إلى آخر يستغرق وقتاً طويلاً نسبياً - السوق المالية غير كفؤة.

<p>- عوامل اقتصادية عامة مثل: الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية.</p> <p>- عوامل متعلقة بالصناعة (القطاع) مثل: دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة، الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية.</p> <p>- عوامل متعلقة بالمؤسسة مثل: القوائم المالية، مختلف التقارير والملاحظات عن الشركة.</p>	<p>مصادر البيانات الخاضعة للتحليل</p>
<p>- عوامل اقتصادية عامة مثل: الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية.</p> <p>- عوامل متعلقة بالصناعة (القطاع) مثل: دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة، الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية.</p> <p>- عوامل متعلقة بالمؤسسة مثل: القوائم المالية، مختلف التقارير والملاحظات عن الشركة.</p>	<p>أدوات التحلل الرئيسية</p>
<p>- الأشكال البيانية.</p> <p>- المؤشرات الفنية الإحصائية.</p> <p>- مؤشرات ميول المستثمرين.</p> <p>- مؤشرات تدفقات الأموال.</p>	<p>حدود استخدامها</p>

المصدر: طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص. ص. 427-

.429

III. الأسواق المالية الدولية

تلعب الأسواق المالية الدولية دورا هاما في اقتصاديات الدول كونها إحدى أهم الأدوات المستخدمة في تعبئة المدخرات المحلية واستثمارها دوليا، وكذلك أداة جذابة للاستثمارات الأجنبية إضافة إلى دورها الفاعل في تمويل خطط التنمية الاقتصادية، ولقد نتج عن توسع المشاريع الاستثمارية والمعاملات التجارية الدولية زيادة الحاجة إلى التمويل الدولي، والذي أدى بدوره إلى زيادة الحاجة للأسواق المالية الدولية.

1.III ماهية الأسواق المالية الدولية

ترجع نشأة السوق المالية الدولية بالدرجة الأولى إلى ظهور شركات متعددة الجنسيات وحاجتها للحصول على تمويلات بأحجام وكميات كبيرة لا تستطيع الأسواق الوطنية توفيرها، ولقد تطور هذا السوق مستغلا القيود التي وضعتها الدول أمام حركة رؤوس الأموال.

1.1.III مفهوم الأسواق المالية الدولية

"الأسواق المالية الدولية هي أسواق الديون المقومة بالعملات المختلفة و ان كان الدولار أهمها ، و المصادرة عن الحكومات و المؤسسات الخاصة من مختلف الجنسيات و التي لا تخضع لرقابة السلطات النقدية و المالية لأي من الدول".

"يطلق مصطلح الأسواق المالية الدولية على أسواق النقد و أسواق الأوراق المالية من أسهم و سندات و أسواق الصرف الأجنبي و أسواق المشتقات التي توجد في الدول الصناعية".

"ينصرف المعنى الواسع لسوق المال الدولي الى أنه مجموعة المؤسسات المالية التي تتولى دور الوساطة المالية بين طالبو الأموال وعارضوها على مستوى العالم أجمع. ومن أهم المؤسسات التي يتألف منها هذا السوق البنوك التجارية و المتخصصة، شركات التأمين، و شركات الأموال، صناديق التمويل والادخار، مؤسسات أخرى".

"تعتبر سوق المال الدولية سوقا يتم العمل فيها على المستوى الدولي. ينتمي المستثمرون في هذه الأسواق الى دول مختلفة وكذلك، يمكن أن تكون المنظمة الراغبة في تجميع رأس مال في الأسواق منتمية الى أية دولة كما يمكن أن تكون منظمة دولية و الأهم من ذلك أن وسطاء السوق الدولية قد ينتمون أيضا الى دول مختلفة يعمل هؤلاء الوسطاء على ادارة العمل في السوق".

وعليه يمكن تعريف السوق المالية الدولية بأنها أسواق تنشأ فيها وتتم عمليات التبادل والتداول والتصنيفية للديون والأصول النقدية والمالية المرتبطة بعمليات تتجاوز الحدود الوطنية للدولة.

2.1.III عوامل قيام وتعزيز الأسواق المالية الدولية

إن هناك عوامل عديدة دفعت إلى قيام الأسواق المالية الدولية وتعزيز دورها الاقتصادي ومن هذه العوامل:

- تطور وسائل الاتصالات السلكية واللاسلكية منذ بداية القرن العشرين فيما بين مختلف أنحاء المعمورة وقد توج هذا التطور في بداية التسعينات بتدشين شبكة الاتصالات الدولية والتي أسهمت في تكتيف المعلومات المالية وفي توفير التسهيلات الكافية لتداول الأدوات الاستثمارية وفي تحويل الأموال في أوقات قياسية وفق ضمانات أكبر.

- نشوء الأسواق المالية المحلية في كافة دول العالم النامية تقريبا، وهذا ما تحقق بشكل واضح في العقدين الأخيرين من القرن الماضي، وقد أسهم ذلك في تعبئة الإمكانيات الاستثمارية الداخلية للدول المعنية وتوجيهها دوليا .
- دخول المؤسسات المصرفية وشركات التأمين في تعبئة المدخرات من مصادر تمويلية مختلفة والاستثمار في الأسواق المالية المعروفة.
- ومنذ نهاية الخمسينات ومع بروز دور اليورو دولار فقد دخلت الأسواق المالية الدولية مرحلة من النمو المتزايد والاتساع غير المحدود .

III.1.3 خصائص الأسواق المالية الدولية

تتميز الأسواق المالية الدولية بسمات متعددة نذكر منها ما يأتي:

- ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية.
 - ارتفاع نسبة المساهمة في القيمة الكلية للتبادلات الدولية .
 - اعتماد شبكات الاتصالات الدولية في التعاقدات على التبادلات الدولية .
 - تزايد دور التعاملات غير النظامية.
- رغم الخصائص السابقة أن إعطاء الصفة الدولية لسوق مالية معينة يعد حاليا أمرا نسبيا و ذلك لأن غالبية الأسواق القائمة و حتى الحديثة منها في الدول النامية تتعامل جزئيا، بشكل أو آخر بأدوات صادرة عن مؤسسات أجنبية. وقد تمتد تأثيرات معينة من هذه الأسواق خارج اقتصادياتها المحلية. كما وتسهم شبكات الاتصالات الدولية في إخراج الكثير من الأسواق المحلية بما فيها الصغيرة من عزلتها التامة.

III.1.4 ترابط الأسواق المالية الدولية

أدى التقدم الاقتصادي و التجاري و التكنولوجي خاصة في مجال المعلومات و الاتصالات في الدول الصناعية الكبرى إلى تنشيط التداول في الأسواق المالية الدولية . و مع التوسع في الشركات العابرة للقارات وشركات المساهمة زاد العرض من الأوراق المالية في هذه الأسواق لمواجهة الاحتياجات المتزايدة من رؤوس الأموال .

حققت شبكات المعلومات العالمية تقدما كبيرا في تكنولوجيا ربط البورصات و أصبحت الأسواق المالية الدولية ذات خصائص جديدة من حيث توسيع قاعدة المعاملات و تنويع محفظة الاستثمار ، و لقد أدى التدويل إلى تغيرات هائلة في الأسواق المالية من حيث تحديث الأدوات المالية و زيادة حجم التداول .

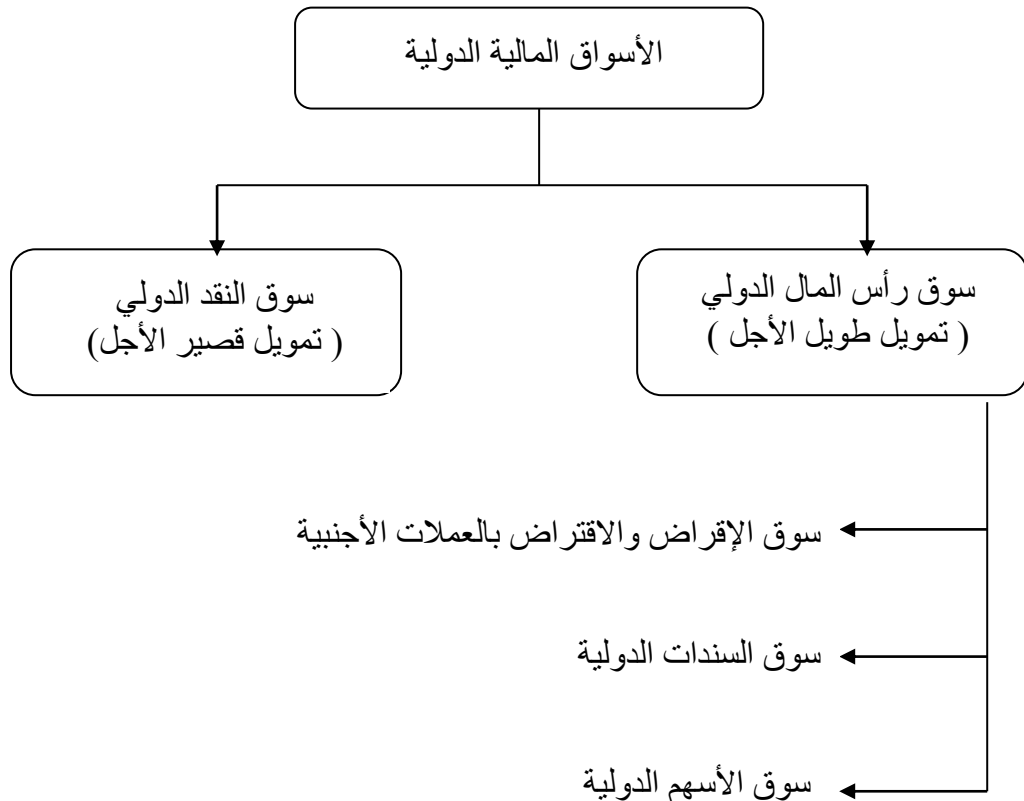
و جدير بالذكر أن التوسع في عدد و نوع و حجم المؤسسات المالية في العالم قد دعا إلى ضرورة الربط بين الأسواق المالية الدولية نظرا لتشابك المصالح و التوسع في استخدام الأدوات المالية الدولية . كما أدت الدعوة إلى التكامل و إنشاء التكتلات الاقتصادية إلى تطبيق آليات جديدة في تحرير الأسواق المالية عن طريق إلغاء الحواجز و القيود على التعامل بالمال و اتجهت الدول مؤخرا نحو تحرير التدفقات المالية الدولية عن طريق تشجيع الطلب على الاستثمارات الدولية و تنويع محفظة الأوراق المالية . حيث كان لمنظمة التجارة العالمية أثر كبير في تحرير الخدمات المالية و المصرفية و تجارة الأوراق المالية نظرا لتزايد عدد الدول الأعضاء في المنظمة. و من المتوقع زيادة تحرير تجارة الأوراق المالية و إلغاء القيود و العوائق أمام التجارة الدولية في الأسواق المالية. و نتيجة لهذه الدوافع ظهرت الاتجاهات التالية :

- الاتجاه نحو عالمية الأسواق المالية .
- الاتجاه نحو عالمية الأوراق المالية .
- الاتجاه نحو عالمية الوسطاء الماليين و الشركات المالية .
- التوسع في تطبيق معايير نمطية موحدة في تسجيل الأوراق المالية و التداول .
- حتمية الإفصاح المالي و تطوير الاتصالات الدولية.

2.III تقسيمات الأسواق المالية الدولية

كما هو الشأن بالنسبة للأسواق المحلية فان الأسواق المالية الدولية تنقسم إلى :

الشكل رقم (10): تقسيمات السوق المالية الدولية



المصدر: جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، الجزائر، 2002.

III.2.1 السوق النقدي الدولي

هي المكان أو الميكانيكية التي بموجبها و من خلالها يتم الحصول على الأموال المستثمرة لأجل قصيرة ، و يتم فيها تبادل الموجودات قصيرة الأجل و هناك سوق أولية يتم فيها الحصول على الأموال الموظفة لأجل قصيرة بأسعار فوائد تختلف باختلاف مصدر هذه الأموال ، و متانة المقترض و شهرته و سمعته و هناك أيضا سوق ثانوية يجري فيها تداول الموجودات المالية القصيرة الأجل بأسعار تحدد بحسب قانون العرض و الطلب لهذه الموجودات فهذه السوق عبارة عن مجموعة أنشطة المقرضين و المقترضين لأجل قصيرة و يقوم الأفراد و المؤسسات بتغذية هذه السوق فالسوق الأولية تتيح للمقرضين الحصول على الأموال ، بينما السوق الثانوية تقوم بتوفير عامل السيولة للمقرضين ، و بالتالي تشجعهم على إقراض أموالهم بمعدلات فوائد مقبولة .

III.2.2 سوق الإقراض والاقتراض بالعملة الأجنبية (euro-credit)

أ- سوق الاورو دولار (euro-dollar):

ظهر سوق الاورو دولار على أساس تصاعد الطلب على القروض الدولية و زيادة عرض الدولارات و تزايد أهمية دور البنوك الأوروبية كوسيط في إجراء و عقد القروض الدولية .

يستخدم اصطلاح الدولار الأوروبي (euro-dollar) للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها مصارف في خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص المصارف الأوروبية، و يتكون سوق الدولار الأوروبي من عدد من المصارف الكبيرة في لندن و بعض البلدان الأوروبية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار ، بمعنى أنها تقبل ودائع و تمنح القروض بالدولار الأمريكي فقط . هذا و تتسم القروض التي تقدمها تلك المصارف بضخامة القيمة و قصر تاريخ الاستحقاق و تتكون الدولارات الأمريكية لدى تلك المصارف نتيجة قيام بعض المصارف والشركات التي لها ودائع في مصارف أمريكية ، بسحب جزء من تلك الودائع لإعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى المصارف الأوروبية التي تتعامل بالدولار ، ربما بسبب ارتفاع معدلات الفوائد التي تمنحها .

ب- سوق العملات الأوروبية (euro-devises):

لم يعد الأمر قاصرا على الدولار، إذ أصبح هناك سوق للعملات الأوروبية موازيا لسوق الدولار الأوروبي يمكن أن تلجأ إليه المصارف وغيرها من المؤسسات المالية بهدف الاقتراض وتعتبر المصارف التي لها

تعامل دولي في الدولار الأمريكي أو في العملات الأوروبية هي السوق الثاني الذي تتداول فيه صكوك تلك القروض.

فلم يعد الأمر مقتصرًا على قبول الودائع بالدولارات فقط بل بعملات أخرى من العملات الأجنبية الرئيسية كالمارك الألماني والفرنك الفرنسي والين الياباني ... ولذا تم استبدال تسمية euro-dollar بتسمية euro-devide ، حيث تعرف euro-devide على أنه عبارة عن ودائع بنكية بعملات تختلف عن عملة البلد الذي يوجد فيه البنك.

ج- القروض الأوروبية المشتركة

القرض المشترك هو دين يوضع تحت تصرف مقترض معين من طرف مجموعة من البنوك تعرف بشروط مدرجة في القانون الأساسي المشترك لهذه البنوك و منه القروض الأوروبية المشتركة هي قروض تمنح من مجموعة من البنوك بعملة أجنبية حتى وإن اشترك في منح هذا القرض بنوك محلية، و تتمتع هذه القروض بمجموعة من الخصائص التي تميزها عن باقي الأصول المالية البنكية منها :

- مدة الاستحقاق: على خلاف بقية الأدوات تتراوح مدة القرض الأوروبي المشترك من 6 أشهر إلى 25 سنة.

- قيمة القرض: هي عادة أكثر من 500 مليون دولار، لكن رغم ذلك سجلت بعض القروض ب 15 إلى 20 مليون دولار.

- سعر الفائدة : معظم هذه القروض تمنح بأسعار فائدة متغيرة ، حيث يتم إضافة هامش معين إلى سعر فائدة مرجعي (قاعدي يتمثل عادة في مؤشر * LIBOR) و يتم مراجعة سعر الفائدة كل شهر ، شهرين، 3 أشهر و في الغالب 6 أشهر .

* LIBOR هو اختصار العبارة London Interbank Offered Rate والتي تعني معدل الفائدة المعروض لقروض ما بين البنوك في سوق لندن النقدي، وهو معدل تقوم جمعية المصرفيين البريطانية على إصداره بصورة يومية، وهو يغطي معدلات الفائدة على 10 عملات، ويعد أهم آلية لتحديد معدل الفائدة على المستوى الدولي ولعدد كبير من العقود المالية مثل المقايضات والخيارات والقروض والمستقبليات.

- الضمانات : القروض الأوروبية المشتركة تمنح في الغالب بضمانات من مجلس الإدارة سواء كلياً أو جزئياً ، يمنح القليل منها فقط دون ضمان . و الضمان يعني أنه في حالة رفض بنوك التجمع المشاركة في منح القرض ، يقوم مجلس إدارة التجمع البنكي بمنح القرض أو جزء منه .

III.2.3 سوق السندات الدولية

تعتبر الأسواق المالية الأوروبية أول من شهد إصدار السندات الدولية، و كان ذلك في بداية عام 1963، فالسندات الدولية هي سندات يتم تداولها وبيعها في أكثر من دولة واحدة عند إصدارها، يتم بيع السندات بواسطة مجموعة دولية من البنوك دون إتباع خطوات الإصدار المتبعة في البورصات المحلية، وتتأثر بكل من الضرائب وتوزيع المناطق الزمنية والتغيرات القانونية والتنظيمية وحصص قروض البنوك المجمعمة والتقليدية من سوق الإقراض والتوزيع في إصدار السندات. وتنقسم سوق السندات الدولية إلى:

- سوق السندات الأجنبية:

السندات الأجنبية هي السندات المصدرة من طرف مؤسسات غير مقيمة في البلدان التي يتم فيها الإصدار والمحرة بنفس عملة ذلك البلد كأن نتحدث عن إصدار السندات المحرة بالدولار الأمريكي في الولايات المتحدة الأمريكية من طرف مؤسسات أوروبية ، ويعتبر هذا القسم للسوق الدولي للسندات أقدم قسم كما يعتبر سوق السندات الأوروبية نتيجة لمجموع العراقيل التي وضعتها الدول أمام الاستثمار الأجنبي للسندات وخاصة الولايات المتحدة الأمريكية .

- سوق السندات الأوروبية:

و يقصد به مجموع السندات المصدرة من طرف المؤسسات و المحرة بعملات غريبة عن الدولة التي أصدرت فيها كأن نتحدث عن المؤسسات السندات المحرة بالدولار الأمريكي المصدرة في أوروبا . أطلق على هذه السندات اسم السندات الأوروبية ليس لاقتصار الإصدار على أوروبا فقط وإنما للدلالة على أجنبية العملة، على غرار السندات الوطنية يمكن أن نجد في السوق الدولي للسندات العادية ذات المعدل الثابت، ذات المعدل المتغير، السندات القابلة للتحويل، السندات ذات حق الاكتتاب المستقبلي في أسهم وسندات المؤسسة.

هناك العديد من الوسائل التي يمكن اللجوء إليها للتقليل من الخطر الذي يتعرض له المقرضون من بينها:

- توفير ضمان للإصدار: يمكن أن يستفيد القرض من كفالة ضامن، ففي حالة عجز المصدر عن الدفع أو عدم الالتزام بنود عقد الإصدار يدفع المبلغ الأساسي والفوائد من قبل الضامن.

- ترتيب الإصدار: تتغير درجة ترتيب الإصدارات ضمن خصوم المصدر، وذلك حسب مستوى المخاطر فكلما كانت من المراتب العليا كلما نقص الخطر الذي يتعرض له المقرض .
- بنود عقد الإصدار: تسمح بنود عقد الإصدار المعدة بدقة للمقرضين باختيار الإصدار المناسب من حيث درجة الخطر التي يمكن للمقرض تحملها كما توضح الإجراءات المتبعة في حالة العجز عن التسديد.
- التصنيف الائتماني : حتى يستطيع المصدر الحصول على قرض من سوق السندات الدولية لا بد أن يتصف القرض بدرجة أقل من خطر القدرة على السداد ، والذي يمكن تصنيفه انطلاقاً من تحليل وضعية المقرض، أو انطلاقاً من تصنيفه من قبل مؤسسات التصنيف الائتماني أشهرها moody's و standar & poor's إضافة إلى coface و fitch والتي تختص في تقييم الديون التجارية التي تستحق في أقل من 6 أشهر.

وقد تزايدت المنافسة في الآونة الأخيرة بين مؤسسات التصنيف الائتماني مما أدى إلى ظهور مؤسسات تصنيف متخصصة بنوع محدد فقط من الأوراق المالي، وتقوم هذه المؤسسات بالتصنيف انطلاقاً من بيانات كمية ونوعية عن المقرض والمقرض، قبل إصدار تقريرها والذي يرفق بتفسير لذلك التصنيف.

الجدول رقم (7) : تصنيف السندات حسب وكالات التصنيف

الخصائص	فيتش	ستاندرز أند بورز	موديز
أقصى درجة الأمان	AAA	AAA	Aaa
جودة عالية أو جيدة	AA+	AA+	Aa1
	AA	AA	Aa2
	AA-	AA-	Aa3
متوسط الجودة	AA+	AA+	A1
	A	A	A2
	A-	A-	A3
جودة أقل من المتوسط	BBB+	BBB+	Baa1
	BBB	BBB	Baa2
	BBB-	BBB-	Baa3
مضاربة	BB+	BB+	Ba1
	BB	BB	Ba2
	BB-	BB-	Ba3

مضاربة شديدة	B+	B+	B1
	B	B	B2
	B-	B-	B3
مضاربة شديدة	C	CCC+	Caa
		CCC	Ca
		CCC-	C
وجود مشاكل	DDD	D	
	DD		
	D		

Source : F Mishkin, Monnaie, **banque et marchés financiers**, Pearson Education France, 9eme édition, Paris 2010, p. 146.

III.2.4 سوق الأسهم الدولية

إن الأسهم الدولية تمثل ملكية المستثمر أو المشتري لتلك الأسهم لجزء من الشركة المصدرة. يتم الإصدار من قبل شركة معينة في بلدان غير البلد الأصلي لها. أما التوزيع فتقوم به هيئة دولية مكونة من بنوك ومؤسسات مالية متخصصة.

تعرف الأسهم الدولية على أنها أوراق مالية تعبر بالنسبة لمالكها عن حق ملكية له من شركة أجنبية، على غرار الأسهم على المستوى الوطني تنقسم الأسهم الدولية إلى أسهم عادية و أسهم ممتازة إلا أنها تختلف عن الوطنية في طبيعة المكتسبين فيها و إعفائها الجبائي ، فالمكتسبون مختلفو الجنسية كما يعتبر من الصعب على السلطات الجبائية فرض الضرائب على التوزيعات بسبب صعوبة الرقابة عليها و معرفة طبيعتها .

إن الإصدار الدولي للأسهم هو عبارة عن إصدار للأسهم المملوكة لعدد من المستثمرين في عدد من الدول المختلفة في الوقت نفسه. وربما يتم طرح الإصدار الدولي في الوقت نفسه كإصدار محلي أو على أنه إصدار عام في سوق محلية أخرى للأسهم.

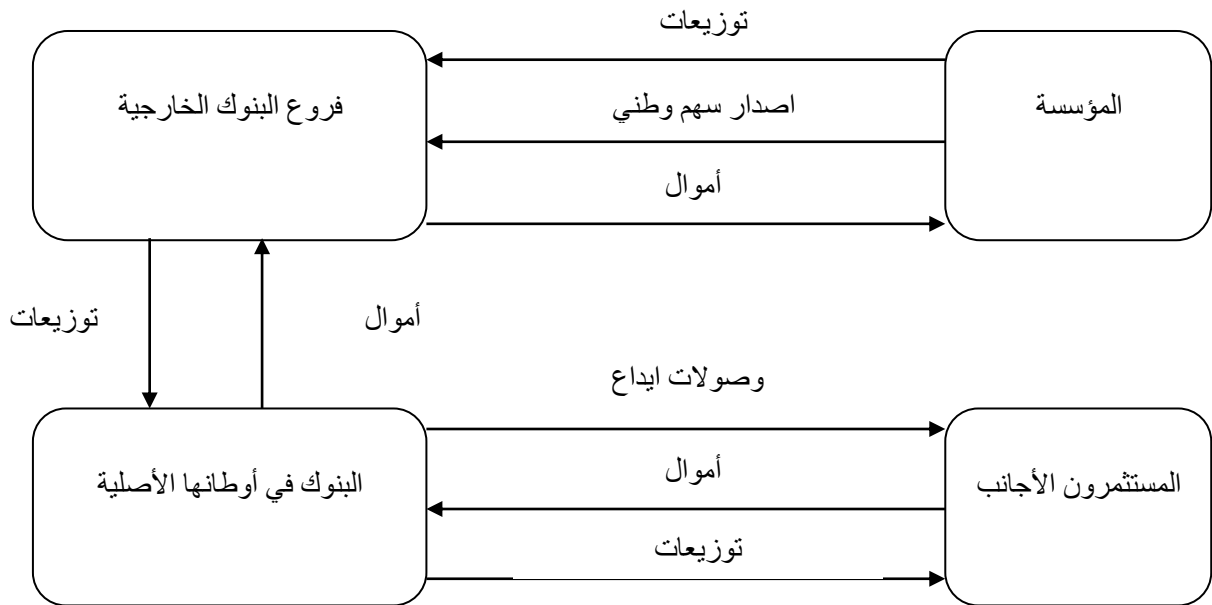
تختلف طريقة إصدار الأسهم الدولية عن الأسهم الوطنية يتم إصدارها على المستوى الدولي بإحدى الطريقتين:

- إصدار مباشر: بحيث تقوم الشركة بتوفير أسهمها مباشرة ساحات مالية متعددة على المستوى الدولية لمن يكتب فيها ويكون ذلك عادة بالاستعانة الاتحاد من البنوك المتواجدة في أوطان متعددة

تضطر المؤسسات في مثل هذا الإصدار إلى التسجيل في بورصات عالمية متعددة و الخضوع بالتالي إلى تشريعات و قوانين دول كثيرة و ما يرتبط ذلك بتكاليف مرتفعة .

- إصدارات الأسهم بطريقة غير مباشرة: يمكن أن يكون الإصدار غير مباشر بحيث يكون الإصدار وطنيا و لكن بيع الأسهم للمكثبين يكون في دول خارج الوطنية عبر الفروع الخاصة بالبنوك الأجنبية المتواجدة في الوطن عن طريق وصولات الإيداع الدولية. والشكل التالي يوضع هذه العملية:

الشكل رقم (11): الإصدار غير المباشر للأسهم الدولية



المصدر: جبار محفوظ، البورصة وموقعها من أسواق العمليات المالية، دار هومة، الجزائر، 2002.

- وصولات الايداع الدولية (Global Depository Reciep)

نشأت وصولات الايداع لظهور بعض الحاجات لدى الشركات الأوروبية للحصول على فوائض أمريكية دون الاضطرار الى التسجيل في بورصة نيويورك و الخضوع لقوانينها . فكانت من هنا ظهور ما يعرف بوصولات الايداع الأمريكية ADR و التي تعرف على أنها شهادة للمستثمر الأمريكي على ملكته أسهم متواجدة في دولة أخرى تغطية الحق في الحصول على توزيعات الأرباح و التنازل و التداول في الأسهم الأصلية.

و هي عبارة عن شهادات تصدر عن إحدى البنوك العالمية مقابل إيداع أسهم معينة لدى هذا البنك و يتم تداول هذه الشهادات في أسواق المال العالمية ، و هي تعطى لملكها الحق في استبدال شهادته بالأسهم المقابلة لها و تداولها في البورصة و بالمثل يلتزم بنك الإيداع بقبول طلبات المساهمين باستبدال الأسهم بشهادات الإيداع الدولية و تداولها في البورصة العالمية . و من حق حامل شهادات الإيداع الدولية الذي هو مالك السهم حضور الجمعيات العمومية بالإحالة أو بالنيابة طبقا لقواعد صحة النيابة عن المساهمين.

خلاصة الفصل

في الأخير يمكن القول بأن المتعاملين في كل البورصات والأسواق المالية في العالم يحتاجون دائما وباستمرار للمعلومات، التي تصلهم في أقرب الآجال لمعرفة اتجاه تلك الأسواق. ولتأدية هذه الوظيفة ظهرت المؤشرات التي تعد المرآة العاكسة للتطورات والتذبذبات التي تحصل في كل بورصة. وبالرغم من اعتماد كل المؤشرات على نظرية العينة في تكوينها وبنائها إلا أنها لا تحسب جميعها بنفس الطريقة، وتختلف من سوق مالية إلى أخرى من حيث طرق حسابها وكذلك من حيث تنوعها بحسب الهدف الذي أنشئت من أجله. تنشر الأسواق المالية العالمية عددا هائلا من المؤشرات، هذا العدد مع عولمة التعامل في الأدوات المالية وخلق اختيارات للمؤشرات واستعمال المؤشرات في تسيير المحافظ المالية أدى إلى إنشاء بورصات لتسجيل وتداول المؤشرات نفسها.

وبسبب كل هذه التطورات والتحويلات الاقتصادية والمالية الجديدة في الآونة الأخيرة، أصبح إيجاد مؤشر جديد يتمتع بتمثيل جيد للسوق التي يحسب فيها أمرا ضروريا جدا، حتى وإن كان استعماله محدودا في بعض الحالات سواء بالنسبة للاقتصاد أو للشركة.

الخاتمة

لاشك أن الهدف الأساسي لأي مستثمر هو تحقيق أعلى ربح ممكن بأقل التكاليف أي تخفيض الخسائر المحتملة إلى أدنى حد ممكن خاصة في مجال الأوراق المالية، وتعتبر الأسواق المالية، الملجأ المناسب للمستثمرين من أجل الوصول إلى أهدافهم في أسرع وقت ممكن، وذلك لما تتسم به من تنظيم ومن تسهيلات تتاح للمتعاملين فيها وكذا لوظائفها المتعددة على النشاط الاقتصادي ككل، ومما زاد من أهميتها هو ظهور المشتقات المالية نتيجة للثورة التي حدثت في تكنولوجيا الاتصالات فساهمت هذه الأخيرة وبشكل كبير في تطوير الأسواق المالية وتشجيع الكثيرين على الاندماج فيها لما لها من مزايا تجعلها أكثر أدوات الاستثمار استخداما على مدار العقدين الأخيرين من القرن الجاري، قدمتها مراكز البحث والابتكار لتلبية لحاجات المؤسسات المالية والمصرفية والمنشآت التجارية والصناعية والمقرضين والمقترضين، وكافة الجهات التي ترغب في حماية أصولها المالية ضد مخاطر تقلبات الأسعار، فأصبحت المخاطر منذ ذلك الحين تباع وتشترى في الأسواق المالية شأنها في ذلك شأن سائر السلع، واختار أصحاب الفوائض المالية توجيه مدخراتهم إلى أسواق المال طلبا للكسب السريع واستخلاص الثروة بين أيدي الآخرين كما اختار المحترفون في المضاربة، المضاربة في المشتقات المالية عن المضاربة في الأدوات التقليدية حيث يبيعون ما لا يملكون، وما يميزها أكثر هو أهمية الأدوات المتعامل عليها في أسواقها وهي: عقود الخيار، العقود المستقبلية، العقود الآجلة والمبادلات وعقود أخرى نتجت عن ما تمخضت عنه الهندسة المالية وما قام بصناعته المهندسون الماليون والتي أعطت للمستثمرين فرصا واسعة لجني أرباح ضخمة كما وفرت لهم من جانب آخر أدوات للتحوط تتيح لهم حماية أنفسهم من آثار التقلبات التي تنشأ عادة اما عن تقلب أسعار الصرف أو تقلبات أسعار الفائدة أو تقلب أسعار أصول المحافظ الاستثمارية سواء سلعا أو أوراقا مالية.

قائمة المراجع

I/ مراجع اللغة العربية

1. أحمد بن حسن، صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور اقتصادي إسلامي، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2001.
2. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة قسنطينة، 2002-2003.
3. أحمد صلاح عطية، مشاكل المحاسبة والإفصاح في صناديق الاستثمار، الدار الجامعية، 2003.
4. أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دلتا البركة، جدة، 1995.
5. أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية، دار النفائس، الأردن، ط.1، 2007.
6. أحمد زكريا صيام، مبادئ الاستثمار، دار المناهج، الأردن، ط.2، 2003.
7. أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار السيرة، عمان، الطبعة الأولى، 2004.
8. أشرف محمد دوابة، صناديق الاستثمار في البنوك الإسلامية، دار السلام، القاهرة، ط.1، 2004.
9. السعيد فرحات جمعة، الأداء المالي للمنظمات الأعمال (التحديات الراهنة)، دار المريخ، الرياض، 2000.
10. السيد عليوه، تحليل مخاطر الاستثمار، دار الأمين، القاهرة، 2006.
11. الميداني محمد أمين، الإدارة التمويلية في الشركات، مكتبة العبيكان، الرياض، الطبعة الرابعة، 2004.
12. أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
13. أمين السيد أحمد لطفي، المراجعة الدولية وعمولة أسواق رأس المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
14. أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة، القاهرة، 2007.
15. إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
16. بشر الموصلي، البورصة، شعاع للنشر والعلوم، سوريا، الطبعة الأولى، 2003.
17. جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، 2003.
18. جوليت فيرلي، استثمار أموالك في صناديق الاستثمار، دار الفاروق، القاهرة، الطبعة العربية الأولى، 2001.
19. حسني المصري، صناديق الاستثمار المشتركة في القانون الكويتي والقانون المقارن، مطبوعات جامعة الكويت، 1995.
20. حسني علي خريوش، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، المكتبة الوطنية، الأردن، 1996.
21. حسن محمد الفطافطة، صناديق الاستثمار في الدول العربية، المكتبة الوطنية، عمان، 2001.
22. حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والاستثمار، دار المكتب المصرية، دمشق، 2006.
23. حسين بني هاني، الأسواق المالية، دار الكندي، عمان، الطبعة الأولى، 2002.

24. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق، الأردن، 2001.
25. خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة، الأردن، 2003.
26. خالد وهيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة، عمان-الأردن، طبعة ثانية، 2000.
27. دوج جيرلاش، الاستثمار عبر الأنترنت، دار الفاروق، القاهرة، 2001.
28. رمزي زكي، العولمة المالية والاقتصاد السياسي لرأس المال المالي الدولي، دار المستقبل العربي، القاهرة، 1999.
29. سعيد توفيق، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، الإسكندرية، 1998.
30. سنغ كفالجيت، عولمة المال، دار الفارابي، لبنان، 2001.
31. صبح محمود، التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية، البيان للطباعة والنشر، ط.3، 2000.
32. صلاح الدين حسين السيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، القاهرة، 2003.
33. طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
34. عاطف وليم أندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
35. عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005.
36. عبد الرزاق القاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمخاطر الاستثمارية، منشورات كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2008-2009.
37. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
38. عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2003.
39. عبد الغفار حنفي وجلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
40. عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
41. عبد الغفار حنفي ورسمية قرياقص، أسواق المال، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2003.
42. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، دار أسامة، الأردن، 2008.
43. علي كنعان، الأسواق المالية، منشورات كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2009.
44. غازي فلاح المومني، إدارة مخاطر الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، الأردن، 2003.
45. علي كنعان، الأسواق المالية، منشورات كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، 2009.
46. غازي فلاح المومني، إدارة مخاطر الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، الأردن، 2003.
47. فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، دار المريخ، الرياض، 2002.
48. فليح حسن خلف، الأسواق المالية النقدية، عالم الكتاب الحديث، الأردن، 2006.
49. محمد جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وتحليل الأوراق المالية، دار الرشيد، بغداد، ط.1، 1982.
50. محمد صالح جابر، الاستثمارات بالأسهم والسندات وإدارة المخاطر الاستثمارية، دار وائل، عمان، ط.3، 2005.
51. محمد صالح الخناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية، الدار الجامعية، 1998.

52. محمد صالح الخناوي و جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، القاهرة، 2002.
53. محمد صالح الخناوي، نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004-2005.
54. محمد صالح الخناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتبة الجامعية الحديثة، الإسكندرية، 2007.
55. محمد صالح الخناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
56. محمد عثمان اسماعيل حميد، أسواق المال وبورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل مشروعات الأعمال، دار النهضة، 1993.
57. محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار الحامد، الأردن، 2006.
58. محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، جامعة العلوم التطبيقية، الأردن، 1993.
59. محمد مطر وفايز تميم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، الأردن، ط.1، 2005.
60. محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء، مصر، 2000.
61. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق، الأردن، الطبعة الأولى، 2005.
62. منير إبراهيم هندي، إدارة البنوك-مدخل اتخاذ القرارات، مركز الدالتا، الإسكندرية، ط.3، 1996.
63. منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
64. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003.
65. منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
66. منير إبراهيم هندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المؤسسة العربية المصرفية، البحرين، 1993.
67. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993.
68. منير إبراهيم هندي، صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
69. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2004.
70. منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 2007.
71. منى قاسم، صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 1995.
72. مهدي زويلف وتحسين الطراونة، منهجية البحث العلمي، دار الفكر، الأردن، طبعة أولى، 1998.
73. نصر علي أحمد طاحون، شركة إدارة محافظ الأوراق المالية في مصر، دار النهضة العربية، مصر، 2003.
74. نزيه عبد المقصود مبروك، صناديق الاستثمار بين الاقتصاد الإسلامي والاقتصاد الوضعي، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
75. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، عمان، الطبعة الأولى، 2003.
76. وائق حمد أبو عمر، محفظة الأوراق المالية، دار الرضا، دمشق، الطبعة الأولى، 2003.

77. وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، الجزء الثاني، دار المنهل اللبناني- مكتبة رأس النبع، بيروت، ط.1، 2003.

II / مراجع اللغة الأجنبية

- 1- Alain Choinel et Gérard Rouyer, **Le marché financier**, Revue Banque édition, Paris, 2002.
- 2- B. Belletante, **La source: temple de la spéculation ou marché financier?**, Hatier, France, 5^{ème} édition, 1991.
- 3- Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, **les marchés Financiers et la gestion de portefeuille**, Dunod, Paris, 2^{ème} édition, 1976.
- 4- Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, **Les Marchés Financiers: Gestion de Portefeuille et des risques**, Dunod, Paris, 3^{ème} édition, 1997.
- 5- Broquet, Cobbaut, Gillet, Van der Berg, **Gestion de portefeuille**, de boeck et larcier, Paris, 4^{ème} édition, 2004.
- 6- Christian Hurson et Constantin Zopounidis, **Gestion de Portefeuilles et Analyse multicritère**, Economica, Paris, Octobre 1997.
- 7- Christian Walter, **Searching for Scaling Laws in Distributional Properties of Price Variations: A Review over 40 years**, Price Water House Coopers and University of Evry, Paris, April 2001.
- 8- Erwan Le Saout, **Introduction aux marchés Financiers**, Economica, Paris, 2^{ème} édition, 2008.
- 9- Frank K. Reilly and Keith C. Brown, **Investment Analysis and Portfolio Management**, Thomson, USA, 7th Edition, 2003
- 10- Frédéric Herbin, Catherine Bailleul, Octave Jokung, Pierre N'Gahane, **Finance et placement**, Armand Colin, Paris, 1998.
- 11- Fullerj and Farrel, **Modern Investment and Society Analysis**, Mc Graw-Hill Book Co Inc, N.Y.
- 12- Guy Caudamine et Jean Montier, **Banque et marchés financiers**, Economica, Paris, 1998.
- 13- Jean Barreau et Jacqueline Delahay, **Gestion Financière**, Dunod, Paris, 10^{ème} Edition, 2001.
- 14- J.C.Francis, **Investments: Analysis and Management**, McGraw-Hill, Inc, New York, Fourth Edition, 1976.
- 15- Jean- Laurent vivianim , **gestion de portefeuille**, dunod, paris, 2^{ème}édition, 2001.
- 16- Jean Salvati, **Mesure de performance et gestion de portefeuille**, Encyclopédie des marchés financiers, Edition Yves Simon, Tome II, 2000.
- 17- J. Lorie, P. Dodd et M. Kimpton, **The Stock Market: Theories and evidence**, Dow-Jones-Irwin, 2nd ed., 1985.
- 18- Monder Bellalah, **Gestion de portefeuille: Analyse quantitative de la rentabilité et de risque**, Pearson Education, Paris, 2004.
- 19- Pascal Grandin, **Mesure de performance des fonds d'investissement: Méthodologie et résultats**, Economica, Paris, 1998.

- 20- Pascale Viala et Eric Briys, **Elément de Théorie Financière**, NATHAN, France, 1995
- 21- Patrice Fontaine, **Gestion des portefeuilles internationaux**, Encyclopédie des marchés financiers, édition Yves Simon, Tome II, 2000.
- 22- P. Gobry, **Les indices boursiers et les marchés d'indice boursier**, P.U.F, Paris, 1^{ère} édition, 1990.
- 23- Pierre Vernimmen, **Finance d'entreprise**, Dollaz, Paris, 6^{ème} édition, 2005.
- 24- Philippe Bertrand, Jean-Luc Prigent, **Gestion de Portefeuille: Analyse quantitative et gestion structurée**, Economica, Paris, 2006.
- 25- Philippe Gillet, **l'efficience des marchés financiers**, Economica, Paris, 2^{ème} Edition, 2006.
- 26- Phillipe Spisser, **Information économique et marché financier**, Economica, Paris, 2000.
- 27- Robert Goffin, **Principe de Finance Moderne**, Economica, Paris, 3^{ème} édition.
- 28- Robert O.E. Demister, **Financial Institutions**, Markets and Management, Mc Gran-Hill Book company, U.S.A, 1980.
- 29- Suzanne de Brunoff et al, **La mondialisation Financière genèse, couts et enjeux**, Syros, 1996.