

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الجزائر 03

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم المالية والمحاسبة

مطبوعة بيداغوجية مقدمة في مقياس:

الأسواق المالية

موجهة لطلبة السنة الثالثة قسم ليسانس L M D تخصص مالية

إعداد الدكتور: عيساني منصور

السنة الجامعية: 2025 - 2026

فهرس المحتويات:

01	فهرس المحتويات:
05	مقدمة:
08	المحور الاول: مدخل إلى التمويل المالي
08	أولا: ماهية التمويل المالي.
11	ثانيا: أشكال التمويل.
15	المحور الثاني: أساسيات الأسواق المالية.
15	أولا: سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى.
21	ثانيا: : سوق الأوراق المالية: خصائصها، وظائفها.
24	المحور الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية
24	أولا: أركان سوق الأوراق المالية.
25	ثانيا: الأبعاد الإدارية والتنظيمية ببورصة الأوراق المالية.
29	ثالثا: نظام تشغيل بورصة الأوراق المالية.
31	رابعا : تنظيم بورصة الأوراق المالية.
35	المحور الرابع: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.
35	أولا: أدوات الملكية المتداولة في سوق الأوراق المالية.
39	ثانيا: أدوات المديونية المتداولة في سوق الأوراق المالية
44	ثالثا: المشتقات المالية.
50	المحور الخامس: أوامر البورصة - أو السوق (Market Orders) ، التسعير.
50	أولا: أوامر البورصة.
56	ثانيا: التسعير في بورصة الأوراق المالية.

61	المحور السادس: مؤشرات أسواق الأوراق المالية.
61	أولاً: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية.
63	ثانياً: استخدامات المؤشر في أسواق الأوراق المالية.
64	ثالثاً: بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية
71	المحور السابع: عمليات البورصة
71	أولاً: ماهية عمليات البورصة.
76	ثانياً: عملية الإدراج في البورصة.
80	المحور الثامن: كفاءة سوق الأوراق المالية.
80	أولاً: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية.
87	ثانياً: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية و متطلبات كفاءتها.
93	المحور التاسع: التحليل الأساسي والتحليل الفني في سوق الأوراق المالية
93	أولاً: التحليل الأساسي.
99	ثانياً: التحليل الفني.
101	ثالثاً: مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية.
106	قائمة المراجع:

قائمة الجداول:

الرقم	العنوان	الصفحة
01	معايير تصنيف الأسهم.	36
02	معايير تصنيف السندات.	39
03	مقارنة بين الأسهم والسندات.	43

قائمة الأشكال:

الصفحة	العنوان	رقم
20	مكونات السوق الثانية والعلاقة التي تربط بينها.	01
83	الأشكال المختلفة لكفاءة السوق.	02
84	رد فعل سعر السهم اتجاه معلومة جديدة في سوق كفاءة وفي سوق غير كفاءة.	03
89	مجموعة المعلومات المتوفرة حول سهم معين.	04

بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله رب العالمين

وبعد:

يعتبر مقياس الأسواق المالية من المقاييس المبرمجة لطلبة السنة الثالثة ليسانس في العلوم المالية والمحاسبة، والتي تدرس في السداسي الخامس في وحدة التعليم الأساسية، وقد تم إعداد هذه المطبوعة وفق البرنامج الوزاري المعتمد، حيث تم عرض المادة العلمية في محاور كما يلي:

محاور مقياس الأسواق المالية:

المحور	الموضوع
الأول	مدخل إلى النظام المالي
الثاني	أساسيات الأسواق المالية
الثالث	تنظيم سوق الأوراق المالية.
الرابع	أدوات سوق الأوراق المالية والمشتقات المالية.
الخامس	الأوامر و التسعير في سوق الأوراق المالية
السادس	مؤشرات سوق الأوراق المالية
السابع	عمليات الإدراج في سوق الأوراق المالية
الثامن	كفاءة سوق الأوراق المالية.
التاسع	التحليل الفني والأساسي في سوق الأوراق المالية

مقدمة:

وجدت الأسواق في المجتمعات منذ القدم، حيث كان يتم فيها تبادل السلع عن طريق المقايضة، ثم عن طريق المبادلة بالنقود، كما أن تبادل السلع كان يتم عن طريق الاتصال المباشر، ثم بعد أن تطورت وسائل الاتصال، أصبح التبادل يتم عن طريق هذه الوسائل بشكل مباشر، أو بواسطة الوسطاء والوكلاء.

بناء على ذلك تطور مفهوم السوق، فلم يعد يقتصر على المكان المعين، بل لشم كل تبادل للسلع وغيرها، سواء حصل ذلك بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، ونتيجة لكبر حجم الإنتاج، وازدياد حجم التبادل التجاري تبعاً لذلك، ظهرت الأسواق المتخصصة، كأسواق المواد الغذائية، وأسواق السلع المعمرة، وأسواق الذهب، ثم بعد ذلك الأسواق المتخصصة في بيع وشراء الأوراق المالية، والتي تعرف بالبورصات.

وقد أصبحت هذه الأسواق تتوفر على منتجات متنوعة من أسهم وسندات بمختلف أنواعها وأدوات مستحدثة كالمشتقات والأوراق المهجنة، تسمح للمستثمرين بتنوع استثماراتهم المالية. وتتركز فكرة الأسواق المالية على العلاقة التي تربط بين حجم السوق وحجم الإنتاج، فمع تطور حجم المشروعات إلى مشروعات كبيرة، وتنوع نشاطها واتساع تصريف المنتجات، وظهور نظام الإنتاج الكبير في السوق مع انفصال الملكية عن الإدارة، زادت حاجة المشروعات لمزيد من الأموال، الأمر الذي أدى إلى ظهور المؤسسات المالية التي تقوم بتجميع المدخرات من الأفراد وإقراضها لهذه المشروعات لتمويل عملياتها التجارية، ومشروعاتها الاستثمارية، ومع زيادة الطلب على الأموال من قبل المستثمرين والشركاء عن المعروض منه في السوق المالي ظهرت الأسواق المتقدمة مع الاهتمام بأسعار الفائدة على القروض والودائع لأجل.

تحتل الأسواق المالية مركز حيوي في النظم الاقتصادية المعاصرة، خاصة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية، ويتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة لما تزاوله من نشاط.

و تتركز فكرة الأسواق المالية على العلاقة التي تربط بين حجم السوق وحجم الإنتاج، فمع تطور حجم المشروعات إلى مشروعات كبيرة، وتنوع نشاطها واتساع تصريف المنتجات، وظهور نظام الإنتاج الكبير في السوق مع انفصال الملكية عن الإدارة، زادت حاجة المشروعات لمزيد من الأموال، الأمر الذي أدى إلى ظهور المؤسسات المالية التي تقوم بتجميع المدخرات من الأفراد وإقراضها لهذه المشروعات لتمويل عملياتها التجارية، ومشروعاتها الاستثمارية، ومع زيادة الطلب على الأموال من قبل المستثمرين والشركاء عن المعروض منه في السوق المالي ظهرت الأسواق المتقدمة مع الاهتمام بأسعار الفائدة على القروض والودائع لأجل.

ومن هنا تعتبر الأسواق المالية، ذات أهمية كبرى للاقتصاد القومي والمستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق باعتبارها المنبع للأموال التي تتلقاها الشركات في تكوين رؤوس الأموال لمشروعاتها

الاستثمارية وتمويل عمليات النمو والتوسع في الشركات القائمة فضلا عن كونها أحد متطلبات الإصلاح الاقتصادي.

المحور الاول: مدخل إلى التمويل المالي.

أولاً: ماهية التمويل المالي.

ثانياً: أشكال التمويل المالي.

المحور الاول: مدخل إلى التمويل المالي

تمهيد:

إن تمويل الاقتصاد يتوقف بشكل رئيسي على مدى قدرة الاقتصاد ككل من توفير الموارد المالية الكافية والضرورية في الوقت المناسب وبالمقدار الملائم لتمويل الاستثمار بشكل دائم و مستمر، وللتمول دور هام في نمو الاقتصاد، فهو يعتبر الطاقة المحركة لمشاريعه، و من خلال هذا المبحث سوف نوضح مفهوم التمويل و أهميته في تمويل الاقتصاد وكذا أشكاله المختلفة و آلية التمويل ضمن سوق الأوراق المالية.

في ظل الاقتصاديات المعاصرة التي نتعايش معها أصبح موضوع توفير التمويل للمشاريع من أساسيات قيام الاقتصاد لما له من دور تنموي كبير على مختلف الأصعدة فهو ينطوي على تعظيم المنفعة أو زيادة الموارد من خلال توظيف مبالغ معينة في أنشطة تدر عائداً على القائمين على المشاريع وعلى الممولين له على حد سواء.

و لسوق الأوراق المالية دور رئيسي في التمويل و محرك أساسي للحياة الاقتصادية بشكل عام لما يوفره من موارد لتجسيد المشاريع و استمرارها.

أولاً: ماهية التمويل المالي:

1- مفهوم التمويل:

1-1 تطور مفهوم التمويل : يعتبر التمويل من أقدم فروع علم الاقتصاد إلا أن دراسته لم تحظ بالاهتمام إلا منذ عهد قريب عندما تولد الإحساس بضرورة وضع المبادئ الأساسية لنظرية التمويل بعد ثراء النظرية الاقتصادية وما أسفرت عنه الدراسات التحليلية في هذا المجال من نتائج تمثلت في مجموعة من المبادئ أصبح من السهل تكييفها وبلورتها في نظرية التمويل¹.

ولقد حاول الباحثون إبراز أهمية الوظيفة التمويلية وأثرها على عمل المشروع وتطوره وتفاوت درجة فعالية طرق التمويل وأساليبه لكنهم أجمعوا على أن التمويل يعني " توفير المبالغ النقدية اللازمة لدفع تطوير مشروع عام أو خاص"².

غير أن اعتبار التمويل على أنه الحصول على الأموال واستخدامها للتشغيل أو تطوير المشروع يمثل النظرية التقليدية للوظيفة التمويلية وهي نظرة تركز أساساً على تحديد أفضل مصدر للحصول على الأموال من عدة مصادر متاحة ولذلك فإنه لا بد لكي يكون هذا التعريف متماشياً مع النظرة الحديثة لمفهوم التمويل أن يفهم على أنه يتضمن جميع القرارات التي تتخذها الإدارة المالية لجعل استخدام الأموال استخداماً اقتصادياً بما في ذلك الاستخدامات البديلة ودراسة تكلفة المصادر المتاحة والنظر إلى القضايا المالية على أنها غير منفصلة عن أعمال كثيرة أخرى في الاقتصاد.

¹ - محمد السيد سعيد ، الهياكل التمويلية للشركات ، النور للطباعة النشر و التوزيع، مصر، 2008 ، ص ص : 09-10.

² - عماد أمين رجب ، الوظيفة المالية في المؤسسة ، الدار الثقافية للنشر، الطبعة الأولى ، القاهرة ، مصر ، 2012 ، ص : 03.

ففي الاقتصاديات المعاصرة يشكل التمويل أحد الأنشطة الرئيسية لتطوير القوى المنتجة وبالتالي الإنتاج فهو يحدد مسار رأس المال نفسه وبخاصة اللحظة الأساسية في تحويل رأسمال نقدي إلى رأسمال منتج فبدون المال وبدون الوسائل المالية لا يمكن أن يحدث هذا التحول لأن الحصول على مستلزمات الإنتاج لا يتحقق إلا عن طريق المبادلة في أسواق معينة وهذا تأكيد لمقولة "المال قوام الأعمال"، فالحاجة إلى رأس المال من أجل التمويل تتبع من كل القطاعات العامة أو الخاصة، من الدولة وكذا من الخارج وذلك لتسهيل القيام بجملة من الأنشطة حسب الدور الذي يلعبه كل متعامل اقتصادي من المتعاملين السابقين.

فالمؤسسات تحتاج إلى موارد مالية أولا من أجل الحصول على المعدات والتجهيزات، وثانيا من أجل مواكبة التطور الصناعي و التجاري، وأخيرا من أجل تسديد التزاماتها واستحقاقاتها من أجور ومصاريف وغيرها. والخواص يطالبون بالحاجة لتوفير المال بسبب الفرق الموجود بين مستوى مداخلهم ومستوى المصاريف التي يجب أن يقوموا بها، وعليه فالصعوبات المالية لديهم تتبع إما من صعوبات مؤقتة في السيولة أو ضرورة تسديد مصاريف استثنائية، أو الرغبة في اقتناء أو استبدال معدات، وكذا الرغبة في الحصول على ملكية بناء أو استثمار.

1-2 تعريف التمويل:

لقد تطور مفهوم التمويل خلال العقود الأخيرة تطورا ملحوظا مما جعلنا نلاحظ تباينا بين تعاريفه عند الاقتصاديين. إذ تتمثل عملية التمويل في البحث والحصول على الموارد المالية الضرورية لتحقيق الأهداف المسطرة¹.

- **التمويل** هو البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال مع اختيار و تقييم تلك الطرق والحصول على المزيج الأفضل بينها بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات و التزامات المؤسسة المالية².

- **التمويل** هو انتقال رؤوس الأموال من أماكن وفرتها سواء كانت محلية أو أجنبية إلى مجالات العجز لتفعيل مشروعات التنمية³.

كما عرف **التمويل** على أنه تلك المجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثمارات الدولة أو المؤسسة و تحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقرضة للأموال المملوكة من أجل تغطية الاستثمارات⁴.

¹ - مفيد يحيوي، تحديد الهيكل المباشر الأمثل في المؤسسة العمومية الاقتصادية الجزائرية، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 13 ، جامعة بسكرة ، أكتوبر 2002 ، ص: 86.

² - أسماء رزاق ، آليات تمويل سياسة حماية البيئة في الجزائر - دراسة حالة ولاية بسكرة، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 13 ، جامعة بسكرة ، أكتوبر 2002، ص: 104.

³ - حمزة الشخي ، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة ، دار الصفاء للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2006 ، ص : 20.

⁴ - هيثم محمد الزغبى ، الإدارة و التحليل المالي ، دار الفكر للطباعة و النشر ، الأردن 2010 ، ص: 77.

عرفته دائرة المعارف البريطانية بأنه :مجموعة الأعمال والتصرفات التي تمدنا بوسائل الدفع 4 ، ومنه نستخلص ما يلي¹:

- ◀ التمويل خاص بالمبالغ النقدية و ليس السلع والخدمات.
- ◀ التمويل هو المبالغ النقدية لا أكثر ولا أقل.
- ◀ الغرض الأساسي للتمويل هو تطوير المشاريع العامة و الخاصة.
- ◀ يجب أن يقدم التمويل في الوقت المناسب أي في أوقات الحاجة إليه.
- من خلال التعاريف السابقة يمكن استخلاص أن المقصود بالتمويل هو توفير الموارد المالية اللازمة لتمويل الاقتصاد بما يعنى تمويل المشاريع الاستثمارية وذلك بعد دراسة المجالات المتوفرة و كلفة كل مجال للمفاضلة بينهم.

1-3 أهمية التمويل:

يمكن تلخيص أهمية التمويل فيما يلي

- ◀ تحرير الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها.
- ◀ يساهم في تحقيق أهداف المنشأة من اجل اقتناء أو استبدال المعدات.
- ◀ يعتبر وسيلة سريعة تستخدمها الحكومة و المؤسسات للخروج من حالة العجز المالي.
- ◀ يساعد على إحياء مشاريع معطلة وأخرى جديدة مما يرفع من وتيرة النمو الاقتصادي.
- ◀ المحافظة على سيولة وتوفير الأموال السائلة الكافية لمواجهة الالتزامات المترتبة عند استحقاقها، أوهي القدرة على تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسائر كبيرة.
- ونظرا لأهمية التمويل فقراره يعتبر من القرارات الأساسية لمتخذي القرارات المالية فيما يتعلق باختيارهم لمصادر التمويل اللازمة والموافقة لطبيعة المشروع الاستثماري المستهدف واختيار أحسنها، واستخدامها استخداما أمثلا بما يتناسب وتحقيق أكبر عائد بأقل تكلفة وبدون مخاطر مما يحقق بلوغ الأهداف المسطرة حيث أن قرار اختيار طرق التمويل يعتبر أساس السياسة المالية لأنه يرتبط بهيكل رأس المال وتكلفته حسب البديل الذي يكلف أقل ما يمكن.

¹ - عبد الله خبابة، السعيد إبراهيمي، آليات التمويل الإسلامي بديل لطرق التمويل التقليدية، ملتقى دولي حول : أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية الآداب والعلوم الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية قسنطينة، يومي 5 ، 6 ماي 2019، ص: 05.

ثانيا: أشكال التمويل:

يمكن النظر إلى طرق وأشكال التمويل من عدة جوانب أهمها¹:

-الغرض الذي يستخدم لأجله.

-مصدر الحصول عليه.

-المدة التي يستغرقها.

1- أشكال التمويل حسب الغرض الذي تستخدم لأجله:

1-1 تمويل الاستغلال: ويتمثل في ذلك القدر من الموارد المالية التي يتم التضحية بها في فترة معينة من أجل الحصول على عائد في نفس فترة الاستغلال، وبهذا المعنى ينصرف تمويل الاستغلال إلى تلك الأموال التي ترصد لمواجهة النفقات التي تتعلق أساسا بتشغيل الطاقة الإنتاجية للمشروع قصد الاستفادة منها كنفقات شراء المواد الخام ودفع أجور العمال وما إلى ذلك من المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي تشكل في مجموعها أوجه الإنفاق الجاري.

1-2 تمويل الاستثمار : يتمثل في الأموال المخصصة لمواجهة النفقات التي يترتب عنها خلق طاقة إنتاجية جديدة أو توسيع الطاقة الحالية للمشروع كإقتناء الآلات والتجهيزات وما إليها من العمليات التي يترتب عليها زيادة التكوين الرأسمالي للمشروع.

مما تقدم يتضح أن هناك خاصيتين أساسيتين تميزان تمويل الاستثمار هما:

-إن عائد الأموال المنفقة على الاستثمار يتحقق بعد فترة زمنية طويلة نسبيا بعد حدوث الإنفاق، كما أن العائد لا يتحقق دفعة واحدة وإنما يتوزع على فترات (دورات إنتاجية).

-زيادة عنصر عدم التأكد المرتبط بتقديرات إيرادات وتكاليف الاستثمار الناتج عن طول الفترة التي يستغرقها النشاط الاستثماري وما تفتحه من احتمالات تغير المعطيات في نهاية الفترة عن بدايتها.

2- التمويل من حيث المدة :

وبموجب معيار المدة تنقسم أشكال التمويل إلى:

1-2 تمويل قصير الأجل :

يقصد به تلك الأموال التي لا تزيد فترة استعمالها عن سنة واحدة كالمبالغ النقدية التي تخصص لدفع أجور العمال وشراء المدخلات اللازمة لإتمام العملية الإنتاجية والتي يتم تسديدها من إيرادات نفس الدورة الإنتاجية.

¹ - عماد أمين رجب ، مرجع سبق ذكره ، ص ص : 17-29.

2-2 تمويل متوسط الأجل:

يستخدم التمويل المتوسط الأجل لتمويل حاجة دائمة للمشروع كغطية تمويل أصول ثابتة أو لتمويل مشروعات تحت التنفيذ والتي تستغرق عددا من السنين، وتكون مدته ما بين سنة و 5 سنوات.

2-3 تمويل طويل الأجل :

في الوقت الذي تلجأ فيه المؤسسات لتمويل احتياجاتها الاستثمارية و التمويلية قصيرة الأجل من المصادر قصيرة الأجل و المتوسطة الأجل نجد هذه المصادر لا يمكن الاعتماد عليها في تمويل عمليات التوسع و التحسينات التي تتوى الشركة القيام بها و المتمثلة بشراء الآلات و المعدات والمباني والأصول المختلفة، وعليه تظهر الحاجة إلى الحصول على الموارد طويلة لمعالجة العمليات الحالية لأغراض التوسع و يعتمد هذا النوع من التمويل إما على التمويل من مؤسسات مالية مثل البنوك وشركات التأمين ... إلخ أو التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية وهو الآخر يتضمن العديد من طرق التمويل.

3- أشكال التمويل من حيث مصدر الحصول الموارد المالية:

وينقسم التمويل تبعا لمصادره إلى:

3-1 تمويل ذاتي :

ويقصد به مجموع الوسائل التمويلية التي أنشأتها المؤسسة بفعل نشاطها العادي أو الاستغلالي والتي تبقى تحت تصرفها بصورة دائمة أو لمدة طويلة، وعليه فالتمويل الذاتي هو نمط من التمويل يستخدم تراكم المدخرات المتأتية من الأرباح التي حققها المشروع للوفاء بالتزاماته المالية، وتختلف قدرة المؤسسة في الاعتماد على هذا المصدر لتمويل احتياجاتها ويرجع ذلك إلى أن توسيع إمكانيات التمويل الذاتي يرتبط أساسا بقدرة المشروع على ضغط تكاليف الإنتاج من جهة ورفع أسعار منتجاتها الأمر الذي يسمح بزيادة الأرباح من جهة أخرى.

3-2 تمويل خارجي :

ويتمثل في لجوء المشروع إلى المدخرات المتاحة في السوق المالية سواء كانت محلية أو أجنبية بواسطة التزامات مالية (قروض، سندات، أسهم) لمواجهة احتياجاته التمويلية وذلك في حالة عدم كفاية مصادر التمويل الذاتي المتوفرة لدى المؤسسة و هو نوعان:

3-2-1 التمويل غير المباشر :

هو آلية للاستفادة من المدخرات، ويعد بروز المؤسسات المالية الوسيطة وراء هذا الشكل من التمويل حيث تساعد على الالتقاء المرن بين وحدات الفائض و العجز و بالتالي يعد الوسيط المالي الحلقة المركزية لآلية التمويل غير المباشر، إذ يمكنه تجميع موارد مالية ببيع حقوق يكتتب فيها من قبل المقرضين النهائيين، وجذب ودائع هؤلاء مقابل التزامات معينة.

3-2-2 التمويل المباشر :

والذي يتمثل في العلاقة بين المقترض والمستثمرين دون تدخل أي وسيط بنكي أو غير بنكي. وذلك من خلال إصدار مستخدم الأموال (وحدات العجز المالي) الذين يمثلون للوحدات ذات الفائض المالي المقترضين النهائيين أو ا رقا مالية مباشرة يتعهد المدين فيها أي المقترض بدفع سلسلة من المدفوعات للدائن في المستقبل حتى يسترد صاحب الأموال مدفوعاته بالإضافة إلى عائد مناسب مقابل مخاطر التسليف أو يحرر له صك ملكية لجزء من القيم الحقيقية للمؤسسة، وتمثل الأصول المالية المتنازل عنها مستند مطالبة لحق، و يطلق على هذه الأصول المالية أو ا رق مالية مباشرة أو أو ا رق مالية أولية.

و يمكن إجمال أهم خصائص التمويل المباشر فيما يلي:

-نظام التمويل المباشر يتم عن طريق البورصة، ويقوم على النظرية النيوكلاسيكية في الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية و الدور المركزي للادخار.

-يصبح التمويل الذاتي مرتفع للمؤسسات فتلجأ للبورصة باعتبار اقتصاد الأسواق المالية اقتصاد الأموال الخاصة خصوصا في حالة التمويل عن طريق إصدار الأسهم.

-لا تهمل الوساطة في هذا النظام و إنما تعتبر كفرع في السوق.

-مشكلة إعادة التمويل ليست أساسية و العودة إلى البنك المركزي جزئية لأن البنوك التجارية لا تعود لتستدين أمام البنك المركزي.

المحور الثاني: أساسيات سوق الأوراق المالية.
أولاً: سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى.
ثانياً: سوق الأوراق المالية: خصائصها، وظائفها.

المحور الثاني: أساسيات الأسواق المالية.

تمهيد:

تستمد السوق المالية (Financial Market) مفهومها من مفهوم السوق بشكلٍ عام. فالأسواق موجودة في المجتمعات البشرية منذ القديم، ولكن السلع التي يتم التعامل بها في هذه الأسواق، وكذلك وسائل وأساليب تبادل تلك السلع هي التي لها تغيراتٌ عبر التاريخ، وذلك تبعاً لتطور الظروف الاقتصادية والاجتماعية، وتبعاً لتغير احتياجات الأفراد وتطور وسائل الاتصال فيما بينهم.

أولاً: سوق الأوراق المالية وموقعها من الأسواق الأخرى:

يُعتبر موقع سوق الأوراق المالية واضحاً ضمن تركيبة الأسواق التي تشمل أسواق النقد، أسواق المال، أسواق السلع والمعادن.

1- تعريف سوق الأوراق المالية:

سوق الأوراق المالية كبقية الأسواق الأخرى، لها مكانٌ معين ونوعٌ خاص من السلع وهي الأوراق المالية، كما يدخل في تنشيط هذه السوق عددٌ من المتعاملين الاقتصاديين كالمستثمرين السماسرة، والوسطاء، من خلال إصدار أوامر البيع والشراء للأوراق المالية، سواءً كانت أسهماً أو سندات، حيث يمكن تعريفها كما يلي:

« سوق الأوراق المالية هي تلك السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهمٍ وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة: ففي الأولى تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكانٍ جغرافي واحد معين يُعرف بـ "البورصة"، أما الثانية فتتكوّن من عددٍ من التجار والسماسرة يُباشرون كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب. كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية: ففي الأولى تُتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، وتُتداول الأوراق المالية للمنشآت وهيئات من دولٍ أجنبية¹ ».

من خلال التعريف يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل، أي التي يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواءً أكانت هذه الأدوات تُعبّر عن أداة دينٍ كالسندات، أو عن أداة ملكية كالأسهم.

¹ ضياء مجيد، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها، الإسكندرية، مؤسسة شباب المستقبل، 2005، ص: 5.

2- تقسيمات الأسواق المالية:

1-2 أنواع الأسواق المالية من حيث الأدوات المتداولة بها:

يمكن تقسيمها إلى:

1-1-2 سوق رأس المال:

تعرف سوق رأس المال بأنها: (الإطار أو التنظيم الذي يشمل العارضين أو المقترضين لرأس المال طويل الأجل، وال طالبين أو المقترضين الذين هم في حاجة إلى تلك الأموال لفترة طويلة، بالإضافة إلى عدد من الوسطاء الماليين المتخصصين)¹.

وعرفت أنها: (تلك الأسواق التي تباع فيها أوراق مالية طويلة الأجل لأول مرة، أو تتداول فيها بعد إصدارها)².

ويمكن تعريفها بأنها: (المجال الذي يتم من خلاله إصدار وتداول الأدوات المالية ذات الأجل المتوسط أو الطويل). وإنما سميت سوق رأس المال، لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات؛ لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة³.

وتتنوع سوق رأس المال إلى سوق أولية يجرى فيها إصدار الأوراق المالية، وسوق ثانوية تتداول فيها هذه الأوراق، كما أن التعامل بها يتم في البورصة وخارجها.

2-1-2 سوق النقد:

عرفت سوق النقد بأنها: (مجموعة المؤسسات، أو الوكالات، والأفراد الذين يتعاملون في النقود إقراضا واقتراضا، لأغراض قصيرة الأجل)⁴.

وعرفت بأنها: (السوق الذي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار قصيرة الأجل)⁵.

وعرفت بأنها: (الأسواق التي يتم فيها تبادل الالتزامات المالية قصيرة الأجل بين وحدات الفائض المالي ووحدات العجز المالي المؤقت)⁶.

¹ - محمد البناء، أسواق النقد والمال، القاهرة، زهراء الشرق، 1996، ص: 124.

² - عاشور عبد الجواد عبد المجيد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، مصر، دار النهضة، 1985، ص: 3.

³ - أحمد محيي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، جدة، مجموعة دلة البركة، 1995، ص: 21.

⁴ - محمد البناء، أسواق النقد والمال، مرجع سبق ذكره، ص: 01.

⁵ - طاهر حيدر الطاهر، مبادئ الاستثمار، مصر، الإعلام للنشر والتوزيع، 1998، ص: 31.

وعليه يمكن القول أن في سوق النقد يجرى التعامل في القروض قصيرة الأجل، أي التي لا يزيد أجل استحقاقها عن سنة، وهذه القروض قد تتم من خلال عقد القرض المباشر، أو من خلال الأوراق التجارية التي تتميز بسيولتها العالية، حيث يمكن تحويلها إلى نقود خلال مدة قصيرة، بأقل قدر من الخسارة، أو بدون خسارة أصلاً، وليس لسوق النقد مكان محدد يتم فيه التعامل، وإنما يتم من خلال السماسرة المتخصصين، أو البنوك التجارية، إما بالالتقاء المباشر، وإما بواسطة وسائل الاتصال، كالهاتف، والتلكس، وغيرها.

2-1-3- الفرق بين سوق رأس المال وسوق النقد:

تتفق سوق النقد وسوق رأس المال في أن كلا منهما يعد مجالاً للحصول على المال من خلال إصدار الأدوات المالية المختلفة، حيث يشتركان في تحقيق وظيفة السوق المالية في تحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز، إلا أنهما يختلفان في آجال استحقاق الأدوات المالية التي يتم التعامل بها، وفي طبيعة المؤسسات المالية التي تعمل في كل منهما، وفي الأدوات المالية التي يتم تداولها.

فأما ما يتعلق بآجال استحقاق الأدوات المالية فيتم التعامل في سوق النقد بالأدوات المالية ذات الأجل القصير، أي التي لا تزيد فترة استحقاقها عن سنة، أما سوق رأس المال فيتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل.

أما ما يتعلق بالمؤسسات المالية العاملة في كل منهما، فيأتي البنك المركزي والبنوك التجارية في مقدمة المؤسسات المالية العاملة في أسواق النقد، بالإضافة إلى الوكلاء المتخصصين في التعامل في بعض الأوراق المالية ذات الأجل القصير، أما في سوق رأس المال فأهم هذه المؤسسات: بنوك الاستثمار، والشركات المتخصصة في الوساطة بين المتعاملين، إضافة إلى المؤسسات الاستثمارية، كصناديق الاستثمار، وصناديق التقاعد، وشركات التأمين.

أما بالنسبة للأدوات المالية، ففي سوق النقد يتم تداول شهادات الإيداع والأوراق التجارية، والقبولات المصرفية، وأذونات الخزنة، وغيرها، أما في سوق رأس المال فيتم تداول الأسهم العادية، والأسهم الممتازة، والسندات.

2-2- أنواع الأسواق المالية من حيث الإصدار والتداول:

2-2-1 السوق الأولية - سوق الإصدار:-

يمكن تعريف السوق الأولية بأنها: (السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة، تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراقاً مالية، قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال، أو جهة حكومية)¹. وعرفت كذلك بأنها: (السوق التي تباع فيها الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية)².

⁶ - هدى محمد رشوان، مقدمة في الأسواق المالية، مصر، الطباعة للنشر، 2000، ص: 46.

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية، دار النشر، 1999، ص: 84.

وزيادةً في إيضاح مفهوم السوق الأولية يمكن إبراز الأمور الآتية¹:

- السوق الأولية هي السوق التي يتم من خلالها توفير رأس المال اللازم لإنشاء شركاتٍ عن طريق إصدار أدوات الملكية كالأسهم، أو أدوات الدين كالسندات.
- في السوق الأولية تُبرم العقود مباشرةً بين مُصدري الأوراق المالية وبين مُشتري هذه الأوراق من المقترضين أو المساهمين.
- في السوق الأولية تحصل الشركة المُصدرة للأوراق المالية - من جراء البيع هذه الأوراق - على احتياجاتها من الأموال، وهذا بخلاف الحال في السوق الثانوية؛ حيث لا يترتب على تداول الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة حصولها على شيءٍ من المال؛ ومن هنا قيل عن السوق الأولية أنها سوق الاستثمار الحقيقي، وعن السوق الثانوية أنها سوق الاستثمار المالي، لا الاستثمار الحقيقي.
- ويتم تصريف الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية بأحد الأسلوبين:
- أ- **الأسلوب المباشر**: بمعنى أن تباشر الشركة نفسها أمر بيع الأوراق المالية التي أصدرتها، وذلك بالاتصال المباشر بالمشتريين من الأفراد أو المؤسسات المالية، وبيع تلك الأوراق لهم².
- ب- **الأسلوب غير المباشر**: بمعنى أن يتولّى أمر تسويق الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة غيرها من المؤسسات المتخصصة في هذا الشأن كمصارف الاستثمار. ولتسويق الأوراق المالية -وفق هذا الأسلوب - أنواعٌ نذكر منها ما يلي:
- * **النوع الأول**: ما يُعرف بتأمين تغطية الاكتتاب، ويتم ذلك بصورةٍ منها:
- أن يقوم بنك الاستثمار بشراء الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة بسعرٍ يقل عن السعر المتفق على بيعها به في السوق، ثم يقوم ببيعها للمستثمرين من الأفراد والمؤسسات الاستثمارية بالسعر المتفق عليه، ويتمثل ربح البنك - في هذه الصورة - في الفرق بين سعر الشراء والبيع³.
- أن يقوم بنك الاستثمار ببيع الأوراق المالية للمستثمرين نيابةً عن الشركة المُصدرة، مع ضمان تصريف الإصدار كـلِّه، أو حدٍ أدنى منه، بسعرٍ متفقٍ عليه، بحيث إذا بقي شيءٌ من الإصدار لم يتم تصريفه فإن البنك يقوم بشراؤه⁴؛ ويأخذ البنك مقابل ذلك عمولة، تتراوح ما بين 10% إلى 15% من حصة بيع الإصدارات.

² - محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، مصر، دار النهضة، 2000، ص: 21.

¹ - Stephen A. Ross and Randolph W. Westerfield and Bradford D. Jordan, Essentials Of Corporate Finance, McGraw Hill, fourth edition, 2004, p: 16.

² - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق رأس المال، القاهرة، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ط1، 1996، ص: 38.

³ - محمد أيمن عزت الدين، الإدارة التمويلية في الشركات، الرياض، مكتبة العبكان، ط3، 1999، ص: 532.

⁴ - أحمد التهامي عبد المنعم، التمويل مقدمة في المنشآت والأسواق المالية، القاهرة، مكتبة عين شمس، 1990، ص: 24.

* **النوع الثاني:** ما يُعرَف بطريقة بذل أقصى جهدٍ ممكن؛ بحيث لا يضمن بنك الاستثمار تغطية الاكتتاب في الأوراق المالية المُصدرة، وإنما يقتصر نشاطه على بذل قصارى جهده في بيع هذه الأوراق، مقابل أجرٍ متفقٍ عليه، على أن يتم إرجاع الأوراق التي لم يتم بيعها إلى الشركة المُصدرة¹.

* **النوع الثالث:** ما يُعرَف بالترتيبات الخاصة، وذلك بأن يُرتَّب بنك الاستثمار أمر بيع الإصدار الجديد من الأوراق المالية إلى مستثمرين معيّنين، كشركات التأمين، أو غيرها من المؤسسات؛ حيث يتقاضى البنك أجراً مقابل أتعابه في مثل هذه الترتيبات².

2-2-2 السوق الثانوية - سوق التداول -:

تُدعى كذلك بسوق التداول، وتُعرَف بأنها: « تلك السوق التي يتم من خلالها بيع الأوراق المالية التي سبق إصدارها »³.

كما يمكن تعريفها على أنها: « السوق التي تتم فيها إعادة بيع الإصدارات الأولى من الأوراق المالية »⁴.
وزيادةً في إيضاح مفهوم السوق الثانوية يمكن إبراز الأمور الآتية:

- في السوق الثانوية يستطيع المقرض أو المساهم بيع جزءٍ أو كل من سندات أو أسهمه لطرفٍ آخر.
- يجري التداول والتعامل في السوق الثانوية من غير أن تكون الشركة المُصدرة للورقة طرفاً في التعاملات.
- تأتي أهمية السوق الثانوية من كونها سوقاً مستمرة، يستطيع فيها حاملو الأوراق المالية بيعها في أي وقتٍ شاؤوا.
- التعامل في السوق الثانوية إما أن يجري في بورصة الأوراق المالية، وإما خارجها.

ويمكن تقسيم هذه السوق إلى⁵:

- أ- **السوق المنظمة:** تُسمّى البورصات، وتُعرَف على أنها: « سوقٌ مستمرة ثابتة المكان، تُقام في مراكز التجارة والمال، في مواعيد محدّدة، يغلب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال، والسماسرة، ومساعدوهم، للتعامل في الأوراق المالية، وفقاً لنظمٍ ثابتة، ولوائح محدّدة ».
 - ب- **السوق غير المنظمة:** يُطلق عليها اسم السوق الموازية، وهي تتميز بعدم وجود مكانٍ محدّد لإجراء التعامل، وإنما يتمّ الاتّصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكةٍ من أجهزة الاتّصال القوية، كالخطوط الهاتفية، أو أطراف الحاسوب الآلي، وغيرها من وسائل الاتّصال السريعة التي تربط بين المتعاملين «.
- ويوجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق:

¹ - محمود صبح، الابتكارات المالية، مصر، الدار الجامعية، ط1، 1998، ص: 60.

² - محمد أيمن عزت الدين، مرجع سيق ذكروه، ص: 533.

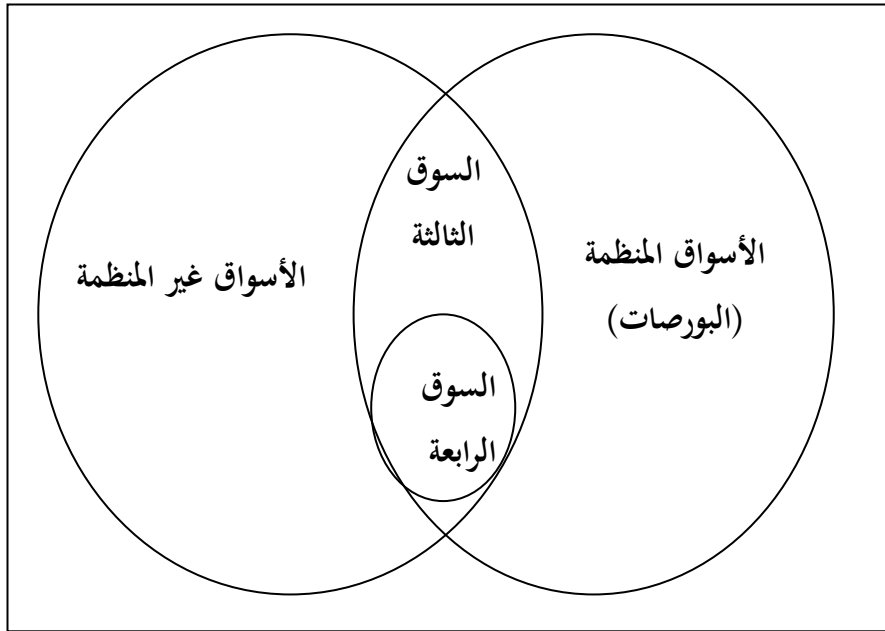
³ - أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية النقود والأسواق المالية، مصر، مكتبة الإشعاع، 2001، ص: 21.

⁴ - هدى محمد رشوان، مرجع سيق ذكروه، ص: 51.

⁵ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال مرجع سيق ذكروه، 2006، ص: 95، 106.

- **السوق الثالثة:** يُمثّل قطاعاً من السوق غير المنظمة، التي تتكوّن من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجّلة في تلك الأسواق، وهذه الأوراق على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأيّ كمية مهما كُبرت أو صُغرت¹.
- **السوق الرابعة:** يُقصد بها المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلباتٍ كبيرة؛ وذلك كإستراتيجيةٍ للحدّ من العمولات التي يدفعونها للسماسرة. ويتمّ اللقاء بين البائعين والمشتريين من خلال وسيطٍ يعمل لإتمام الصفقة، تساعد في ذلك شبكة اتّصالات قوية (الهاتف، الفاكس، الإنترنت، أو أطراف الحاسوب). هذا ولا يحتفظ الوسيط بمخزونٍ من الأوراق المالية التي ينبغي أن يوجّه إليها المستثمر أمواله. بعبارة أخرى، لا يقوم الوسيط بدور السمسار أو التاجر؛ ومن ثمّ فإنّ أتعابه تقلّ بكثيرٍ عن عمولة السمسرة كما قد يحصل عليها صفقةً بصفقة، أو يتّفق مع عملائه على أتعاب سنوية مقابل خدماته².

الشكل رقم (01): مكوّنات السوق الثانية والعلاقة التي تربط بينها.



المصدر: منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، 2006، مرجع سبق ذكره، ص: 112.

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2006، ص: 10.

² منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 80، 81.

ثانيا: سوق الأوراق المالية: خصائصها، وظائفها.

1- خصائص سوق الأوراق المالية:

تتميز سوق الأوراق المالية بجملة من الخصائص تميزها عن غيرها من الأسواق الأخرى، نذكر منها ما يلي¹:

- * يرتبط سوق الأوراق المالية بالأوراق المالية طويلة الأجل، ويكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة في الأجل الطويل.
- * تتسم سوق الأوراق المالية بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى؛ نظراً لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المختصين.
- * تتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.
- * يوفر التداول في سوق الأوراق المالية المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة؛ حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
- * يتم التداول في سوق الأوراق المالية خصوصاً في الأسواق الثانوية من خلال وسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
- * تتميز سوق الأوراق المالية بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.
- * يتطلب الاستثمار في سوق الأوراق المالية توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

2- وظائف سوق الأوراق المالية:

لسوق الأوراق المالية وظائف عدة نذكر منها ما يلي:

- 2-1- آلية أساسية لتجميع المدخرات الفردية، وتحريك رؤوس الأموال الوطنية: وذلك من قطاعات المجتمع ذات الفائض المالي إلى القطاعات الإنتاجية ذات العجز المالي. من خلال هذه الوظيفة تؤدي سوق الأوراق المالية دورين هما²:
- * تقديم الفرص للمستثمرين لاستثمار مدخراتهم، وإتاحة مصادر تمويل متعددة للمنتجين لتمويل مشروعاتهم أو التوسع فيها.
- * توزيع المدخرات المكتنزة بين ذوي العجز المالي.
- 2-2- أداة لتوفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر: وذلك من خلال كثرة وتنوع هذه الأوراق، وتوفير البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق التي يتم التعامل بها³.

¹ جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص ص: 37، 38.

² -N. Gregory Mankiw, principles of economics, second edition, USA, Harcourt College Publishers, 2001, p562.

2-3 أداة ومؤشر للحالة الاقتصادية: تساعد الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ؛ فهي تُعتبر المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها¹؛ فحجم المعاملات ينبئ عن أهمية الأموال السائلة المتداولة، والأسعار التي يتم التعامل بها تُنبئ عن السعر العام لعائد المبالغ المستثمرة².

2-4 أداة مساهمة في دعم الائتمان الداخلي والخارجي: حيث أن عمليات البيع والشراء في سوق الأوراق المالية تُعدّ مظهرًا من مظاهر الائتمان الداخلي؛ فإذا ما ازدادت مظاهر الائتمان لتشمل الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية الدولية، أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية.

2-5 أداة مساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية: وهو ما يصاحبه نمو وازدهار اقتصادي. و يتطلب هذا الأمر توافر عدة سمات في سوق الأوراق المالية نذكر منها³:

- **كفاءة التسعير:** بمعنى أن تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة.
- **كفاءة التشغيل:** بمعنى أن تتضاءل تكلفة المعاملات إلى أقصى حدٍ مقارنةً بالعائد الذي يمكن أن تُسفر عنه تلك المعاملات.
- **عدالة السوق:** بمعنى أن تُتيح السوق فرصةً متساوية لكل من يرغب في إبرام الصفقات.
- **الأمان:** يُقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تتجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق، مثل مخاطر الغش والتدليس، وغيرها من الممارسات غير الأخلاقية التي تعتمد إليها بعض الأطراف.

³- منير إبراهيم هندي و رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مصر، مكتبة الإشعاع، 1997، ص: 45.

¹ - العاني، عماد محمد علي، اندماج الأسواق المالية الدولية، بغداد، بيت الحكمة للنشر، 2002، ص: 63.

²- رسمية قرياقص، أسواق المال، مصر، الدار الجامعية للطباعة والنشر، 1999، ص: 48.

³- عبد الغفار خنفي و رسمية زكي قرياقص، الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2006، ص ص:

المحور الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية

أولاً: أركان سوق الأوراق المالية

ثانياً: الأبعاد الإدارية والتنظيمية لسوق الأوراق المالية.

ثالثاً: نظام تشغيل بورصة الأوراق المالية

رابعاً: تنظيم سوق الأوراق المالية

المحور الثالث: تنظيم سوق الأوراق المالية

تمهيد:

تلعب سوق الأوراق المالية دور الوساطة المالية، من خلال تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد، والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي يشغل به سوق الأوراق المالية، كما تعمل على عملية تسعير الأوراق المالية.

لتوضيح تنظيم وطرق التسعير بسوق الأوراق المالية نحاول البحث في العناصر الآتية:

أولاً- أركان سوق الأوراق المالية:

يمكن تقسيم أركان سوق الأوراق المالية إلى ثلاث فئات هي: فئة المقرضين أو المستثمرين، وفئة المصدرين أو المقترضين، وفئة الوسطاء.

1- فئة المقرضين أو المستثمرين:

تعتبر هذه الفئة مصدر الأموال المستثمرة في السوق المالي، وتشمل الأفراد و المؤسسات التي تزيد دخولها النقدية عن احتياجاتها الاستهلاكية، والتي ترغب في توظيف مدخراتها في السوق المالي إما في عمليات اقتراض مباشرة أو في المتاجرة في الأوراق المالية.

ومما يجدر ذكره هنا، هو أنه وإن كان بإمكان المؤسسات المالية كالبنوك التجارية¹، والبنوك المتخصصة، وشركات التأمين، وشركات الاستثمار، أن تقوم بدور المقرض أو المستثمر في السوق المالية، إلا أن مدخرات الأفراد تبقى في حقيقة الأمر هي المصدر الرئيسي للاستثمار؛ وذلك لأن الفوائض النقدية المجمعة لدى هذه المؤسسات ليست سوى محصلةً لمدخرات الأفراد فيها².

2- فئة المقترضين أو المصدرين:

تشمل هذه الفئة الأفراد والمؤسسات التي تقل دخولهم النقدية على احتياجاتهم من الأموال اللازمة إما لأغراض التوسع أو الاستهلاك. ويمكن الحصول على الأموال في السوق المالية إما عن طريق الاقتراض المباشر، أو عن طريق إصدار الأوراق المالية. وإذا كان يُشترط في المصدر أن يكون مؤسسة مالية، أو هيئة حكومية، فإنه يمكن للمقرض أن يكون فرداً مثلما يمكن أن يكون مؤسسة³.

3- فئة الوسطاء:

يُطلق لفظ الوسيط على من يقوم ببيع وشراء الأوراق المالية في البورصة نيابةً عن العميل، كما يُطلق عليه في بعض الأسواق لفظ السمسار. يقوم الوسطاء في سوق الأوراق المالية بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الورقة المالية والجهات المصدرة للأوراق المالية؛ حيث يكون الوسيط عادةً شخصاً طبيعياً أو

¹ -Mishkin, Frederic, **Financial Markets Institutions**, Fourth Ed., USA, Addison Wesley, 2003. PP: 146-149.

² جمال جويدان الجمل، **الأسواق المالية والنقدية**، الأردن، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، 2002، ص ص: 24، 27.

³ محمد مطر، **إدارة الاستثمارات**، ط2، عمان، مؤسسة الوراق، 1999، ص: 152.

معنوياً¹، شرط أن يكون مرخصاً له بموجب قانون السوق المالية، وأنظمتها وتعليماتها بممارسة عملية الوساطة، بالإضافة إلى القيام بمجموعة من الأعمال نوجزها فيما يلي²:

3-1 أعمال السمسرة:

تتضمن أعمال السمسرة قيام السمسار بمجموعة من الأعمال، بناءً على الأوامر التي يُصدرها إليه العميل، بالتوسط لبيع الأسهم والسندات والأوراق المالية الأخرى، في أسواق البورصة، وشرائها. بمعنى آخر، إن عمل السمسار يقتصر على التوسط بين البائع والمشتري، أي الجمع بينهما دون أن يباشر العقد بنفسه، مقابل الحصول على عمولة³.

3-2 صناعة السوق:

يقوم الوسيط بدور صناعة السوق من خلال بيع وشراء الأوراق المالية في السوق الثانوية أو الموازية، بموجب ترخيصٍ تمنحه إياه إدارة السوق، وذلك إما لصالح عملائه، أو لصالحه الخاص؛ ويتطلب في هذه الحالة من الوسيط المحافظة على:

- توفير السيولة اللازمة للسوق، وذلك عن طريق تفعيل آلية السوق، بالتحكم في حركة العرض والطلب.
- المحافظة على حركة استقرار الأسعار وحجم التعامل، وذلك بممارسة حقّه في البيع والشراء، حسبما يقتضيه ذلك لمصلحة السوق المالية، وبما يُحقّق نوعاً من الاستقرار للأسعار وحجم التعامل بالأوراق المالية.

3-3 تغطية الإصدارات الأولية:

يلعب الوسيط في هذه الحالة دور المُتعهّد لتغطية إصدارٍ أولي معين، سواءً أكان في صورة أسهم أو سندات؛ ويتطلب في هذه الحالة أن يكون الوسيط مؤسسة مالية؛ حيث أنه إذا لم يستطع تسويق الإصدارات الأولية يقوم هو بنفسه بشرائها لحسابه الخاص.

ثانياً: الأبعاد الإدارية والتنظيمية ببورصة الأوراق المالية.

1- المنظمة الدولية للهيئات الرقابية للأسواق المالية IOSCO:

يعتبر الدور الرقابي من الأدوار الرئيسية التي تتناط بهيئات الأسواق المالية في مختلف دول العالم، وقد شهد هذا الموضوع تطورات هامة على المستوى الدولي دفعت هذه الهيئات في نهاية المطاف إلى إنشاء مؤسسة دولية تضم في عضويتها هيئات الأوراق المالية والأسواق من مختلف دول العالم بهدف وضع توصيات موحدة

¹ -Mishkin, Frederic.op cit., p:149.

² - جمال جويدان الجمل، مرجع سبق ذكره، ص ص: 27، 28.

³ - عاشور عبد الجواد عبد الحميد، "النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية"، القاهرة ، دار النهضة العربية، 1995، ص:

" لتحكم عمل الهيئات الرقابية والأسواق في دول العالم وهي المنظمة الدولية لهيئات الرقابة على أسواق المال " ¹IOSCO "

تأسست المنظمة الدولية لهيئات المشرفة على أسواق المال * " IOSCO " ، في عام 0986 حيث عدد أعضائها يمثلون أكثر من 92 % من الأسواق المالية العالمية في أكثر من 200 دولة .بينما الأسواق المالية الناشئة تمثل 22% من أعضاء المنظمة . تضمنت هذه المنظمة حوالي 125 عضوا تشمل الجهات والهيئات المنظمة للأسواق المالية واختيرت مدينة مدريد كمقر دائم لها، وهي حتى الآن تمثل أرفع جهة مهنية معترف بها على مستوى العالم في مجال الرقابة و الإشراف على أسواق المال، وتهدف إلى تأسيس ونشر المعايير الدولية مع رؤية مستقبلية لتحسين شفافية وفعالية أسواق الأوراق المالية وحماية المستثمرين، بالإضافة إلى تفعيل التعاون بين المنظمين للحد من الجرائم الاقتصادية، تتمتع المنظمة بحضور فاعل في مجالات تنظيم وتطوير المعايير و الأسس المنظمة للأسواق المالية².

2- مبادئ منظمة " IOSCO : International Organization of Securities Commissions "

تقوم منظمة " IOSCO " على 38 مبدأ لتنظيم أسواق المال للدول الأعضاء بالمنظمة، والتي تم وضعها على أساس تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية تتمثل في³:

2-1 المبادئ الخاصة بالجهة المنوط بها وضع القواعد التنظيمية لسوق المال (الجهة الرقابية):

- 1- يجب أن يتوافر الوضوح في المسؤوليات الخاصة بالجهة المنظمة للسوق.
- 2- يجب أن يتوافر للجهة المنظمة للسوق الاستقلالية في تنفيذ أعمالها وممارسة سلطاتها وتحمل مسؤوليتها عن ممارستها لوظائفها وسلطاتها.
- 3- يجب أن يتوافر للجهة المنظمة للسوق السلطة الكافية والموارد اللازمة بالإضافة الى القدرة على أداء وظائفها وممارسة سلطاتها.
- 4- يجب على الجهة المنظمة للسوق أن تتبنى إجراءات تنفيذية تتسم بالوضوح والتناسق فيما بينها.
- 5- يجب على فريق العمل بالجهة المنظمة للسوق أن يتطلع إلى تطبيق أعلى المستويات القياسية الخاصة بالعمل وعلى الأخص تلك المرتبطة بالحفاظ على سرية البيانات والمعلومات.
- 6- على الجهة المنظمة للسوق أن تقوم بذاتها أو تشارك في عمليات الرقابة والحد من وإدارة مخاطر التداعي للأسواق المالية التي تقع تحت سيطرتها.

¹ - مداني أحمد، " أنظمة الرقابية العربية وإعادة هيكلتها وفق نظام Twin Peaks " ، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 06 ،

العدد 02، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 9102 ، ص: 992 .

² - https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco (consulté le 22/06/2025, 19h30).

³ - International Organization of Securities Commissions, "Objectives and Principles of Securities Regulation", 2017, P 03, se trouve au lien suivant : (<https://www.pcma.ps/authority/Collaboration/Documents/IOSCO.pdf>), consulté le 23/06/2025, 17h00.

8- يجب أن تقوم الجهة المنظمة للسوق أن تشارك في عمليات م ا رجعة وفحص القواعد المنظمة للسوق ومؤشراتها.

2-2 المبادئ الخاصة بالمؤسسات ذاتية التنظيم:

9- على الجهة المنظمة للسوق الاستفادة من عمل المؤسسات ذاتية التنظيم التي تمارس مسؤوليات إشرافية مباشرة في المجالات الخاصة بها. وينبغي أن تخضع المؤسسات ذاتية التنظيم لرقابة الجهة المنظمة، وإتباعها (المؤسسات ذاتية التنظيم) معايير العدالة والسرية عند ممارسة صلاحيتها والمسؤوليات المنوطة إليها.

2-3 المبادئ الخاصة بتطبيق القواعد التنظيمية للأسواق المالية:

- 10- يجب أن يكون للجهة المنظمة سلطات الفحص الشامل و إجراء التحقيقات وممارسة أعمال الرقابة.
- 11- يجب أن تتمتع الجهة المنظمة للسوق بسلطات الإلزام الشامل بتطبيق القواعد التنظيمية للسوق.
- 12- يجب أن يتضمن النظام الرقابي التطبيق الفعال والصحيح لعمليات التفتي . و التحقيقات والرقابة وسلطات الالتزام بالتشريعات والتحقق من فاعلية برامج الالتزام والرقابة الداخلية.

2-4 المبادئ الخاصة بالتعاون في تنظيم لوائح الأسواق المالية:

- 13- يجب ان يكون للجهة المنظمة للسوق سلطة تبادل المعلومات العامة وغير العامة مع الجهات الأخرى المنظمة للأسواق سواء المحلية أو الأجنبية المماثلة لها.
- 14- يجب أن تضع هيئة الرقابة على أسواق المال نظاماً لتبادل المعلومات وتحدد وقت وكيفية تبادل المعلومات وغيرها مع الجهات المحلية والأجنبية المماثلة لها.
- 15- يجب أن تسمح اللوائح التنظيمية للجهة المنظمة للسوق بالعمل على مد الجهات الأجنبية المناظرة المنظمة لأسواقها بما تحتاجه لمزاولة اختصاصاتها وممارسة سلطاتها الرقابية.

2-5 المبادئ الخاصة بالشركات المصدرة للأوراق المالية:

- 16- يجب أن يتوافر إفصاح كامل ودقيق وفي توقيت مناسب عن النتائج المالية والمخاطر والمعلومات الأخرى الجوهرية التي تساعد المستثمرين في اتخاذ قراراتهم.
- 17- يجب أن يعامل مالكي أسهم الشركات بأسلوب يتسم بالعدالة و المساواة.
- 18- يجب أن تكون معايير المحاسبة والمراجعة في أعلى المستويات المقبولة عالمياً.

2-6 المبادئ الخاصة بمراقبي الحسابات، ووكالات التصنيف الائتماني ومقدمي خدمات المعلومات:

- 19- ينبغي أن يخضع مراقبو الحسابات لمستوى كاف من الرقابة.
- 20- ينبغي أن يكون مراقبو الحسابات مستقلون تماماً عن الجهة المصدرة التي يقومون بم ا رجعة حساباتها.
- 21- ينبغي أن تتمتع معايير المحاسبة بجودة عالية ومقبولة دولياً.
- 22- ينبغي أن تخضع وكالات التصنيف الائتماني لمستوى كاف من الرقابة، وكذا يجب التأكد من أن وكالات التصنيف الائتماني التي يتم استخدام ما يصدر عنها من تقارير وتصنيفات ائتمانية في السوق المنظمة تخضع لمتطلبات الترخيص والرقابة المستمرة.

23- ينبغي أن تخضع الجهات الأخرى - التي تقدم خدمات تحليلية وتقييمية للمستثمر - للرقابة ولنظام يتناسب ودورها في السوق أو لنظام رقابي يتناسب مع درجة اعتماد النظام الرقابي على هذه الجهات.

2-7 المبادئ الخاصة بآليات الاستثمار الجماعي (صناديق الاستثمار):

24- ينبغي على النظام الرقابي أن تضع معايير تتسم بالملائمة و الحوكمة والتنظيم وسهولة التطبيق لمن يرغب في التسويق أو تشغيل نظم الاستثمار الجماعي.

25- ينبغي على النظام الرقابي وضع قواعد تحكم الشكل القانوني والهيكل للشركات وكذا وضع قواعد للفصل بين أصول و استثمارات العملاء وحمايتها.

26- ينبغي أن يتضمن الإطار الرقابي النص على الإفصاح عن كافة النواحي الخاصة بصناديق الاستثمار أو أي نظام للاستثمار الجماعي، حيث يعد ذلك أمراً هاماً لتقييم مدى ملائمة صندوق الاستثمار لمستثمر محدد أو نوعية المستثمر المستهدف وكذا تحديد العوائد التي تحقق للمستثمر نتيجة استثماره في الصندوق أو النظام.

27- ينبغي أن يتضمن الإطار الرقابي وجود أسس صحيحة ومفصّل عنها بشأن تقييم الأصول وتسعير الوثائق وتنظيم الاسترداد للوثائق المصدرة في الصندوق أو في نظم الاستثمار الجماعي.

28- ينبغي أن يضمن النظام خضوع صناديق التحوط و/أو مديري ومستشاري صناديق التحوط لمستوى كاف من الرقابة.

2-8 مبادئ خاصة بالشركات العاملة في مجال الأوراق المالية:

29- يجب أن تتضمن اللوائح التنظيمية حد أدنى من الشروط الواجب توافرها للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية.

30- يجب أن يكون هناك متطلبات ل رأس المال وكذا رأس المال العامل لشركات الوساطة تعكس المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الشركة.

31- يجب أن يطلب من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية وضع مهام واختصاصات داخلية من شأنها التحقق من إتمام أعمال الشركة مزاوله أعمالها وفقاً لمعايير الالتزام والرقابة الداخلية والتي تهدف في مجملها إلى حماية مصالح العملاء وأصولهم الاستثمارية والتحقق من الإدارة السليمة للمخاطر، والتي من خلالها تقبل إدارة الشركة تحمل المسؤولية الأساسية تجاه ذلك.

32- يجب توافر إجراءات للتعامل مع الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المتعثرة للحد من أضرار وخسائر المستثمرين واحتواء مخاطر التداعي والتعثر.

2-9 مبادئ خاصة بالسوق الثانوي (سوق التداول):

33- يجب أن يخضع نظام التداول وإنشاء بورصات الأوراق المالية لسلطة وإشراف الجهة المنظمة للسوق .

34- يجب توافر رقابة مستمرة وإشراف على البورصة ونظم التداول بها لضمان سلامة المعاملات وذلك من خلال المحافظة على قواعد العدالة والمساواة التي تحقق التوازن المناسب بين مطالب مختلف فئات المتعاملين.

35- يجب أن تهدف القواعد والأحكام والضوابط إلى شفافية التعامل في البورصة.

36- يجب أن توضع الضوابط والأحكام والقواعد التي تضمن كشف عمليات التلاعب في الأسعار والممارسات غير العادلة وتعمل على منعها.

37- على الجهة الرقابية وضع الضوابط والأحكام والقواعد التي تؤدي إلى تقليل مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات المالية التي قد تؤثر على أداء السوق.

2-10 المبادئ المتعلقة بالمقاصة والتسوية:

38- يجب أن يخضع نظام التسوية والمقاصة والجهات الأساسية التي تتعامل معه إلى متطلبات رقابة وإشراف تضمن العدالة والفاعلية والكفاءة والحد من مخاطر التداعي والتعثر.

ثالثا: نظام تشغيل بورصة الأوراق المالية.

تعرف غالبية الأسواق المالية العالمية على المستوى التنظيمي إنشاء هيئة بمثابة سلطة تنظيمية، تكلف بسن اللوائح والأنظمة المتعلقة بتسيير وتنظيم السوق المالية، وتختلف الطبيعة القانونية لهذه الهيئة من دولة إلى أخرى متأثرة بالنظام السياسي والاقتصادي السائد في الدولة، فإما أن تمنح هذه الهيئة استقلالية عن الحكومة (سلطة مستقلة) أو أن تكون تابعة لها (هيئة حكومية¹).

إن مكونات نظام التشغيل لبورصة الأوراق المالية يتكون من صالة التداول والوسطاء وطريقة التداول والهيئة المشرفة على السوق. تتمثل هذه المكونات في:

1- صالة التداول:

هي المكان المخصص للتداول، ويطلق عليها قاعة التداول، وهناك أكثر من بديل في هذا المجال، وهما نظام الصالة الواحدة للتداول ونظام التداول باستخدام الحاسبات الالكترونية والوحدات الطرفية. يتميز نظام الصالة الواحدة بتوفير الفرصة الكافية لسلامة عملية التداول، فأسعار الأسهم الناتجة عن عمليات التداول في ظل هذا النظام تمثل أسعار التوازن، أما النظام الالكتروني للتداول فيعتمد على ضبط التعامل غير المسموح به من خلال البرامج الجاهزة والتدفق المستمر للمعلومات وتطور الأسعار وغيرها من معلومات².

2- الهيئة المشرفة على إدارة البورصة:

تمثل الهيئة المشرفة على إدارة البورصة المحور الأساسي لنظام تشغيل بورصة الأوراق المالية، فهي تقوم على تطبيق القوانين لتنظيم الشؤون المتعلقة بكل من صالة التداول والوسطاء وطرق التداول، بالإضافة إلى³:

¹ - لكل مخلوف، "الوظيفة التنظيمية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها"، مجلة أبحاث قانونية وسياسية، العدد 19، كلية الحقوق

والعلوم، السياسية، جامعة محمد الصديق بن يحي جيجل، الجزائر، 2016، ص: 159.

² - كافي مصطفى يوسف، "تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص: 94.

³ - كافي مصطفى يوسف، "بورصة الأوراق المالية"، ط0، مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 9119، ص: 95-96.

أ - الرقابة على السوق الأولي:

تقوم الهيئة المشرفة على بورصة الأوراق المالية بإلزام الشركات الجديدة التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام بإصدار " نشرة اكتتاب " توضح فيها أغراضها وبرامجها حتى يقف الجمهور على حقيقة أغراضها ومن شأن ذلك تضيق الخناق على الشركات الوهمية التي تظهر وتختفي بسرعة بعد سحب أموال الجمهور .

كذلك تقوم هذه الهيئة بالرقابة على تداول أسهم الشركات الجديدة بقيد أسهم الشركة بالجدول المؤقت للأسعار وذلك حماية للمستثمرين فيها ويتم قيد هذه الأسهم وتسجيلها بالجدول الرسمي للأسعار في ظل الظروف الخاصة بالقبول والإدراج بالجدول الرسمي .

ب - وضع متطلبات للإفصاح:

تقوم الهيئة المشرفة على بورصة الأوراق المالية بوضع متطلبات للإفصاح عن تداول الأشخاص لأسهم شركاتهم وذلك من خلال تقييد تداول الأسهم للمؤسسين قبل مرور فترة زمنية معينة أو لحين إعلان نتائج مرضية عن الشركة لفترة معينة .

ت - الرقابة على السوق الثانوي:

تتم هذه الرقابة من خلال نشر المعلومات المالية عن الشركات المقيدة بالجدول الرسمي حيث تلتزم الشركات المقيدة بالبورصة بإعداد ونشر المعلومات المالية عن أدائها ومركزها المالي بحيث تعكس هذه المعلومات أوضاع الشركة بشكل سليم وتمكن في الوقت نفسه المستثمر من اتخاذ قرارات الاستثماري السليم .

ث - تطبيق قوانين التعامل بالبورصة:

تقوم الهيئة المشرفة على السوق بتطبيق قوانين ولوائح التعامل بالسوق والتي تضمن تجنب التقلبات الكبيرة وغير المعقولة في سعر السهم من صفقة لأخرى ويتم ذلك من خلال المتخصصين وصناع السوق الذين توكل إليهم هذه المهمة .

4 - طرق التداول بالبورصة:

يتم التوصل إلى سعر تنفيذ صفقة الأوامر المالية بين البائع والمشتري عن طريق الوسطاء من خلال إحدى الطريقتين التاليتين:

أ - طريقة المفاوضة:

في ظل هذه الطريقة يتم الإعلان عن أسعار العرض (البيع) وأسعار الطلب (الشراء) لكل وسيط، ثم يتم التفاوض بين البائع والمشتري للوصول إلى اتفاق على سعر التنفيذ وتمكن هذه الطريقة من إعطاء الفرصة لتحديد السعر العادل للورقة المالية .

ب - طريقة المزايمة:

في ظل هذه الطريقة يتم التزايد على السعر حتى يتم الاتفاق على أحسن عرض للمشتري، ويتم الإعلان

عن الأسعار علنا، وينتهي التداول بعقد صفقة الأوراق المالية والتي يتم تسويتها بالتسليم والتسلم الفعلي وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

5- الوسطاء المرخص لهم بالعمل في البورصة:

هم الذين يقومون بتنفيذ أوامر عملائهم في بيع أو شراء الأوراق المالية بالبورصة، ويحظر على هؤلاء الوسطاء القيام بالشراء أو البيع لحسابهم الخاص، وقد يكون الوسيط منشأة فردية أو شركات متخصصة في مجال السمسرة، ويحصل الوسيط على أوامر البيع والشراء من العملاء عن طريق الهاتف أو الفاكس.

رابعا: تنظيم بورصة الأوراق المالية.

يتم التعامل في البورصات وفق قانون فعال، وتشريعات وتنظيمات تحدد المعاملات بين الأطراف المتداخلة فيها والهيئات المنظمة لها، فكلما كانت البورصة أكثر تنظيما انعكس ذلك بالإيجاب على مدى كفاءتها ونجاحها.

تتولى العمليات البورصة لجنة تتكفل بحماية المتعاملين فيها وتحكمها قواعد من أجل ضمان حسن سير عمليات التداول وإصدار نشرات وبيانات ومعلومات عن التداولات، لذلك من أجل حماية السوق وطمأننة المتعاملين فيها، يجب وضع قوانين وإجراءات صارمة وإنشاء تنظيمات تسهر على ضمان تطبيقها، بالإضافة إلى وضع قواعد التفتيش والرقابة.

إن عملية التنظيم في البورصة تتوقف على الهيئات التي تقوم بوضع شروط الانضمام إليها ودراسة طلبات التسجيل والتقيد فيها مع متابعة العمليات اليومية، وهذه الهيئات تختلف من دولة إلى أخرى تبعا للنظام الاقتصادي والسياسي، تهدف هذه الهيئات على خلق محيط يتميز بالشفافية والنزاهة، والمنافسة السليمة بين المتعاملين، وتقليل تقلبات أسعار الأوراق المالية المتداولة فيها. وتتكون هذه الهيئات المنظمة والمراقبة للبورصة مما يلي:

1- لجنة البورصة:

تتألف اللجنة من عدة أعضاء يتم اختيارهم من بين السماسرة ومن قبل الحكومة، مهمتها الأساسية تتمثل في : تنمية وتنظيم سوق الأوراق المالية، والعمل على زيادة وحماية مصلحة حملة الأسهم والسندات، وهم كذلك من الأعضاء والوسطاء والمشاركين بالبورصة.

تهدف لجنة تنظيم البورصة إلى حماية المستثمر من الغش والتلاعب والمعلومات المضللة، وكذلك حماية المصلحة العامة، من خلال الحفاظ على أسواق حرة مفتوحة من خلال سن قوانين ولوائح مختلفة. تتمثل مهمة لجنة البورصة على تحقيق حسن سير العمل في البورصة والسهر عليه من خلال إصدار نشرة الأسعار كل يوم عمل أو جلسة في البورصة. كما تقوم لجنة البورصة بإعداد النظام الداخلي للبورصة وتتضمن أربعة لوائح¹ :
-طريقة العمل في المقصورة.

¹ - بن الضب علي، شيخي محمد، "الاقتصاد القياسي المالي وتطبيقاته في الأسواق المالية"، مرجع سبق ذكره، ص ص : 73-74.

-مواعد العمل وأيام العمل.

-الرسوم والمشاركات.

-العمليات وجداول الأسعار.

تتولى إدارة اللجنة رئيس وأعضاء ويتم تحديدهم بناء على قرار من وزارة المالية، وتدوم هذه اللجنة أربع سنوات في غالب الأحيان، كما تتولى اللجنة¹:

-الموافقة على ميزانية السنة القادمة و مراقبة تنفيذها.

-الموافقة على اقتطاع حساب السنة القائمة.

-وضع نظام خاص للعملاء.

2-الجمعيات العامة:

تتكون من أعضاء البورصة، العاملين والمنظمين وتختص بالتصديق على الميزانية وعلى حساب الإيرادات والمصروفات و إبداء التوصيات في جميع المسائل التي تتعلق بالبورصة².

3-اللجنة العليا للبورصات:

تعتبر اللجنة العليا أحد التنظيمات الرئيسية لإدارة البورصة، تتكون من مكتب ولجان فرعية ومجموعة أعضاء يختلف عددهم وطريقة تعيينهم من بورصة لأخرى 4 ، وتقوم بمجموعة من المهام، منها³:

-الإشراف على سير العمل في البورصة والعمليات الجارية فيها.

-تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للبورصة.

-الإشراف بتحديد أسعار الأوراق المالية التي تلتقي عندها جميع عروض البيع و الشراء و الاعلان عنها.

-تسجيل الشركات والهيئات التي تعقد صفقات بالبورصة.

4-مندوب الحكومة:

تشرف الحكومة على جميع البورصات ويكلف مندوب الحكومة بالإشراف على تطبيق القوانين واللوائح، ولا تعقد اجتماعات الجمعية العامة أو لجنة البورصة، أو مجلس التأديب أو هيئة التحكيم دون حضوره، و إلا كانت قراراتهم باطلة، وله حق الاعتراض على أي قرار صادر مخالف لقوانين المنظمة لعمل البورصات أو لوائحها أو الصالح العام⁴.

5-اللجان الفرعية لبورصة الأوراق المالية:

¹ - محمد صادق إسماعيل، "البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية: دراسة تحليلية مقارنة لأداء البورصات العربية"، العربي للنشر والتوزيع، مصر، 9102، ص : 62.

² - البراوي شعبان محمد إسلام، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية"، ط 1، دار الفكر، دمشق، 2000، ص : 50.

³ - مفتاح صالح، معارفي فريدة، "دور البورصة التمويلي -مع الإشارة إلى حالة الجزائر"-، مرجع سبق ذكره، ص: 75.

⁴ - ضياء مجيد، "البورصات: أسواق رأسمال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003، ص 19.

- تتشكل هذه الهيئة من لجان فرعية تعمل على تنظيم و مراقبة جميع المعاملات بالبورصة، وأهم هذه اللجان¹:
- **لجنة التأديب**: تقوم هذه اللجنة في فصل المخالفات بين أطراف المتعاملين داخل البورصة.
 - **لجنة التحكيم**: تقوم هذه اللجنة على حل المنازعات التي تقع بين أعضاء البورصة والوسطاء.
 - **لجنة التسعيرة**: تهتم بتحديد أسعار الأوراق المالية الرسمية ونشرها في البورصة.
 - **لجنة قيد الأوراق المالية**: تختص هذه اللجنة بقبول أو رفض أوراق الشركات في جدول التسعيرة.
 - **لجنة المقاصة**: تقوم هذه اللجنة بإجراء المقاصة بين عمليات أعضاء البورصة من بائعين ومشتريين.
 - **لجنة المراقبة**: تهتم هذه البورصة بمراقبة أوضاع السوق، وحركات الأسعار وطبيعة العمليات.
 - **لجنة السماسرة**: تختص هذه اللجنة باختيار السماسرة وفقا للشروط الواردة في قوانين البورصة.

¹ - زرموت خالد، "تفعيل بورصة الأوراق المالية في الجزائر وسبل رفع كفاءتها مع دراسة مقارنة بين الجزائر والأردن خلال الفترة 2010 - 2015"، أطروحة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، السنة الجامعية 2015-2016، ص 25.

المحور الرابع: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.
أولاً: أدوات الملكية المتداولة في سوق الأوراق المالية.
ثانياً: أدوات المديونية المتداولة في سوق الأوراق المالية.
ثالثاً: المشتقات المالية.

المحور الرابع: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.

تمهيد:

تُمثِّل الأدوات والوسائل المستخدمة للتعامل في سوق الأوراق المالية ذات أهمية كبيرة في عمل هذه الأسواق؛ فهي تُعتبر أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية، كما تُعتبر أصولاً مالية بالنسبة للمستثمرين، تُعطي لحاملها الحق في الحصول على عائدٍ محدّد أو غير محدّد.

أولاً: أدوات الملكية المتداولة في سوق الأوراق المالية:

تُمثِّل الأسهم أحد أصناف أدوات الملكية المتداولة في سوق الأوراق المالية، والتي بدورها تنقسم إلى عدة أنواع، كما تتميز بعدة خصائص نسوقها فيما يلي:

1- تعريف السهم:

السهم عبارة عن حصة الشريك في الشركة، مُمثلة بصكّ قابل للتداول¹؛ أو عبارة عن حصة في رأس مال شركة مساهمة²، أو إحدى شركات الأموال³.

وللسهم قيمة اسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، نوجزها فيما يلي:

* **القيمة الاسمية:** وهي القيمة التي تُحدّد للسهم عند تأسيس الشركة، وتُدوّن في شهادة السهم الصادرة لمالكه، ومن مجموع القيم يتكوّن رأس مال الشركة⁴.

* **القيمة الدفترية:** وهي قيمة السهم كما تظهر في دفاتر الشركة، ويتم استخراجها بقسمة أصول الشركة - بعد خصم التزاماتها - على عدد الأسهم المُصدّرة، أو بقسمة حقوق الملكية (حقوق المساهمين) التي تشمل رأس المال المدفوع والاحتياطات والأرباح المحتجزة، على عدد الأسهم المُصدّرة⁵.

* **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي يُباع بها السهم في السوق، وهي تتغيّر بحسب حالة العرض والطلب التي تتأثر بعوامل مُتعدّدة ترتبط بوضع الشركة الخاص، أو الوضع الاقتصادي العام؛ لذا فقد تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الاسمية أو الدفترية، وقد تكون أقلّ منها أو أكثر⁶.

¹ - عزيز العكيلي، القانون التجاري، عمان، مكتبة دار الثقافة، 1997، ص: 280.

² Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou-Huart, Dictionnaire des marchés financiers, Traduit par Amel Leila Serbis, Edition Pages Bleues, Bruxelles, 2010, p: 12

³ - مصطفى كمال طه، القانون التجاري، مصر، دار الجامعة الجديدة، 1990، ص: 290.

⁴ - محمد ناظم نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، عمان، دار وائل، ط1، 1999، ص: 211.

⁵ - حسني علي حريوش وآخرون، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، عمان، الشركة الدولية، 1995، ص: 51.

⁶ - Vandyk, Charles, Financial Ratio Analysis, Canada, Trafford Publishing, 2006, p149.

2- أنواع الأسهم وخصائص كل منها:

تتنوع الأسهم لاعتبارات مختلفة إلى عدة أنواع نذكرها فيما يلي:

الجدول رقم(01): معايير تصنيف الأسهم.

مفهومها	نوع الأسهم	معيّار تصنيف السهم
وهي الأسهم التي تُعطى لصاحبها إذا قدّم حصةً في رأس مال الشركة نقداً، ولا تصبح قابلةً للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة.	- الأسهم النقدية:	- أنواع الأسهم بالنظر إلى طبيعة الحصة التي يُقدّمها الشريك ¹ :
وهي الأسهم التي تُعطى للشريك إذا قدّم حصةً في رأس مال الشركة عيناً من الأعيان كأرض، أو مبنى، أو بضاعة، أو مصنع. وهذه الأسهم لا بد أن تكون محررةً بالكامل عند الاكتتاب.	الأسهم العينية:	
	- الأسهم الاسمية:	- أنواع الأسهم بالنظر إلى شكلها ² :
وهي الأسهم التي لا يُذكر فيها اسم مالِكها، وإنما يُذكر فيها ما يشير إلى أنها لحاملها؛ حيث يُعتبر حاملها مالِكاً لها، ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى المشتري بمجرد المناولة، أي بتسليمها من يد البائع إلى يد المشتري.	الأسهم لحاملها:	
وهي الأسهم التي يُذكر فيها اسم مالِكها، مع النصّ على كونها لإذنه أو لأمره، ويتم تداولها بطريقة التظهير، وذلك بأن يُدوّن البائع على ظهر شهادة السهم ما يدلّ على انتقال ملكيتها إلى المشتري.	الأسهم الأذنية أو لأمر:	
وهي الأسهم التي لم تستهلك قيمتها، أي التي لم تُرد قيمتها إلى أصحابها في أثناء قيام الشركة.	أسهم رأس المال:	أنواع الأسهم بالنظر

¹ - مصطفى كمال طه، مرجع سبق ذكره، ص ص: 193، 194.

² - مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، مصر، مطبعة كرسا توماش، ط1967، 2 ص ص: 22،

وهي الأسهم التي تُعطى للشريك عوضاً عن أسهمه التي رُدَّت إليه قيمتها في أثناء قيام الشركة؛ حيث تَرُدُّ الشركة إلى المساهم قيمة أسهمه، وتمنحه بدلاً عن ذلك سهم تمّتع، يخوّل له الحقوق التي لأسهم رأس المال، إلا في الأرباح واقتسام أصول الشركة عند حلّها.	أسهم التمتع:	إلى استهلاكها من عدمه¹:
وهي مستند ملكية، تُخوّل لصاحبها مجموعة من الحقوق نذكر منها ما يلي³: - حق حضور الجمعية العامة للشركة والتصويت على قراراتها. - حق ترشيح نفسه للعضوية في مجلس الإدارة، إن كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم. - حق الحصول على نصيب من الأرباح السنوية للشركة، في حال تحقيقها وتوزيعها. - حق الحصول على حصة من صافي أصول الشركة عند تصفيتها. - حق الأولوية في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تُصدرها الشركة لزيادة رأس مالها. - حق نقل ملكية السهم إلى شخص آخر بطريقة البيع في السوق الأوراق المالية. - حق انتخاب مجلس إدارة الشركة. - حق الاطلاع على دفاتر وأوراق الشركة.	الأسهم العادية:	أنواع الأسهم بالنظر إلى حقوق حملتها²:
هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية، ولكنها تتميز عن الأسهم العادية فيما يلي⁴:	الأسهم الممتازة:	

¹ - Pascal Alphonse et autres, **Gestion de Portefeuille et Marchés Financiers**, Pearson Education, Paris, France, 2010, p:55-50.

² - طارق عبد العال حماد، **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**، مصر، كليوباترا للطباعة والنشر، 1998، ص: 21.

³ - إبراهيم الكراسنة، **إرشادات في تقييم الأسهم والسندات**، أبو ظبي، الدار الجديدة، 2005، ص ص: 37، 38.

⁴ - إبراهيم الكراسنة، **مرجع سيق ذكره**، ص ص: 26، 27.

- حملة الأسهم الممتازة حق ثابت في الأرباح التي تُقرّر الشركة توزيعها، والغالب أن تحدّد هذه الأرباح بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية لتلك الأسهم. - حملة الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على الأرباح قبل حملة الأسهم العادية. - حملة الأسهم الممتازة الأولوية في الحصول على نصيبهم من صافي أصول الشركة عند تصفيتها، بما يعادل قيمة أسهمهم قبل حملة الأسهم العادية. - ليس للأسهم الممتازة تاريخ استحقاق محدد، إلا أن للشركة الحق في استدعائه¹. - ليس لحملة الأسهم الممتازة حق الترشيح، أو المشاركة في إدارة الشركة، أو حق التصويت على قرارات الجمعية العامة للشركة، إلا أنهم قد يُعطون هذا الحق في حالات استثنائية معينة، يُنصّ عليها في عقد الإصدار.		
---	--	--

المصدر: من إعداد الاستاذ.

¹ طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 22، 23.

ثانيا: أدوات المديونية المتداولة في سوق الأوراق المالية:

تُمثِّل السندات إحدى الأدوات المالية طويلة الأجل؛ وتندرج ضمن هذا الصنف عدة أنواع يمكن تناولها كما يلي:

1- تعريف السند:

يُعتبر السند ورقة مالية تُصدِّرها المؤسسة التجارية والحكومة، كوسيلةٍ لاقتراض أموالٍ طويلة الأجل¹. كما يُعرَّف بأنه وعدٌ مكتوب لدفع مبلغٍ من النقود إلى حامله بتاريخٍ معين، مع دفع نسبةٍ من الفائدة على القيمة الاسمية².

وللسندات قيمةً اسمية، وقيمة جارية، نذكرها كما يلي:

- **القيمة الاسمية:** هي القيمة التي يُصدَّر بها السند لأول مرة، وتبقى ثابتة لا تتغيَّر منذ تاريخ الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق أو السداد.

- **القيمة الجارية:** وهي القيمة التي يُتداول بها السند في السوق المالية.

2- أنواع السندات:

تتنوَّع السندات لاعتباراتٍ مختلفة إلى عدة أنواعٍ نذكرها فيما يلي:

الجدول رقم (02): معايير تصنيف السندات.

مفهومه:	نوع السند:	معياري تصنيف السندات:
وهي سنداتٌ صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروضٌ تُمثِّل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائئوها فهم البنوك، وشركات القطاع العام أو القطاع الخاص، والخواص.	- سندات عامة:	تقسيم السندات حسب الجهة المُصدِّرة ³ :
وهي السندات التي تُصدِّرها شركاتٌ مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها.	- سندات خاصة:	
وهي السندات التي يُنصُّ - عند إصدارها - على لزوم الوفاء بها في تاريخٍ محدَّد، بأن يدفع المُصدِّر القيمة الاسمية للسندات جميعها عند تاريخ الاستحقاق المنصوص	السندات ذات التاريخ المحدَّد للوفاء:	تقسيم السندات من حيث تاريخ الوفاء بها ⁴ :

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ج1، الرياض، كنوز اشبيليا، 2004،

ص: 201.

² - Kidwell , David and others , **financial institutions ,markets and money** ,8th edition ,USA ,2003 ,p:62.

³ - G. DEFOSSE et P. Balley, **La bourse des valeurs, que sais-je**, Edition Bouchène, Alger, 16^{ème} édition 1993, P 18.

		عليه في العقد، ولا يحقُّ له إلزام حامل السند قبول الوفاء به قبل هذا التاريخ.
السندات التسلسلية ¹ :	- تسديد عددٍ من السندات سنوياً:	عن طريق السحب بالقرعة.
	- تسديد جزء من قيمة كل سند سنوياً:	بحيث يتمُّ الوفاء بكل القيمة عند حلول أجل القرض.
	- السندات القابلة للاستدعاء:	وهي السندات التي يُنصُّ في عقد الإصدار رد قيمتها إلى حاملها قبل تاريخ الاستحقاق، إذا رأت الشركة مصلحةً في ذلك؛ وفي الغالب يتمُّ استدعاء السند بقيمته الاسمية، مع زيادة تُسمَّى علاوة الاستدعاء ² .
	- السندات القابلة للتحويل:	وهي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهمٍ عادية أو ممتازة بعد مضي مدةٍ محدَّدة، إذا رغب حاملها في ذلك، بحيث يتحوَّل - بمجرد التحويل - من دائنٍ للشركة إلى شريكٍ مساهم، وذلك وفق شروطٍ وقواعد محدَّدة في العقد، أما إذا لم يرغب في ذلك فيكون من حقِّه استرداد قيمتها في تاريخ الاستحقاق.
تقسيم السندات من حيث الدخل ³ :	السندات ذات معدل الفائدة الثابت:	وهي السندات التي تُحدَّد فائدتها بنسبةٍ مئوية ثابتة من قيمتها الاسمية؛ بحيث تُدفع هذه الفوائد المحدَّدة بشكلٍ دوري، إلى أن يحلَّ أجل الاستحقاق، ويتمُّ الوفاء بالقيمة الاسمية للسند ⁴ .

⁻⁴ محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص: 539.

⁻¹ عزيز العكلي، مرجع سبق ذكره، ص: 297.

⁻² منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 32، 35.

³ - Eugene F.Brigham and Michael C.Ehrhardt, **Financial Management: Theory and Practice**, Thomson South-Western, 11th edition, USA, 2005, pp: (213-215).

⁻⁴ محمد أيمن عزت الميداني، مرجع سبق ذكره، ص: 537.

السندات ذات معدل الفائدة العائم (المتغير):	وهي السندات التي لا تحدّد فائدتها بنسبة ثابتة، وإنما تتغيّر هذه النسبة تبعاً لتغيّر أسعار الفائدة الجارية في السوق، أو حسب معدل التضخم ¹ .
السندات التي لا تحمل معدل فائدة (السندات ذات الكوبون الصفري):	وهي السندات التي تُباع بها بخصمٍ من قيمتها الاسمية؛ فلا تحمل معدلاً للفائدة كغيرها من السندات، وذلك أنها تُباع عند الإصدار بسعرٍ يقلُّ عن القيمة الاسمية المدوّنة عليها، ولا يلتزم مُصدِّرها إلا بدفع تلك القيمة عندما يحلُّ أجل استحقاقها ² .
سندات الدخل:	وهي السندات التي يرتبط دفع فوائدها السنوية بتحقيق الشركة أرباحاً في تلك السنة؛ بحيث لا يحقُّ لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تُحقّق فيها الشركة أرباحاً كافية.
سندات المشاركة:	وهي السندات التي تُعطي حاملها الحقّ في جزءٍ من أرباح الشركة عندما تصل إلى معدلٍ معين، إضافةً إلى الفوائد الدورية ³ .
تقسيم السندات من حيث الضمان وعدمه ⁴ :	وهي السندات المضمونة بأصلٍ من الأصول التي تملكها الشركة كالعقار بعينه، أو جميع ممتلكات الشركة من عقارات، ومصانع، وآلات، وغيرها؛ بحيث إذا عجزت الشركة عن الوفاء بالتزاماتها، كالتأخّر في دفع الفائدة، أو عدم سداد أصل الدّين في تاريخ الاستحقاق، تُباع هذه الأصول، ويوفّى أصحاب السندات المضمونة حقوقهم من قيمتها.

¹ -Arnold , Glen , **corporate financial management** , printed in Great Britain by William Clowes Ltd , p448

² -منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 33.

³ -منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص: 34.

⁴ -أحمد التهامي عبد المنعم، مرجع سبق ذكره، ص: 51.

وهي السندات التي لا تكون مضمونة بشيء معين، وإنما الضامن الوحيد لحملتها سمعة الشركة من حيث مركزها المالي وحجم إيراداتها؛ وفي حال تصفية الشركة أو إفلاسها يُعامل حملة هذا النوع من السندات معاملة غيرهم من دائني الشركة؛ بحيث تُستوفى حقوقهم من أصول الشركة إذا لم تكن ضامنة لسندات أخرى.	لسندات غير المضمونة برهن أصول معينة (السندات العادية):	
هو السندات التي لا يُذكر فيها اسم مالكيها، وإنما يُذكر فيها ما يشير إلى أنها لحاملها؛ حيث يُعتبر حاملها مالكا له، ويتم تداولها، ونقل ملكيتها إلى المشتري بمجرد المناولة، أي تسليمها من يد البائع إلى يد المشتري، ويكون لحاملها الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها.	السندات لحاملها:	تقسيم السندات من حيث شكله¹:
وهي السندات التي تحمل اسم مالكيها، وذلك بأن يُدوّن اسمه على شهادة السهم، ويُقيد اسم المقرض في سجلات خاصة، تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك السندات، ويتم تداولها ونقل ملكيتها إلى مشتريها بتقييد اسمه في تلك السجلات.	السندات الاسمية أو المسجلة:	
وهي السندات التي يُذكر فيها اسم مالكيها، مع النص على كونها لإذنه أو لأمره، ويتم تداولها بطريقة التظهير، وذلك بأن يُدوّن البائع على ظهر شهادة السند ما يدل على انتقال ملكيتها إلى المشتري.	السندات الأذنية أو لأمر:	

المصدر: من إعداد الاستاذ.

3- الفرق بين الأسهم والسندات:

¹ محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص: 262.

مما سبق ذكره من خصائص الأسهم والسندات، يمكن رصد الفوارق التالية ملخصة في الجدول التالي:

جدول رقم (03): مقارنة بين الأسهم والسندات.

السند	السهم
1- السند هو دين على الشركة.	1- السهم هو جزء من رأس المال الشركة.
2- يعتبر حملة السندات دائنين.	2- المساهمون هم شركاء أو ملاك الشركة.
3- عائد السند ثابت.	3- عائد السهم متغير.
4- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.	4- عائد الأسهم يُعتبر توزيعاً للأرباح تخضع للضريبة.
5- حملة السندات ليس لهم أي حق في التدخل في إدارة الشركة إلا في حالتين: تغيير الشكل القانوني، وإمماج شركة في أخرى.	5- للمساهمين حق الاطلاع والحصول على معلومات بخصوص سير العمل بالشركة من خلال حضورهم اجتماع الجمعية العامة، وحصولهم على المستندات والتقارير الدالة على نشاط الشركة.
6- ليس لحاملة السندات الحق في إدارة شؤون الشركة.	للمساهمين الحق في إدارة شؤون الشركة من خلال الموافقة على الحسابات الختامية للسنة المالية المنتهية، وتعيين أعضاء مجلس الإدارة.
ليس لحملة السندات أي حق أفضلية أو أولوية في الاكتتاب في زيادة رأس المال.	المساهمين الحق في الاكتتاب في أسهم زيادة رأس المال.
حامل السند يسترد رأس ماله في الوقت المحدد لاستحقاق السداد وبالكامل.	حامل السهم لا يسترد رأس ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند تصفية الشركة، ولا يُشترط أن يكون ما دفعه هو ما يستردّه، وهو قابل للزيادة أو النقصان.
حامل السند له الحق الحصول في استرداد مبلغ المديونية قبل أن يحصل المساهمون على أي شيء.	عند تصفية الشركة يكون لحملة الأسهم الحق في استرداد مخزراتهم بعد تسديد كافة الديون.
القيمة الجارية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمي (على السند).	1- القيمة الجارية (السوقية) للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.

المصدر: ضياء مجيد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 44، 45.

ثالثاً: المشتقات المالية:

يتم تداول الأدوات المالية بمختلف أشكالها وفق صورتين: عمليات آجلة، وعمليات عاجلة؛ وهذا ما أدى إلى ظهور أنواع من العقود قابلة للتداول في السوق يطلق عليها المشتقات، نوضحها فيما يلي:

1- تعريف المشتقات المالية:

وهي عبارة عن: « عقود فرعية، تُبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع، ... الخ)، لتشتأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة »¹.
كما تُعرّف على أنها: « نوع من العقود المالية التي تُشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يُطلق عليه الأصل الأساسي، أو المرتبط كأسهم أو السندات أو السلع »².

2- أنواع المشتقات المالية:

يمكن التمييز بين الأنواع الآتية من المشتقات المالية:

1-2 عقد الاختيار:

1-1-2 تعريف عقد الاختيار:

« وهو عقد يعطي لحامله الحق في شراء أو بيع ورقة مالية في تاريخ لاحق، وبسعر يُحدّد وقت التعاقد، على أن يكون لمشتري الاختيار الحق في التنفيذ من عدمه، وذلك في مقابل مكافأة يدفعها للبائع، والذي يُطلق عليه محرر الاختيار »³.

ويضمن عقد الاختيار لحامله حقاً وليس التزاماً، أي أن حامل عقد الاختيار لديه حق الاختيار في شراء أو بيع الأسهم المتفق عليها حسب نوع العقد، ولكنه غير ملزم بالشراء أو البيع إذا لم يرغب في ذلك؛ أي أن لديه الحرية في تنفيذ هذا العقد من عدمه؛ فعند حلول موعد التنفيذ، فإن عقد الاختيار قد لا يُنفذ، ومفعول العقد ينتهي دون أي التزام عليه؛ أما إذا قام بتنفيذه فإن على محرر العقد أن يستجيب لذلك؛ لأن العقد يصبح ملزماً⁴.

2-1-2 عناصر عقد الاختيار:

يتضمن عقد الاختيار عدداً من العناصر، لابد من النصّ عليها في العقد، وهي:

- أ- الأصل محل الاختيار: حيث لابد من بيان نوعه وكميته، سواء أكان أسهماً، أم سلعاً، أم عملات، أم غير ذلك.
- ب- سعر التنفيذ: ويُسمّى سعر الممارسة، وهو السعر الذي يحقّ لمشتري الاختيار أن يبيع أو يشتري الأسهم به إذا رغب في ذلك، أو تتم - على أساسه - التسوية بين طرفي العقد في تاريخ التنفيذ.

¹ - محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص: 262.

² - أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، مصر، الدار الجامعية، 2003، ص: 211.

³ - منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، الإسكندرية، دار المعارف، 1997، ص: 589.

⁴ - زياد رمضان، التعامل في بورصة الاوراق المالية، مصر، الدار الجامعية، 1998، ص: 91.

⁵ - Valdez, Stephen, *a bid*, P:226.

ج- **تاريخ التنفيذ:** وهو التاريخ الذي ينتهي بانتهاؤه حق المشتري في الاختيار، على أنه لا يحق للمشتري تنفيذ العقد إلا في هذا التاريخ، وهو ما اصطلح على تسميته بالاختيار الأوروبي، وقد يحق له تنفيذه في أي وقت خلال الفترة الممتدة من تاريخ التعاقد إلى التاريخ المحدد للتنفيذ، وهو ما اصطلح على تسميته بالاختيار الأمريكي.

د- **ثمن الاختيار:** ويسمى العلاوة أو المكافأة، وهو المبلغ الذي يدفعه مشتري الاختيار لمحرره مقابل تمتعه بحق الاختيار¹.

2-1-3 أنواع عقد الاختيار:

هناك نوعان من عقد الاختيار وهي:

أ- **عقد اختيار الشراء:** وهو عقد بين طرفين، يُحوّل لصاحبه الحق في الشراء أوراق مالية معينة، وليس الالتزام بالشراء، بسعر معلوم، في تاريخ معلوم، أو خلال مدة معلومة، مقابل عوض معلوم⁽²⁾. وبالتالي إذا انخفض سعر الأصل عن السعر المحدد، فإن صاحب الخيار غير ملزم بالشراء وفقاً للسعر المحدد السابق للاتفاق عليه؛ إذ يمكنه الشراء من السوق بالسعر المنخفض في هذه الحالة. وعلى العكس، إذا ارتفع سعر الأصل فإنه يكون لصاحب الخيار الحق أن يشتري الأصل بالسعر المنخفض السابق للاتفاق عليه.

ب- **عقد اختيار البيع:** وهو عقد بين طرفين، يُعطي لصاحبه الحق في بيع أوراق مالية معينة، وليس الالتزام بالبيع، بسعر معلوم، في تاريخ معلوم، أو خلال مدة معلومة، مقابل عوض معلوم. وبالتالي إذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه، يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقاً لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى.

3- العقود الآجلة:

عبارة عن عقود بيع تجري في بورصات الأوراق المالية، يُتفق فيها عند إبرام العقد على نوع الأوراق المالية محل الصفقة، عددها، ثمنها، على أن يتم تسليم الأوراق المباعة، وتسليم الثمن في تاريخ لاحق يُسمى يوم التصفية³.

وتستخدم البنوك والمستثمرون هذه العقود لتقادي تعرضها مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية، وتقلبات أسعار صرف العملات في مجال الاستثمارات الدولية.

¹ محمد محمود حبش، مرجع سبق ذكره، ص: 179.

² محمد صالح جابر، مرجع سبق ذكره، ص: 255.

³ مراد كاظم، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

4- العقود المستقبلية:

4-1 تعريف العقود المستقبلية:

« هي عقود تُعطي لصاحبها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (قد يكون سلعة أو ورقة مالية)، بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم والتسليم في تاريخ لاحق في المستقبل¹ ».

من التعريف يتبين أن العقود المستقبلية هي عقود يتم الاتفاق فيها على الشيء المبيع، وسعره، وكميته عند إبرام العقد، على أن يتم تسليم المبيع ودفع الثمن في المستقبل؛ لذا يوصف العقد بأنه مستقبلي.

ويتنم إبرام العقود في أسواق العقود المستقبلية عن طريق السماسرة؛ حيث لا يحصل التقاء مباشر بين البائعين والمشتريين، ويتم ذلك بطريقة المزاد المفتوح؛ حيث يلتقي السماسرة الذين يتعاملون في عقود معينة في غرفة التعامل المخصصة لتلك العقود، وهناك يعلن كل سمسار على نوع الأمر الذي يحمله (أمر بيع، أمر شراء)؛ وعندما يتم إبرام العقد، يتم تسجيل ذلك في نماذج خاصة، يبين فيها اسم البائع والمشتري، ووكيلهما من السماسرة، وتزويد بيت التسوية بتلك النماذج؛ حيث تحتل بيوت التسوية التابعة للبورصة مركزاً مهماً في تلك العقود².

4-2 أنواعها:

من بين العقود المستقبلية نذكر ما يلي:

4-2-1 العقود المستقبلية المالية:

وهي العقود التي ترد على الأدوات المالية الأصلية، مثل الأسهم والسندات.

4-2-2 العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم:

وهي التزام بين طرفي العقد بأن يدفع أحدهما للطرف الآخر مبلغاً من النقود، يتمثل في الفرق بين قيمة المؤشر في التاريخ المتفق عليه، وهو اليوم المسمى بيوم التسليم، وبين المبلغ المتفق عليه وهو المبلغ المسمى سعر الشراء، يدفعه البائع إن كانت قيمة المؤشر أعلى من سعر الشراء، ويدفعه المشتري إن كان سعر الشراء أعلى من قيمة المؤشر، وعادة ما يضرب هذا المبلغ (الفرق بين قيمة المؤشر وسعر الشراء) في قيمة ثابتة يُطلق عليها المضاعف³.

¹ منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق المالية والمنشآت المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 631.

² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الرياض، كنوز اشبيليا،

ج1، 2004. ص ص: 924، 925.

³ منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 714.

4-2-3 العقود المستقبلية على السلع:

هو بمثابة عقد بين الطرفين يلتزم بمقتضاه أحدهما على تسليم الطرف الثاني مقداراً محدداً من سلعة معينة بسعر محدد في تاريخ محدد¹.

5- الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة:

هناك فروق جوهرية بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة، يمكن حصرها فيما يلي²:

1-5 مخاطر عدم القدرة على الوفاء: حيث تكون أكبر بالنسبة للعقود الآجلة؛ لأنها لا تتداول في سوق منظمة، عكس العقود المستقبلية التي تتداول في سوق منظمة.

2-5 مخاطر عدم القدرة على التخلص من التزامات العقد: ففي العقود المستقبلية قد نأخذ بما يُسمى بالمركز المضاد؛ وبالتالي يمكن التخلص من العقود بهذه الطريقة، أما في العقود الآجلة فلا يمكن الانسحاب من التعاقد إلا بإعادة التفاوض مع الطرف الآخر؛ ولذلك تتعرض العقود الآجلة لمخاطر تسوية العقد.

3-5 تكلفة المعاملات: تتمثل تكلفة المعاملات في كل تكاليف نقدية مصاحبة للعقد كعمولة السمسرة، والضرائب؛ فالعقود المستقبلية تنطوي على تكلفة أقل مقارنة مع العقود الآجلة.

4-5 التسوية اليومية للعقد: تتم تسوية الأرباح والخسائر في العقود المستقبلية يومياً؛ وبالتالي تُحسب النتائج يومياً لكل طرف، أما في العقود الآجلة فإن التسوية تتم مرة واحدة في تاريخ تنفيذ العقد.

6- عقود المبادلة:

وهي عبارة عن "التزام تعاقدى بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، عمى أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق".

أهداف المبادلات:

- تغطية عملية الاستثمار والاقتراض من المخاطر السعرية.
- تخفيض تكلفة التمويل عن طريق توليد قروض مستثمرة بتكلفة اقتراضية رخيصة.
- تحقيق معدلات ربحية أعلى في الاستثمارات وتدعيم مركز العملات الأجنبية عمى المستوى القومي.
- تستخدم عقود المبادلة في التحوط من المخاطر المتعمقة بدورة النشاط العادية.

بعض أنواع المبادلات:

- مبادلة السلع: هي مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآن من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد ويتم سداد الثمن فوراً و بيعها في نفس الوقت ببيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا يسدد في فترات متفق عليها أيضا.

¹ - أحمد صالح عطية، مرجع سبق ذكره، 2003 ص: 235.

² - بلعزوز بن علي، دليلك في الاقتصاد، الجزائر، دار الخلدونية، 2008، ص ص: 153، 152.

- مبادلة الأسهم :هي الاتفاق على المبادلة في تاريخ لاحق لمعدل عائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر.
- مبادلة العملات :هي الاتفاق بين طرفين يتضمن عمليتين :عملية شراء/بيع عملة معينة مقابل عملة أخرى على أساس التسليم الآني بين العملتين وعملية بيع/شراء في تاريخ لاحق على أساس سعر صرف محدد مسبقا بين العملتين.

المحور الخامس: الأوامر و التسعير في سوق الأوراق المالية

أولاً: أوامر السوق.

ثانياً: أنواع التسعيرة.

المحور الخامس: أوامر البورصة - أو السوق (Market Orders) ، التسعير.

تمهيد:

إن التعامل في البورصة لابد أن يتم عن طريق الوسطاء أو مندوبيهم، ولا يمكن لغيرهم عقد عمليات بيع أو شراء داخل البورصة، فعلى من يرغب في بيع أو شراء أوراق مالية معينة أن يتوجه إلى أحد وسطاء البورصة المرخص لهم، لتفويضه في البيع والشراء.

أولاً: أوامر البورصة :

1-تعريف أمر البورصة: أمر البورصة هو التفويض الذي يمنحه المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية و المنتجات المتداولة بصفة عامة، ويتطلب هذا التفويض تحرير أمر كتابي يحتوي على أهم توجيهات المستثمر المتعلقة بالعمليات التي كلف بها الوسيط، كما يمكن تعريف أمر البورصة بأنه الطلب الذي يقدمه العميل للوسيط طالباً منه ومفوضاً إياه تنفيذ عملية بيع أو شراء ورقة مالية وفقاً للشروط التي يحددها العميل¹.

2- شروط أمر البورصة:

يجب تحديد أمر البورصة بكل وضوح منعا لأي التباس قد يحصل، ويحصل ذلك الوضوح ببيان مجموعة من المعلومات هي²:

- تاريخ إصدار الأمر.
 - طبيعة العملية: بيع أو شراء.
 - إسم ونوع الورقة المالية المراد التعامل بها.
 - كمية الأوراق المالية التي يرغب ببيعها أو شراؤها.
 - شروط السعر الذي يرغب التعامل به، محدد، بالسعر الأفضل....
 - مدة صلاحية الأمر.
 - سوق التداول: فوري، آجل، خيارات، مستقبلات...إلخ.
- ونظراً لكون الوسيط مسؤولاً عن تنفيذ الأمر فله أن يطلب من عميله تقديم ضمانات مالية لتغطية الأوامر التي أصدرها، ففي حالة البيع تكون هذه الضمانات هي الأوراق المالية موضوع العقد، أما في حالة الشراء تكون التغطية عن طريق مبلغ مالي يدفعه العميل إلى الوسيط.

3- إجراءات إصدار أمر البورصة:

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 2006، ص ص: 123، 125.

² عبد الغفار حنفي، البورصات، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، 2001، ص: 49.

تختلف إجراءات إصدار أوامر البورصة من بورصة إلى أخرى، وفيما يلي الإجراءات المتبعة مثلاً في سوق الأسهم السعودي، حيث عند حضور المستثمر إلى مكتب الوسيط يقوم ب¹:

- تعبئة نموذج بيانات المستثمر، الذي يتضمن: اسم المستثمر، جنسيته، نوع هويته ورقمها، عنوانه، مع إرفاق صورة من بطاقة الهوية، ثم تدخل هذه البيانات في النظام الآلي للتداول، وهذا الإجراء خاص بالمستثمرين الذين يتعاملون لأول مرة من خلال نظام التداول الآلي.

- تعبئة نموذج أمر البيع أو أمر الشراء، والذي يتضمن المعلومات السالفة الذكر المتعلقة بالعملية (السعر، نوع الورقة)، ...، وتوقيع المستثمر على النموذج.

- تسليم شهادات الأسهم (الأوراق المالية) في حالة أمر البيع، حيث يلتزم الوسيط (البنك) بالتأكد من ملكية البائع لها، وعدم وجود أية قيود تمنع التعامل بها.

- تسليم ثمن الأسهم التي يريد شراؤها مع عمولة البنك، نقداً أو بشيك، أو عن طريق احتجاز الثمن من حساب المشتري لدى البنك الوسيط.

وبعد إتمام هذه الإجراءات، يقوم البنك الوسيط باتخاذ الإجراءات اللازمة لتنفيذ الأمر الصادر إليه من عميله. وعندما يتم تنفيذ الأمر، يتلقى العميل وثيقة تسمى "إشعار بالتنفيذ"، يتضمن هذا الأخير: اسم الوسيط، اتجاه العملية (بيع أو شراء)، رقم (رمز) العميل، تاريخ تنفيذ العملية، نوع السوق (فوري، آجل، مستقبلات، خيارات)، اسم الورقة المالية، كمية الأوراق المطلوبة، المبلغ الإجمالي، تحرير قيمته، مصاريف العملية، ضريبة البورصة والمبلغ الصافي دائن أو مدين بحسب اتجاه العملية (بيع أو شراء). هذا ويتم عملية تحويل ونقل الأوراق المالية من حساب إلى حساب.

4- إلغاء وتعديل أمر البورصة:

يمكن للعميل أن يلغي الأمر أو يعدله فيما يتعلق بالسعر أو عدد الأوراق المراد التعامل بها، ويجب أن يبلغ الوسيط بقرار التعديل أو الإلغاء قبل افتتاح جلسة البورصة التي كان مزعم تنفيذ الأمر فيها، ويتم التعديل بالطرق التي تم بها تفويض الوسيط إما كتابياً أو هاتفياً، أما إذا كان الأمر الذي أدخله الوسيط إلى نظام التداول غير منفذ وأبلغه العميل بقرار تعديله أو إلغائه، فإن الوسيط لا يمكنه تعديل أو إلغاء الأوامر غير المنفذة والمدخلة إلى نظام التداول في مراحل ما قبل الافتتاح وما بعد الافتتاح وفي مرحلة التداول المستمر، ولا يسمح بإلغاء أية عملية تداول أثرت على تحديد سعر الافتتاح في مختلف مجموعات التسعير.

5- أنواع أوامر البورصة:

¹ سعيد توفيق عبيد، مرجع سبق ذكره، ص: 90.

تنقسم أوامر البيع والشراء للأوراق المالية إلى أنواع عدة، وذلك وفقا لاعتبارات مختلفة، ومن أهم تلك الأوامر شيوعا في الأسواق المالية نذكر ما يلي:

5-1 أنواع الأوامر من حيث تحديد السعر من عدمه :

وتنقسم إلى أوامر محددة لسعر التنفيذ وأوامر غير محددة لسعر التنفيذ.

5-1-1 الأوامر غير المحددة لسعر التنفيذ:

وتنقسم إلى¹:

أ- أوامر بالسعر الأفضل:

لا يحمل هذا الأمر أي تعليمة فيما يتعلق بالسعر، حيث لا يحدد المستثمر لا السعر الأعلى للشراء ولا السعر الأدنى للبيع، بل ينفذ الأمر بأفضل سعر ممكن في السوق، وله الأولوية في التنفيذ.

وعليه يتم تنفيذ هذا الأمر بصورة كلية بأول سعر يتحدد في البورصة، إذا سلم الأمر قبل بداية التداول، أما إذا سلم أثناء حصة التداول فإنه ينفذ بالسعر السائد لحظة تسليمه، ويستعمل هذا النوع من الأوامر بصفة خاصة في حالة الأوراق المالية المسجلة بطريقة التسجيل الثابت) * (، كما يمكن تنفيذ هذا الأمر جزئيا إذا لم يجد الوسيط العدد الكامل من الأوراق المالية المعروضة أو المطلوبة التي يرغب هو في شرائها أو في بيعها، مما يتطلب تخفيض العرض أو الطلب بعد موافقة سلطات البورصة.

ب- أوامر بسعر السوق:

وهي من أكثر الأوامر شيوعا، وفيه يطلب المستثمر من الوسيط تنفيذ الصفقة على وجه السرعة، وبأفضل سعر يمكن أن يجري التعامل به (يجب على الوسيط أن يجتهد لتنفيذ الأمر بأفضل الأسعار)، وهذا الأمر لا يحمل هو الآخر أي سعر محدد، لذلك فهو ينفذ في دقائق معدودة.

والفرق بين هذا النوع من الأوامر والنوع السابق هو إمكانية التنفيذ الجزئي لهذه الأوامر على مدى فترة التداول في البورصة دون القيام بتخفيض العرض أو الطلب والرجوع إلى سلطات البورصة، كما أن هذا النوع من الأوامر يستعمل عادة في حالة الأوراق المالية المسجلة بطريقة التسجيل المستمر.

و واضح أن من أهم مزايا هذين النوعين من الأوامر هو السرعة وضمان التنفيذ، أما أهم سلبياته فهي عدم معرفة المستثمر مسبقا السعر الذي سينفذ به الأمر إلا بعد إتمام الصفقة وإشعاره من طرف العميل، وعليه تقبل السعر السائد في السوق.

¹ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، 1999، ص: 95.

5-1-2 الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

و يقصد بها تلك الأوامر التي يكون السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، وتنقسم إلى¹:

أ- الأوامر المحددة للسعر:

وهنا يحدد المستثمر حدا معيناً للسعر الذي يجب البيع أو الشراء به، فيحدد السعر الأدنى في حالة أمر البيع ويحدد السعر الأعلى في حالة أمر الشراء، فلا يحق للسهم تنفيذ الصفقة (بيع أو شراء) قبل بلوغ سعر الورقة المالية السعر المحدد من طرف العميل (السعر الأدنى، أو السعر الأعلى)، ويصبح الأمر نافذاً وعلى السهم تنفيذها، ويتحمل مسؤوليته إذا لم ينفذه.

ب أوامر الإيقاف Stop orders :

وهي الأوامر التي يتوقف تنفيذها على وصول الأسعار في السوق إلى السعر الذي حدده المستثمر، أو أعلى منه في حالة الشراء، أو أقل منه في حالة البيع، فعلى الوسيط إذا بلغت الأسعار في السوق السعر المحدد أن يبادر إلى تنفيذ الصفقة بأفضل سعر ممكن، حتى وإن تجاوزت السعر المحدد ارتفاعاً في حالة الشراء، أو نزلت عنه في حالة البيع.

فمصدر أمر الإيقاف الخاص بالبيع يتوقع انخفاضاً في السعر بينما يتوقع مصدر أمر الإيقاف الخاص بالشراء ارتفاعاً في السعر، فيصدر هذا الأمر إما محافظة على ربح متحقق، أو تقليلاً من خسارة قد تحدث. فمثلاً في حالة أمر البيع، وعندما يكون الهدف هو المحافظة على ربح متحقق، نفترض أن لدى مستثمر أسهما اشتراها في السابق بـ 211 دج، والآن بلغ سعرها السوقي 281 دج، يكون هذا المستثمر قد حقق بذلك ربحاً قدره 81 دج عن السهم الواحد، وأنه يتوقع انخفاض سعر أسهمه في السوق، فيصدر إلى وسيطه أمر إيقاف خاص بالبيع بالصيغة التالية: "بع إذا انخفض السعر السوقي للسهم إلى 211 دج"، فطالما لم ينخفض سعر السهم إلى السع المحدد 211 (دج) لا يحق للسهم تنفيذ الأمر، أما عند بلوغ السعر السوقي للسهم السعر المحدد من طرف المستثمر يبادر السهم إلى تنفيذ الأمر ببيع الأسهم بذلك السعر أو أي سعر أقل منه يمكن للحاق به، وبذلك يكون المستثمر قد احتفظ بجزء من الربح دون تضحيته كله. كما قد يكون هدف المستثمر من إصدار أمر الإيقاف هو التقليل من الخسارة، فيصدر أمراً للوسيط ببيع الأسهم لما يصل سعرها في السوق إلى 091 دج، وعليه لا يحق للوسيط أن يبيع إلا ببلوغ الأسعار المحدد، عندها يبادر إلى بيع الأسهم بالسعر المحدد أو بأي سعر أقل منه، وذلك تقليلاً للخسارة.

¹ عبد الغفار حنفي، البورصات، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، 2001، ص: 49.

أما في حالة أمر الشراء، فنفترض أن مستثمرا يريد شراء أسهم شركة ما في المستقبل لما تنخفض أسعارها، وأن سعرها الحالي في السوق 211 دج، غير أنه متخوف من إمكانية ارتفاع سعرها في السوق، فهنا يصدر أمرا للوسيط كما يلي: "اشتر إذا ارتفع السعر السوقي للسهم إلى 201 دج"، فلا ينفذ السمسار هذا الأمر إلا بوصول سعر السهم السوقي السعر المحدد 201 (دج)، إذ يجب عليه أن يبادر حينئذ بالشراء بأفضل سعر ممكن سواء كان بالسعر المحدد أو بأعلى منه.

ونشير إلى أن أمر الإيقاف يصبح أمرا قابلا للتنفيذ بالسعر الأفضل بمجرد بلوغ السعر السوقي للورقة المالية السعر الذي حدده المستثمر، أو تجاوزه في حالة الشراء، أو انخفض عنه في حالة البيع، وذلك في حالة التسجيل الثابت، أما في حالة التسجيل المستمر فيتحول أمر الإيقاف إلى أمر بسعر السوق.

ج-أوامر الإيقاف المحددة (Stop limit orders)

تعتبر هذه الأوامر امتدادا لأوامر الإيقاف التي سبق تناولها، حيث تعالج أوامر الإيقاف المحددة مشكلة عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به أوامر الإيقاف، ويصاغ أمر الإيقاف المحدد بتحديد المستثمر حدا أدنى لسعر البيع، وحدا أعلى لسعر الشراء، ولا يتم تنفيذ الأمر إلا بذلك السعر أو بسعر أفضل منه، أي أكبر من الحد الأدنى في حالة البيع، وأقل من الحد الأعلى في حالة الشراء.

فإذا افترضنا مثلا أن مستثمرا يملك 811 سهما اشتراها ب 110 دج للسهم الواحد، ويتخوف من انخفاض سعرها في السوق، فسيقوم بإصدار أمر إيقاف محدد لبيع تلك الأسهم وفق الصيغة التالية:

"بع 811 سهم عند 98 دج إيقاف، 91 دج تحديد"، فعلى الوسيط أن يبدأ في تنفيذ الصفقة عند وصول السعر إلى 98 دج وأن ينفذ الأمر حتى وإن بلغ السعر 91 دج، لكن لا يبيع إذا انخفض السعر إلى أقل من ذلك. كما قد يتوقع ارتفاع سعر ورقة مالية يرغب في شرائها فيحرر للوسيط أمر شراء كما يلي: "اشترى 811 سهم عند 91 دج إيقاف، 98 دج تحديد"، على افتراض أن السعر الحالي للسهم هو 80 دج مثلا، فعلى الوسيط أن يبدأ التنفيذ عند بلوغ السعر 91 دج، وأن ينفذ حتى وإن بلغ 98 دج، على أن لا ينفذ إذا ارتفع السعر إلى أعلى من ذلك.

بالإضافة إلى هذه الأنواع من الأوامر التي ذكرناها وفقا لتحديد السعر من عدمه، هناك أنواع أخرى نذكر منها : أوامر بسعر الافتتاح (بالسعر الأول) أو بسعر الإقفال (بالسعر الأخير)، الأمر بالسعر التقريبي،... إلخ.

5-2 أنواع الأوامر من حيث وقت التنفيذ:

وتتضمن تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفاصل في تنفيذها من عدمه، وتنقسم تبعا لذلك إلى¹:

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 129.

أ- أوامر محددة بيوم أو أسبوع أو شهر :

فالأمر المحدد بيوم Day order هو الأمر الذي يظل ساري المفعول فقط طيلة اليوم الذي صدر فيه أو لما تبقى من ساعات اليوم، وبالنسبة للأمر المحدد بأسبوع Week order فإنه ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه، وكذلك الحال بالنسبة للأمر المحدد بشهر Month order .

ب- الأمر المفتوح:

هو أمر يتم التعامل به طالما لم يتم تنفيذه أو إلغاؤه، وقد يحدد لمثل هذا النوع من الأوامر فترة زمنية، ووفقا لذلك يبقى الأمر ساريا إلى غاية تنفيذه أو تقرير المستثمر إلغاؤه.

ج- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ :

وفيها يحدد الأمر سعر معين خلال فترة زمنية معينة أو مفتوحة، ونميز وفقا لذلك نوعين من الأوامر هما:

ج- 1 الأوامر المحدد للسعر خلال فترة معينة: ويقصد بها الأوامر التي تحدد سعرا معيناً للتنفيذ، مع اشتراط تنفيذ الصفقة خلال فترة زمنية معينة (يوم ، أسبوع، شهر.. إلخ).

ج- 2 الأوامر المفتوحة في حدود سعر معين: وهي أوامر لا تحدد لها فترة زمنية معينة لتنفيذها، مع اشتراط تنفيذ الصفقة بوصول سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

3-5 أنواع الأوامر من حيث كمية الأوراق المالية:

وتنقسم إلى¹:

أ- الأمر بشرط "الكل أو لا شيء" : All or none :

وبموجبه يشترط العميل على الوسيط تنفيذ الأمر كله وإذا تعذر ذلك فهو يفضل عدم الدخول في الصفقة، فهذا الأمر لا يمكن تنفيذه إلا إذا توفرت في البورصة كمية الأوراق المطلوبة أو المعروضة.

ب- الأمر بشرط "عدد من الأوراق في كل حصة "

يستخدم هذا الأمر في حالة رغبة المستثمر تنفيذ الصفقة على دفعات متناسبة مع العدد الكلي الذي يريد بيعه أو شراؤه من الأوراق المالية من جهة، ومتناسبة مع العدد الإجمالي المتداول في الحالات العادية في البورصة من جهة ثانية، لذلك يحدد عدد الأوراق المالية الواجب تداولها في كل حصة.

ج- الأمر بشرط "عدد من الأوراق خلال عدد من الحصص"

على عكس الأمر السابق فإن هذا الأمر لا يحدد العدد الواجب تداوله في كل حصة، بل يحدد عدد الأوراق المالية التي يجب على الوسيط تداوله خلال عدد من معين من الحصص، حيث يحدد المستثمر التاريخ الذي يجب

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص: 124، 125.

على الوسيط إتمام الصفقة كلية قبله، دون تحديد عدد الأوراق في الحصة الواحدة، بل يكون ذلك حسب ظروف السوق.

5-4 أنواع أخرى من الأوامر :

بالإضافة إلى أنواع الأوامر السالفة الذكر توجد العديد من الأوامر التي لا يسعنا المجال لذكرها كلها، بل نذكر منها ما يلي¹:

أ- أمر حسب مقتضى الأحوال أو أمر الإعتناء Discretionary order

وبموجبه يترك للوسيط حرية في إبرام الصفقة حسب ما يراه مناسباً، ونميز بين الأوامر المطلقة، أين يتمتع الوسيط بحرية اختيار نوع الورقة محل التعامل، السعر، نوع الصفقة بيعاً أو شراءً، توقيت إبرام الصفقة، وبين الأوامر المقيدة، والتي تقتصر فيها حرية الوسيط على توقيت وسعر التنفيذ. كما قد يكون الأمر مقيداً بمبلغ معين.

ب- الأوامر المرتبطة (Switch order) :

ويقصد به أن يطلب العميل من الوسيط أن يشتري أو يبيع له أوراقاً مالية من نوع معين شريطة أن يشتري أو يبيع له أوراقاً مالية أخرى، وقد يحدد العميل الفرق بين سعر البيع والشراء.

ثانياً: التسعير في بورصة الأوراق المالية :

عملية تحديد الأسعار في البورصة لا تختلف عنها في الأسواق الأخرى، حيث تتحدد أسعار الأوراق المالية وفقاً لقانون العرض والطلب الذي مصدره أوامر البيع والشراء التي ترد إلى السوق، غير أن الأسلوب الذي تتبعه إدارة البورصة في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول التسعير، له تأثير على ميكانيكية عمل قوى هذه السوق (قوى العرض والطلب)، ويتم التوصل إلى السعر التوازني لأي ورقة مالية متداولة بعدد من الطرق التي وإن اختلفت في أسلوبها فإنها تتفق في جوهرها، كالتسعير بالمناداة، بالمقارنة وبالصندوق.

1- مفهوم التسعير في البورصة :

يقصد بالتسعير في أوساط البورصة " تحديد السعر الذي تلقي عنده عروض البيع وطلبات الشراء، بحيث يتم عنده تداول أكبر عدد ممكن من الأسهم، وذلك عند بدء التعامل على سهم معين، ليتم تدوينه على لوحة الأسعار.

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، ص : 126.

2-آليات التسعير في البورصة :

2-1 مجموعة التسعير المستمر: Continuous Pricing

تمثل هذه المجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها خلال جلسة التداول على عدة أسعار والتي تتم خلال مراحل الجلسة المختلفة، وبموجب تعليمات التداول تقسم مراحل جلسة التداول لمجموعة التسعير المستمر إلى المراحل التالية:

- مرحلة ما قبل الافتتاح
- مرحلة الافتتاح
- مرحلة التداول المستمر
- مرحلة ما قبل الإقفال
- مرحلة الإقفال

ويتم إدخال الأوامر خلال مرحلة ما قبل الافتتاح لمجموعة التسعير المستمر بحيث يتم ظهورها على سجل أوامر الشركة بدون إحداث أي تداول ويقوم النظام باحتساب سعر التوازن التأشيرى بعد كل عملية إدخال ويتم ظهوره مباشرة على نافذة سجل الأوامر لكل شركة، كما يتم تنفيذ أوامر الشراء والبيع المدخلة خلال مرحلة الافتتاح لمجموعة التسعير المستمر لكل ورقة مالية على آخر سعر توازن تأشيرى عند تلك اللحظة إذا كان التنفيذ سيحدث ضمن حدود تغيير الأسعار المسموح بها ويكون سعر الافتتاح هو آخر سعر توازن تأشيرى يم عليه التنفيذ في مرحلة الافتتاح.

وعند انتهاء مرحلة الافتتاح لمجموعة التسعير المستمر، يتم التداول بشكل مستمر حتى نهاية جلسة التداول . وفي هذه الحالة يسمح للوسطاء بإدخال وتعديل وإلغاء الأوامر وإجراء عمليات التنفيذ حسب قوى العرض والطلب بالسوق وبأسلوب المزايدة المستمر، حيث تظهر جميع الأوامر المدخلة من قبل الوسيط إلى التداول على سجل أوامر الوسيط وعلى سجل أوامر الشركة حسب أفضلية الأسعار وأسبقية إدخالها ويتم إعطاؤها أرقاما متسلسلة من قبل النظام.

2-2 مجموعة التسعير الثابت (Fixed Pricing)

تمثل هذه المجموعة الأوراق المالية التي يتم تداولها على سعر ثابت خلال جلسة يتم التداول فيها ويمثل آخر سعر توازن تأشيرى عند الإفتتاح، وبموجب تعليمات التداول تقسم جلسة التداول لمجموعة التسعير الثابت إلى المراحل التالية:

- مرحلة ما قبل الإفتتاح

- مرحلة الإفتتاح

- مرحلة ما بعد الإفتتاح

- مرحلة ما قبل الإقفال

- مرحلة الإقفال

ويتم إدخال الأوامر خلال مرحلة ما قبل الإفتتاح لمجموعة التسعير الثابت بحيث يتم ظهورها على سجل أوامر الشركة بدون إحداث أي تداول ويقوم النظام باحتساب سعر التوازن التأشيرى بعد كل عملية إدخال ويتم ظهورها مباشرة على نافذة سجل الأوامر لكل شركة.

كما يتم تنفيذ أوامر الشراء والبيع المدخلة خلال مرحلة الإفتتاح لمجموعة التسعير الثابت لكل ورقة مالية على آخر سعر توازن تأشيرى عند تلك اللحظة إذا كان التنفيذ سيحدث ضمن حدود تغيير الأسعار المسموح بها.

3- طرق التسعير في البورصة :

تتم عملية تحديد أسعار الأوراق المالية في البورصة على مراحل وبعده تقنيات التي تختلف في إجراءاتها، لكنها تتفق في جوهرها، ومنها:

3-1 التسعير بالمناداة :

يجتمع الوسطاء في مقصورة البورصة و ينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم، ويستعملون إشارات اليد مع المنادة، وذلك بوضع الساعد (أفقيا في اتجاه الجسم في حالة الشراء، ورأسيا في حالة البيع.) في هذه الأثناء يتم عقد صفقات مبدئية بين أولئك الوسطاء بالسعر المعلن، فإن انقطعت الأصوات بعد ذلك تم اعتماد هذا السعر وتدوينه على اللوحة ليكون هو السعر الرسمي، وعند ذلك تتحول الصفقات المبدئية إلى عقود نهائية.

3-2 التسعير بالمقارنة :

وفيها يقوم الموظف المختص صباح كل يوم بتدوين عروض البيع وطلبات الشراء لكل ورقة مالية في سجل خاص، ومن خلاله تتم معرفة مقدار ما يطلب بيعه وشراؤه من كل ورقة، وحدود الأسعار المعروضة، ومن بين هذه الأسعار يتم اختيار السعر الذي يؤدي إلى تداول أكبر كمية ممكنة للعروض والطلبات.

3-3 التسعير بالأدراج :

تتم هذه الطريقة كتابيا عكس الطريقة الأولى التي تتم شفويا، حيث تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج، حيث يخصص درج لكل ورقة في البورصة وتركز كل المعاملات من عروض وطلبات هناك، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي متخصص في التعامل بتلك الورقة حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها، وفي بداية كل حصة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر

المتعلقة بالورقة المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي ما زلت صالحة ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك.

3-4 التسعير بالصندوق :

هي شبيهة إلى حد ما بالطريقة السابقة، حيث تستخدم عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتعددة كالعروض العامة للشراء أو البيع أو التبادل، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة مالية تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات تخرج عن التعامل العادي كتطبيق انحراف في السعر يختلف عن الانحراف العادي مثلا، ويكمن جوهر هذه الطريقة في تسجيل وجمع كافة أوامر الشراء أو البيع للورقة المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة وليس في درج تابع للوسيط المتخصص كما هو الحال في الطريقة السابقة وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن.

3-5 التسعير بالمطابقة:

عندما يتلقى أحد الوسطاء أمرين متقابلين، بأن يأمر أحدهما ببيع كمية من الأوراق المالية ويأمر الآخر بشراء الكمية نفسها من ذات الأوراق، فيشتري الوسيط من الأول لحساب الثاني هذه الأوراق، ويجب عليه أن يتأكد وبواسطة أحد أعضاء " نقابة السماسرة "من أنه لا يوجد عرض أكثر ملائمة.

المحور السادس: مؤشرات سوق الأوراق المالية

أولاً: ماهية مؤشرات سوق الأوراق المالية.

ثانياً: استخدامات المؤشر في أسواق الأوراق المالية.

ثالثاً: بعض مؤشرات سوق الأوراق المالية.

المحور السادس: مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

تمهيد:

تعتبر مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداة من أدوات تحليل السوق من جهة وأداة التنبؤ بحركة تطوره مستقبلا، حيث تعطي فكرة سريعة عن اتجاه أسعار الأسهم والسندات المتداولة فيه، وإذا كان نشاط المنشأة التي تتداول أوراقها المالية في السوق يمثل الجانب الأكبر والرئيسي من النشاط الاقتصادي في الدولة، وكان السوق يتسم بقدر من الكفاءة، فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل يمكن أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة.

أولا: ماهية مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

1- مفهوم مؤشرات أسواق الأوراق المالية:

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

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

2 - كيفية بناء المؤشرات:

على الرغم من التفاوت بين المؤشرات من حيث بنائها، فإنها تقوم على ثلاث أسس هي²:

1-2 ملائمة العينة:

يقصد بالعينة في هذا الصدد الشركات التي استخدمت أسهمها في بناء المؤشر، وهذه العينة ينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب:

- **الحجم:** فإن القاعدة العامة هي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق.
- **الاتساع:** فيقصد به أن تغطي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق.
- **المصدر:** فالمقصود به هو مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، إذ ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه تلك الأوراق المالية "³.

¹ محمد صالح الخناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مصر، الدار الجامعية، 2002، ص: 251.

² منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 93، 101.

2-2 الأوزان النسبية لمفردات العينة:

يقصد بالأوزان النسبية في هذا الصدد القيمة النسبية للسهم داخل العينة، وهناك مدخلان شائعان لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي تقوم عليها المؤشر، نذكرها كما يلي¹:

- **مدخل الوزن على أساس السعر:** يتحدد الوزن النسبي للسهم في ظل هذا المدخل على أساس سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر، ولما كان المؤشر يعكس حالة السوق، فإنه عادة ما يطلق عليه بعائد السوق، والأهم من كل ذلك أن المتوسط المستخرج لأسعار الأسهم أي قيمة المؤشر المحسوبة يرمز له بعدد النقاط.

يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يعتمد فقط على سعر السهم، في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشراً على أهمية المنشأة أو حجمها، فلو أن هناك منشأتين متماثلتين تماماً؛ حيث أن القيمة السوقية لحقوق الملكية لكل منهما متساوية، غير أن الأسهم العادية للمنشأة الثانية يساوي ضعف عدد الأسهم العادية للمنشأة الأولى، فإن سعر سهم المنشأة الأولى يساوي ضعف المنشأة الثانية²، ووفقاً لمدخل السعر سيكون وزن سهم المنشأة الأولى داخل المؤشر أكبر من مثيله للمنشأة الثانية. وكما يبدو فإن هذا لا يرجع إلى التفاوت في القيمة الاقتصادية للمنشأة أو أهميتها، بل يرجع فقط إلى تفاوت عدد الأسهم العادية الذي يتكون منها رأس المال، في حين أن القيمة الكلية لكل من المنشأتين واحدة. كما أن تجزئة أحد الأسهم المكونة للمؤشر من شأنه أن يحدث خللاً في المؤشر ككل³.

- **مدخل الوزن على أساس القيمة:** في ظل هذه الطريقة يعطى وزناً للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، هذا يعني أنه يتجنب العيب الأساسي في مدخل السعر، إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالمنشأة التي تتساوى القيم السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، وهذا بدوره يعني أن تجزئة الأسهم لن يحدث أي خلل في كيفية حساب المؤشر.

يعاب على هذا المدخل أن التغير الذي يطرأ على القيمة المطلقة للمؤشر أو على قيمة العائد المتولد منه يختلف باختلاف سعر السهم الذي تسبب في إحداث التغير. ولا يعتبر السعر هو المصدر الوحيد للتحيز، ذلك أن التباين قد ينشأ أيضاً عن التباين في حجم المنشأة داخل العين.

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

² افترض أن المنشأتين ممولتين بالكامل من حقوق الملكية.

³ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 102، 105.

2-3 إجراءات حساب المؤشر:

في مؤشرات أوزان الأسعار تحسب قيمة المؤشر على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها، وفي عدد قليل منها يحسب على أساس المتوسط الهندسي كما يلي:

$$G = \sqrt{P_1 \times P_2 \times \dots \times P_{n-1}}$$

ثانيا: استخدامات المؤشر في أسواق الأوراق المالية.

نظراً لاختلاف المؤشرات من سوق إلى سوق ومن قطاع إلى قطاع يؤدي ذلك إلى اختلافات اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات نظراً للدور الذي تؤديه، ومن بين تلك الاستخدامات نذكر ما يلي¹:

1- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة:

إذا ما كانت التشكيلة التي اختير منها المؤشر، هي عينة ممثلة للأسهم المتداولة في السوق فلا بد أن يعكس المؤشر حركة أسعار كافة الأسهم المتداولة، وعليه يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغير في عائد محفظة أوراقه المالية - إيجاباً وسلباً - بمجرد مقارنته بنسبة التغير الذي طرأ على مؤشر السوق، وذلك دون حاجة إلى قيام المستثمر بمتابعة أداء كل ورقة مالية على حدة.

2- التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصات:

يمكن التوصل إلى نمط المتغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق من خلال التحليل التاريخي لتلك المتغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والمتوسطات المتحركة وبالتالي يمكن التنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل²، كذلك يمكن تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وتغيرات في أسعار الأسهم باستخدام الأساليب الإحصائية مثل طريقة المربعات الصغرى وتحليل الانحدار والارتباط والتي تمكن من التنبؤ بحركة السوق، وتفيد هذه التحليلات متخذ القرار الاستثماري في ترشيد عملية اتخاذ القرار³.

3- الحكم على أداء المديرين:

وفقاً لفكرة التنويع العشوائية يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائياً، يعادل تقريباً معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع، يتوقع منه أن يحقق عائداً أعلى من متوسط عائد السوق، وللتحقق من نجاحه في ذلك يمكن استخدام عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققته محفظة المؤسسة المعنية.

¹ منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، الإسكندرية، منشأة المعارف، 2006، ص: 112، 113.

² - Michel Albouy, Peut-on croire à l'efficacité des marchés financiers ?, in : Revue française de 2 145، 2005، P P : 140 gestion, avril

³ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 247.

4-التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها الاقتصاد:

القيمة السوقية للسهم تعكس الأداء المستقبلي للشركة المعينة، والمؤشر ما هو إلا ملخص لاتجاه أسعار أسهم الشركات المكونة له، وبناء عليه فإن ارتفاع قيمة المؤشر، تعني بالتبعية توقعات بأداء مستقبلي أفضل لتلك الشركات، ولما كان المؤشر هو تعبير عن السوق ككل، فإن الأداء المتميز للشركات لا بد وأن ينعكس على الأداء المستقبلي للاقتصاد ككل، شرط أن تكون عينة المؤشر ممثلة للقطاعات الاقتصادية الرئيسية. وأن تكون السوق كفاء¹.

5-تقدير المخاطر المنتظمة للاستثمار:

يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لأي استثمار أو ما يطلق عليها بمخاطر السوق، وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على الاستثمار محل الاهتمام، ومعدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة².

ثالثا: بعض مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية:

تختلف مؤشرات أسواق الأوراق المالية من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك لاختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى كذلك تختلف المؤشرات أسواق الأوراق المالية تبعا لأساليب بناءها، نوجزها فيما يلي:

1- مؤشرات الأسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية:

يمكن تقسيم المؤشرات شائعة الاستخدام إلى مجموعتين رئيسيتين، وهما مؤشرات تحسب فيها الوزن النسبي داخل العينة على أساس السعر الذي يباع به السهم ومن أمثلتها مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة، ومؤشرات يحسب فيها الوزن النسبي على أساس القيمة السوقية الكلية للأسهم ومن أمثلتها مؤشر ستاندر آند بور 500.

1-1 مؤشر داو جونز الصناعي:

يعد مؤشر داو جونز "Dow Jones" أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعا، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 3 فيفري 1884، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو "تشارلز دو"، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من تسعة أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 12 سهما في 26 ماي 1898، ثم إلى 20 سهم سنة 1916، ليصل إلى 30 سهم سنة 1928، ومنذ ذلك التاريخ لم يتغير عدد الأسهم المكونة للمؤشر. وتمثل تلك الأسهم (30 شركة) تتسم بارتفاع قيمتها السوقية، وبالعراقية، وبضخامة رأس المال السوقي وعدد المساهمين.

¹ محمد صالح الحناوي وجمال إبراهيم العبد، مرجع سبق ذكره، 2002، ص: 252.

² أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، ص ص: 234، 233.

في البداية كان يحسب المتوسط بقسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها ، غير أن إتباع هذه القاعدة أصبح أمرا غير مقبول، خاصة عندما تحدث تجزئة لأسهم إحدى الشركات داخل العينة التي يشتمل عليها المؤشر، أو عندما تصدر إحدى الشركات أسهما جديدة مقابل توزيعات، مما يؤثر على القيمة السوقية للسهم.

وللتغلب على الخلل الناجم عن انخفاض وزن السهم الذي تم تجزئته ينبغي حساب قيمة المؤشر بقسمة القيمة الكلية للأسهم على مقسوم عليه Divisor جديد، ليس هو عدد الأسهم المكونة للمؤشر، بحيث يكون الناتج مساو تماما للقيمة التي كان عليها المؤشر قبل التجزئة، وهو ما يعكس بقاء حالة السوق على ما كانت عليه، وتتحدد قيمة المقسوم عليه Divisor التي تحقق هذا الشرط كما يلي¹:

$$\frac{(ق) \text{ قبل}}{(و) \text{ قبل}} = \frac{(ق) \text{ بعد}}{(و) \text{ بعد}}$$

حيث تمثل:

ق: القيمة الكلية لأسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر قبل وبعد التجزئة.

و: قيمة المقسوم عليه قبل وبعد التجزئة.

• مؤشر داو جونز الصناعي (Dow Jones Industrial Average)

$$DJIA_t = \sum_{i=1}^{30} P_{it} / D_{adj}$$

حيث :

$$DJIA_t = \text{قيمة المؤشر في الفترة } t$$

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

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

وقد تعرض المؤشر لمجموعة من الانتقادات، نذكر منها ما يلي²:

- **العينة ومدى تمثيلها:** كما سبق الإشارة إليه تتكون العينة التي يقوم عليها المؤشر من 30 سهم، بمعدل سهم لكل منشأة، في الوقت الذي يصل فيه حجم العينة في مؤشرات أخرى إلى بضع مئات أو آلاف من الأسهم في المؤشرات الأخرى، بل وقد يقوم المؤشر على جميع الأسهم المتداولة مثل بورصة نيويورك، يضاف إلى ذلك أن مجموع القيم السوقية لأسهم المنشأة الممثلة في العينة، لا يتجاوز 23% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك،

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 260.

² منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 107، 106.

وهو ما قد يعطي انطبعا بان العينة قد لا تكون ممثلة، ومن ثم لا يعد المؤشر - من الوجهة النظرية على الأقل - مقياسا جيدا لحالة السوق.

- **طريقة حساب قيمة المؤشر:** تقوم طريقة حساب قيمة المؤشر على أساس إعطاء وزن للسهم وفقا للسعر الذي يباع به، ومعنى هذا أن السهم ذا السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة، وذلك على الرغم من أن سعر السهم لا يعد مؤشرا لأهمية المنشأة أو قوتها الايرادية، إضافة إلى أن المؤشر لا يجري تعديله في حالة إصدار أسهم مقابل توزيعات، إذا كانت تلك الأسهم المصدرة تقل عن 10% من مجموع أسهم المنشأة.

- **إستعاب التجزئة:** لا تقوم الطريقة التي يجرى بها تعديل المؤشر لاستعاب التجزئة على أي منطق أو إستراتيجية يمكن أن يتبعها المستثمر الذي بنى محفظته أوراقه المالية على غرار مؤشر داو جونز. ولحسم الانتقادات هناك ثلاثة معايير على مدى ملائمة مؤشر داو جونز نذكرها فيما يلي:

- حجم معامل الارتباط.

- قيمة المؤشر مع قيمة المؤشرات الأخرى.

- درجة التقلب في المؤشر مقارنة بدرجة التقلب في قيم المؤشرات الأخرى.

وعليه يمكن القول بأن الانتقادات التي توجه إلى مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة كلها ذات طابع نظري، وليس لها تأثير يذكر على أرض الواقع.

1-2 مؤشر ستاندر آندبور 500:

تتكوّن العينة التي يقوم عليها " ستاندر أند بور S & P 500 " من 500 سهم تمثل 400 منشأة صناعية، 40 منشأة منافع عامة (كالكهرباء، الماء...)، 20 منشأة للنقل، 40 منشأة تعمل في المجال المالي، وكلها منشآت كبيرة الحجم تتداول أسهمها إما في إحدى البورصات الكبرى أو في سوق نازداك، وقد تفرع عن هذا المؤشر أربعة مؤشرات (مؤشر الصناعة 300 سهم، مؤشر منشآت المنافع العامة 40 سهم، مؤشر النقل 20 سهم، ومؤشر المنشآت المالية 40 سهم)، وهو واحد من بين المؤشرات التي تقوم على مدخل القيمة، ويتم حساب قيمة المؤشر في يوم ما كما يلي¹:

$$\text{قيمة المؤشر في يوم ما} = \frac{\text{مجموع رأس المال السوقي في ذلك اليوم للمنشأة الممثلة في المؤشر}}{\text{مجموع رأس المال السوقي يوم إنشاء المؤشر}} \times 1000$$

وعلى عكس مؤشر داو جونز، لا يتأثر " ستاندر اندر بور " بالتجزئة أو بإصدار أسهم في مقابل توزيعات طالما انه يعدل تلقائيا، ففي حالة التجزئة مثلا يعوض انخفاض السعر زيادة في عدد الأسهم بنفس النسبة، وهو ما يعني عدم حدوث أي تغير في القيمة السوقية لحقوق الملكية.

¹ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 107، 108.

ومن أهم الانتقادات التي قدمت لمؤشر "ستاندر اندر بور"، أنه عند حساب العائد للمؤشر من هذا النوع - أي التي تقوم على مدخل القيمة- يتحيز لصالح المنشآت التي يكون سعر أسهمها أكبر، وتلك التي تتسم بضخامة الحجم.

• مؤشر ستاندرد أند بور (Standard & Poor Index (500)

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

حيث :

P_{ib}	= قيمة المؤشر في الفترة t
Q_{it}	= عدد وحدات السهم i في الفترة t
Q_{ib}	= عدد وحدات السهم i في الفترة b
b	= فترة الأساس
K	= رقم الأساس

2- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في اليابان:

من أشهر المؤشرات التي يكثر استخدامها في البورصة اليابانية، ما يلي¹:

1-2 مؤشر نيكاي NIKKEI: يتكون من 225 ورقة مالية تمثل 70% من رسملة بورصة طوكيو للقسم الأول، وطريقة حسابه تقوم على جمع أسعار الـ 225 مؤسسة لعينته²، والمجموع المحصل عليه يقسم على عدد المؤسسات المكونة للعينة، ومن نقائص هذا المؤشر أنه يتأثر بالأسعار العالية نسبيا والتي قد لا تكون بالضرورة أسعار أسهم المؤسسات ذات القيمة السوقية الكبيرة.

2-2 مؤشر توبيكس TOPIX: يحتوي على كل الأوراق المالية للقسم الأول من بورصة طوكيو (حوالي 1100 ورقة مالية)، وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يغطي 1100 مؤسسة تمثل كل قطاعات الاقتصاد الياباني، وجاء موزونا على أساس القيمة السوقية بكافة المؤسسات المكونة للمؤشر ومن ثمة فإنه يعكس وضعية البورصات اليابانية بصورة أكثر صدقا من مؤشر نيكاي، حيث يستخدم المؤشران كقاعدة للمتاجرة في السوق المشتقة.

¹ محمود أمين زوبل، بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق - أحوالها - مستقبلها، الإسكندرية، دار الوفاء، 2000، ص: 123، 124.

² جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص: 290، 291.

3- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في فرنسا¹:

3-1 مؤشر كاك 40 cac:

يعد أكثر شهرة واستعمالا في فرنسا، بحيث يغطي 40 مؤسسة (المنتجات القاعدية، قطاع البناء، التجهيزات، سلع الاستهلاكية معمرة، سلع استهلاكية غير معمرة، مواد غذائية، الخدمات، مؤسسات مالية)، وهو موزون على أساس القيمة السوقية وذلك بقياس التغير في القيمة السوقية لعينة المؤشر بالنسبة للقيمتها السوقية في سنة الأساس بتاريخ 31 ديسمبر 1987 بقيمة معطاة له بنفس التاريخ مقدرة بـ 1000 نقطة، وتتم عملية حساب المؤشر كاك 40 cac وفق الصيغة الموالية:

$$\text{مؤشر cac40} = \frac{\text{القيمة السوقية الحالية}}{\text{القيمة السوقية القاعدية المعدل}} \times 1000$$

والمشرفون عليه يرجون من إنشائه توفير معلومات دقيقة قدر الإمكان وفي أسرع وقت على اتجاه البورصة الفرنسية.

وهناك مؤشرات أخرى في البورصة الفرنسية نذكر منها (مؤشر CAC20، مؤشر CAC90، مؤشر CAC 100).

4- مؤشرات أسواق الأوراق المالية في بريطانيا:

هناك مؤشران أكثر استخداماً وشهرة في البورصات البريطانية وهما:

أ- المؤشر فيناشل تايمز " FTSE " financial times stock of exchange.

ب- مؤشر فيناشل لكثافة الأسهم FT-All – Share.

4-1 مؤشر فاينانشال تايمز FT-SE 100 Chare index:

يُعدُّ هذا المؤشر أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في بريطانيا ويعرف كذلك بإسم (Foot's) ويتكون من 100 سهم من الأسهم القائمة والمتداولة ببورصة لندن حيث تمثل هذه الأسهم 100 شركة من أكبر شركات المساهمة من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة، وتمثل قيمة هذه الأسهم 70% من حجم رأس المال المتداول بالبورصة تقريبا من الأسهم المحلية المتداولة، وقد تم حساب قيمة المؤشر على أساس أسعار الأقفال ليوم العمل المنتهي في 30 ديسمبر 1983 وتم إعطاء قيمة أساسية للمؤشر قدرها 1000 في هذا التاريخ.

ويعتمد حساب هذا المؤشر على المتوسط الحسابي المرجع ويتم تعديله عند الضرورة لاستيعاب التغيرات التي تؤثر على قيمة المؤشر والتي لارجع إلى حركة التعامل العادية بالسوق مثل التغير في رأس المال الشركات المصدرة للأسهم المؤشر ويتم حساب قيمة المؤشر كل دقيقة من خلال نظام إلكتروني معين يطلق عليه EPIC اختصار لمصطلح Electronic price information computer.

¹ - محمد براق، سوق الأوراق المالية، الاسكندرية، الدار الجامعية، 1999، ص: 179.

ببورصة إنجلترا ويتم نشره على شاشات عرض ملحقه بحاسبات آلية " TOPIC " وهي إحتصار لمصطلح Teletext out put of price information by computer، ويتم عرض قيمة المؤشر في نفس الوقت بالمقصورة ويتم توزيع ونشر قيمة المؤشر من خلال الإذاعة ودور النشر¹.

4-2 مؤشر فاينانشل لكثافة الأسهم FT-All – Share :

يضم هذا المؤشر مجموعة من المؤشرات الفرعية كل منها يختص بصناعة معينة أو قطاع معين والتي تمثل في مجموعها قيمة المؤشر العام ويسمح هذا المؤشر بوجود مقاييس نوعية يمكن إستخدامها كمؤشرات عامة لمحافظ الاستثمارية النوعية، ويقصد بها تلك المحافظ التي تحتوي على أسهم شركات تعمل في قطاع نوعي معين، كذلك يمكن استخدام المؤشر العام لكثافة الأسهم في حساب معامل المخاطرة المنتظمة التي يطلق عليها معامل بيتا Beta وهناك العديد من صناديق الاستثمار الإنجليزية التي تكون محافظ استثماراتها بالاعتماد على مكونات أسهم هذا المؤشر مضروباً في 2.

4-3 مؤشر الفاينانشال تايمز الـ 30 FT 30 Chares index :

يعتبر من أقدم المؤشرات أسواق الأوراق المالية البريطانية وأكثرها حساباً منذ سنة 1935 ويضم المؤشر 30 سهماً لأكبر الشركات الصناعية ببريطانيا، وما تجدر الإشارة إليه هو أنه يمثل 35% من جملة قيمة الأسهم المتداولة ببورصة لندن مما يعكس تحركات السوق بالكامل وبالكفاءة. ولقد كان الغرض الرئيسي من حساب هذا المؤشر على المتوسط الهندسي ولا يتم ترجيح أسهم المؤشر حتى يتم إعطاء كافة أسهم المؤشر أوزاناً متساوية، أي أنه يهمل حجم الشركات المصدرة للأسهم المؤشر².

¹- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مصر، الدار الجامعية، 1998، ص ص: 251، 252.

²- أحمد سعد عبد اللطيف، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 251.

المحور السابع: عمليات الإدراج في سوق الأوراق المالية

أولاً: ماهية عمليات البورصة.

ثانياً: مراحل الإدراج في بورصة الأوراق المالية

ثالثاً: تكلفة الإدراج في بورصة الأوراق المالية

المحور السابع: عمليات البورصة

تمهيد:

من المعروف أن البورصة سوق رسمية تديرها هيئة وسلطة تضبط كيفية التعامل والاستثمار في الأدوات المالية من أسهم وسندات بأنواعها وكذلك مشتقات مالية، خصوصا في الظروف التي تتغير فيها أسعار الأوراق المالية، ويكثر فيها نشاط السماسرة ضمن عمليات تنفيذ أوامر البيع والشراء للأوراق المالية بين المستثمرين والمضاربين. وتقوم الهيئة المكلفة بتسيير عمليات البورصة في هذا الإطار بالإشراف على بيع وشراء الأدوات المالية بطريقة دقيقة ومنظمة وقانونية حتى لا تلحق المستثمرين الحقيقيين خسائر في رؤوس أموالهم. ويسهر على إتمام عمليات البيع والشراء بنوك الاستثمار أو مؤسسات الوساطة المالية، وهي مؤسسات تجارية معتمدة تملك رخصة القيام بجميع المفاوضات للقيم المنقولة في البورصة وهي وسيط إجباري لتسوية كل العقود والصفقات المتفق عليها بين كل المتعاملين من المستثمرين الصغار والكبار.

أولا: ماهية عمليات البورصة:

1- مفهوم عمليات البورصة:

البورصة سوق منظمة تقام في مكان ثابت يتولى إدارتها والإشراف عليها لها نظامها الخاص تحكمها قوانين ولوائح وأعراف وتقاليد ويأتيها المتعاملون في الأسهم والسندات الراغبين في الاستثمار والذين يريدون الاستفادة من تقلبات الأسعار، تتعد جلساتها في المقصورة يوميا، بحيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البيع والشراء للبائعين والمشتريين¹.

ويتم بيع وشراء الأسهم بشكل منظم وقانوني حتى لا تضيق حقوق المتعاملين. وتتم جميع عمليات البيع والشراء عادة عن طريق شركات الوساطة المالية المرخص لها من قبل الجهة المشرفة على السوق وهي إدارة السوق المالية.

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، سوق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، مكتبة المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر، 1997، ص 27.

وتتنوع عمليات البورصة بين عمليات عاجلة وأخرى آجلة، وقبل البدء في إلقاء الضوء على عمليات البورصة نعرف البورصة على أنها سوق منظمة لتداول الأوراق المالية ويحكم المتعاملين تشريعات ولوائح معينة، تقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ اللوائح و التشريعات¹.

2- أنواع العمليات في البورصة:

أما عن العمليات التي تتم في البورصة فهي عمليات عاجلة وأخرى آجلة كالآتي:

2-1 العمليات العاجلة:

يراد بالعمليات العاجلة في سوق الأوراق المالية العمليات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المباعة، وتسليم ثمنها بعد تنفيذ العقد مباشرة، أو خلال مدة قصيرة.

وفي هذا النوع من المعاملات يقوم مالك الأسهم الراغب في البيع بتسليم الأسهم إلى الوسيط إما عند إصدار الأمر، أي قبل تنفيذ الأمر وإبرام الصفقة، وهو ما تشترطه بعض أسواق الأسهم، وإما بعد تنفيذ الأمر وإبرام الصفقة، وفي كلا الحالتين يتم عمل الترتيبات اللازمة من قبل إدارة السوق، لكي يقوم وسيط البائع بتسليم الأسهم المباعة إلى وسيط المشتري، ليقوم بدوره بتسليمها إلى المشتري ومثل ذلك يقال بالنسبة لتسليم الثمن².

و كذلك هي العمليات التي يلتزم فيها البائع والمشتري بتنفيذ عقودهما، حيث يقوم البائع بتسليم الأوراق المالية، ويقوم المشتري بتسليم الثمن حالا أو خلال مدة قصيرة لا تتجاوز 48 ساعة، والبعض يزيد فيها إلى 5 أيام، كما سيأتي، والهدف من هذه المعاملات هو الاستفادة من عائدات أرباحها مع الاحتفاظ بالأوراق المالية، والمضاربة على ارتفاع السعر عن طريق البيع والشراء الصوري.

بالإضافة إلى البيع المعتاد الذي يدفع فيه المشتري الثمن من ماله الموجود في ملكه، ويبيع فيه البائع الأسهم المملوكة له، يوجد في السوق المالية نوعان آخران لا يملك المشتري في أحدهما كامل الثمن عند الشراء، ولا يملك البائع الأسهم التي باعها عند البيع، ويسمى الأول منهما البيع على المكشوف، ويسمى الثاني منهما التعامل بالهامش، وسيكون الحديث عنهما فيما يأتي³:

- **البيع على المكشوف**، وهو المعروف بالبيع القصير، ويحدث عندما يتوقع أحد الأشخاص أن أسهم شركة ما ستخضع فيجري عملية بيع قصير باقتراض عدد من الأسهم من أحد السماسرة، ويحتفظ السماسر بهذه الأسهم

¹ - رمضان عبد الله الصاوي، عمليات البورصة في ميزان الفقه الإسلامي، مجلة الفقه الإسلامي، بنك دبي الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، 2018 : <https://www.aliqtisadalislami.net/>

² - مبارك بن سليمان الفوز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، مركز النشر العلمي، الطبعة الأولى، السعودية، 2010، ص

7.

³ - مبارك بن سليمان الفوز، مرجع سيق ذكره، ص 75.

لضمان السداد، ثم يقوم المقترض ببيعها بالسعر السائد ثم يقوم بإعادة شرائها عند انخفاض السعر، ويقوم بسداد القرض ويحتفظ بفارق السعر الذي تحقق له².

وللدقة أكثر تقوم فكرة هذا النوع من البيوع على بيع أوراق مالية مقترضة، يقوم البائع باقتراضها من السمسار الذي يتعامل معه، أو من غيره، وتسليمها للمشتري، على أن يقوم فيما بعد بشرائها من السوق، وتسليمها للمقرض، متى طلبها، ومن هنا فقد عرف البيع على المكشوف بأنه قيام شخص ببيع أوراق مالية لا يملكها، عن طريق اقتراضها من آخرين "شركة السمسرة أو شخص آخر" مقابل الالتزام بإعادة شرائها، وتسليمها للمقرض، في وقت محدد. والهدف الأساس من البيع على المكشوف هو المضاربة على فروق الأسعار، من أجل تحقيق ربح في الأجل القصير، ولذلك فإنه لا يقدم عليه إلا من يتوقع انخفاض أسعار الأوراق المالية في المستقبل، بحيث يربح الفرق بين السعر المرتفع الذي باعها به في الحال، والسعر المنخفض الذي يشتريها به في المستقبل.

- **التعامل بالهامش**، أو الشراء بجزء من الثمن، واقتراض جزء آخر من السمسار مقابل فائدة شهرية يدفعها له؛ كي يشتري كميات أكبر من الأوراق المالية، ويقوم برهنها عند السمسار ضمانا للقرض¹.

والتعامل بالهامش أو الشراء بالهامش هو نوع من أنواع المعاملات العاجلة، يراد به: أن يقوم المستثمر بدفع جزء من ثمن الأسهم التي يريد شراءها من أمواله الخاصة، ودفع الجزء الباقي من أموال مقترضة. ويحصل المشتري على القرض إما من أحد المصارف، أو غيره من المؤسسات التمويلية، أو من أحد بيوت السمسرة، ويتم ذلك في الحالة الأخيرة عن طريق اتفاق خاص، يعقده المشتري مع أحد بيوت السمسرة، يقوم بيت السمسرة بمقتضاه بإقراضه جزءا من ثمن الأسهم التي يريد شراءها على أن تسجل الأسهم المشتراه باسم بيت السمسرة.

والغرض من ذلك أن يتمكن بيت السمسرة من اقتراض المبلغ من أحد المصارف، ورهن الأسهم لديه في مقابل ذلك، حيث إن بيت السمسرة يقوم في العادة باقتراض المبلغ الذي يريد إقراضه للمشتري من أحد المصارف بفائدة معينة، ثم يقوم بإقراضه إلى المشتري بفائدة أعلى. والمبلغ النقدي الذي يدفعه المستثمر من أمواله الخاصة يسمى الهامش، وهو نوعان: هامش مبدئي، وهو الحد الأدنى الذي يشترط أن يدفعه المشتري من ماله الخاص عند إرادة الشراء، ويحدد بنسبة معينة من ثمن الأسهم المشتراة، وهامش وقاية يتم دفعه بعد ذلك، عند اقتضاء الأمر؛ ولهذا أطلق على هذا النوع من المعاملات الشراء بالهامش.

¹ - رمضان عبد الله الصاوي، مرجع سبق ذكره. <https://www.aliqtisadalislami.net/>

2- 2 العمليات الآجلة:

العمليات الآجلة نوع من أنواع العمليات التي تجري في بورصات الأوراق المالية، وهي عقود بيع، يتفق فيها على نوع الأوراق المالية محل الصفقة، وعددها، وثمانها، عند إبرام العقد، على أن يتم تسليم الأوراق المباعة وتسليم الثمن في تاريخ لاحق، يسمى يوم التصفية. ومن هنا فإنه يمكن تعريفها تعريفاً مختصراً بأنها، بيع أوراق مالية مؤجلة، بثمن مؤجل. وبهذا تختلف المعاملات الآجلة عن البيع بأجل، وهو البيع الذي يحصل فيه تسليم الأوراق وقت العقد، وتأجيل دفع الثمن إلى أجل أو آجال محددة.

وهي العمليات التي يلتزم فيها البائع والمشتري بتصفيتها في تاريخ مقبل معين يجري التسلم والتسليم فيه، عدا الحالات التي يتفق الطرفان على تأجيلها وتعويضها.

وتتنوع العمليات الآجلة إلى:

أ - عمليات باقة :

وهي التي يلتزم المتعاقدان فيها بموعد ثابت يسمى بيوم التصفية؛ يلتزمان فيه بدفع الثمن وتسلم الأوراق المالية محل الصفقة، وليس لهما الحق الرجوع عنها، إلا أنه يمكن تأجيل التصفية إلى موعد لاحق.

ب -العمليات الشرطية:

ولها ثلاث صور:

- **الصورة الأولى:** صورة العمليات البسيطة، وهي التي يخير فيها المشتري بين استلام الصكوك وتسليم الثمن أو عدم إتمام العملية في مقابل تعويض يقوم بدفعه عند عدم التنفيذ.
- الصورة الثانية :صورة العمليات المركبة، وهي التي يخير المضارب فيها بين أن يكون بائعاً أو مشترياً أو أن يفسخ العقد حسب مصلحته.
- **الصورة الثالثة:** صورة العمليات المضاعفة، حيث يحق للمضارب فيها مضاعفة كمية السلعة المتعاقد عليها لمضاعفة الربح، مقابل تعويض يدفعه من يرغب في المضاعفة.
- ج- التعامل بالمؤشرات:**

حيث يتم التعامل بطريق التعاقد بيعاً وشراء على عقود بعينها في المؤشر على اعتبار أنه سلعة من السلع يتم تحقيق الربح فيه للمشتري عند ارتفاع المؤشر، وبانخفاضه يتعرض للخسارة، على عكس البائع، وشراء المؤشر أو بيعه يختلف عن شراء وبيع الأسهم المعدة في حساب المتعامل.

3- المشاركون في عمليات البورصة:

يمكن توضيح المشاركين في البورصة فيما يلي:

- **شركات البورصة :** هي شركة تجارية معتمدة من طرف إدارة البورصة للقيم وهي تقوم بكل المفاوضات للقيم المنقولة في السوق المنظمة وسوق التداول، وهي وسيط لا بد منه لإبرام العقود في مختلف الصفات وتعتبر شركات البورصة فاعل رئيسي في البورصة.

-**البنوك والمؤسسات المالية** : تستحوذ البنوك التجارية والمؤسسات المالية على حجم كبير من عمليات البورصة، ولها مجموعة من الوظائف منها الاستشارة والوساطة بين الشركات والمقرضين من الجمهور، كذلك تلعب دورا مهما ونشيطا وفعالا فيما يتعلق تصريف الأسهم والسندات العائدة للشركات المصدرة.

-**هيئات توظيف الأموال** : و هي تملك مبالغ نقدية ضخمة مستثمرة في البورصة ومن أهم هذه الهيئات نجد صناديق التأمين، صناديق التقاعد، أجهزة التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

- **مسيرى الحسابات للأشخاص والمؤسسات** : وهم يؤدون ثلاث وظائف:

* وظيفة الوساطة والتي يتقاضون عنها عمولة.

* وظيفة إدارة حسابات للأشخاص المستثمرين والشركات المصدرة.

* وظيفة مستشارين في مجال الاستثمارات المالية .

-**المدخرين** : وهم الأشخاص الذين يقومون بعملية البيع والشراء للأوراق المالية بهدف الاستثمار في البورصة، بحيث يتوجهون في ظل هذا الهدف إلى المؤسسات المالية وشركات البورصة من أجل توظيف أموالهم للحصول على عوائد في المستقبل.

-**المؤسسات** : تلجأ المؤسسات العمومية والخاصة إلى البورصة لرفع وزيادة رأسمالها من خلال إصدار الأسهم، وهي تساهم في تنشيط عمليات البورصة، ويتكون رأسمال المؤسسات في نسبة كبيرة منه من الصادرات التي أجرتها هذه المؤسسات في البورصة.

-**الدولة** : تأتي الدولة في المرتبة الأولى من حيث التعامل في البورصة، أي من حيث الطلب على الأموال، حيث تلجأ إلى الاقتراض العام، بدلا من الإصدار النقدي، لتمويل العجز في الميزانية العمودية عن طريق إصدار السندات الحكومية.

-**المحللون الماليون** : أفراد متخصصون في تحليل المراكز المالية للمؤسسات، وهذا من أجل إعطاء صورة صحيحة للمستثمرين عن هذه المؤسسات في سوق البورصة، وهم متواجدون في البنوك وشركات البورصة وفي جميع أجهزة التسيير، ولأرائهم أهمية كبيرة.

4- الأطراف المتدخلة في إجراء العمليات في البورصة:

ويمكن حصر أهم المتدخلين الذين يقومون بأجراء العمليات في البورصة في الأطراف التالية:

-**الأطراف المصدرة للأوراق المالية** : وهي شركات المساهمة، المؤسسات الاقتصادية العمومية والخاصة، الحكومة والجماعات الإقليمية، تدخلهم في البورصة يسمح لهم بالحصول على رؤوس الأموال المطلوبة، لتمويل العجز في الميزانيات أو التوسع الخارجي للشركات والمؤسسات.

-**المستثمرين** : وهم على أنواع: وهم خواص يبحثون عن توظيفات لمدخراتهم أو مؤسسات المالية ذات الفوائض . الخواص الأجانب والمؤسسات المالية الأجنبية . المستثمرين الرسميون من هيئات تملك فوائض مالية معتبرة مثل صناديق المعاشات، صناديق التقاعد، شركات ذات التأمين.

-الوسطاء : ويتمثلون في شركات البورصة والبنوك التي تضمن عمل البورصة، حيث يقوم الوسطاء بإنجاز عمليات بيع وشراء الأسهم والسندات ومختلف العقود المالية، لصالح المستثمرين، ويجب أن يتمتع الوسطاء بضمانات كافية، وذلك حماية للعمليات المالية داخل البورصة.

-المضاربون : وهم أشخاص يقومون بالشراء قصد إعادة البيع بعد مرور فترة زمنية مقدرة، بحيث يتوقع هؤلاء ارتفاع أسعار الأصول المالية التي هي بحوزتهم للاستفادة من فروقات الأسعار، وتتطلب المضاربة دراسة دقيقة وتحليل لحركة الأسعار في البورصة.

5- عمليات الطرح والإصدار في البورصة:

- تتولى مؤسسة متخصصة مالية (بنك استثمار) في عملية الإصدار في البورصة لحساب شركات المساهمة، أو لفائدة الخزينة العمومية، ويقوم بنك الاستثمار كوسيط أو مستشار بتحديد نوع الورقة المالية، وكمية الإصدار، وتحديد تاريخ الاستحقاق، ومعدل الفائدة.

-أن تقوم جهة الإصدار المتمثلة في بنك الاستثمار بنفسه بالاتصال مباشرة بمشتري الأوراق المالية، لكي تباع لهم الأسهم والسندات المصدرة.

-أن يتم دعوة المستثمرين المحتملين وتستخدم معهم أسلوب المزاد من خلال تقديم عطاءات تتضمن هذه العطاءات الكميات المراد شرائها، وسعر الشراء وعادة ما يستخدم أسلوب المزاد لتصريف إصدارات سندات الخزينة وأدوات الخزينة.

ثانيا: عملية الإدراج في البورصة:

تتضمن عملية الإدراج في البورصة ثلاث مراحل مهمة هي¹:

- مرحلة ما قبل الإدراج.

- مرحلة الإدراج.

- مرحلة ما بعد الإدراج.

1- مرحلة ما قبل الإدراج: هي المرحلة التي تسبق عملية الإدراج والخطوة الأولى التي يجب على أن يتبناها المصدر، مهما كان شكله قبل عملية الإدراج، وتتضمن المراحل التالية:

1-1 القرار بإجراء العملية:

تعتبر الجمعية العامة الاستثنائية للشركة الجهة الوحيدة المخول لها بإصدار قرار بإحدى عمليات اللجوء العلني للادخار، ولا يمكنها أن تفوض لمجلس الإدارة الجماعية إلا الصلاحيات التي تمكنها من تفعيل هذه العملية.

¹ - علال بن ثابت، دخول المؤسسات إلى السوق المالية ومتطلبات الإفصاح والشفافية: دراسة حالة بورصة الجزائر، مجلة

التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 03، 2018، ص ص: 25-30.

1-2 الإعداد القانوني للشركة وللأسهم:

إن إدراج أي شركة في البورصة يقتضي فحصها الدقيق على المستوى القانوني، وذلك لأن الشركة كثيرا ما تلتزم بإجراء تغييرات في النظام الأساسي والشكل القانوني وهيكل رأس المال لتلبية متطلبات القبول في التسعيرة.

1-3 تقييم الشركة:

على الشركة أن تسعى لتقييم أصولها من خلال عضو في الهيئة الوطنية لخبراء المحاسبين، من غير محافظ حسابات الشركة، أو أي خبير آخر تعترف اللجنة بتقييمه، على أن لا يكون عضوا في هذه الأخيرة، ويعتمد على هذا التقييم في تحديد أسعار بيع أو إصدار الأسهم.

1-4 اختيار الوسيط في عملية البورصة:

ينبغي للشركة أن تختار لها وسيطا في عمليات البورصة قائدا لفريق، وتتمثل مهامه في مساعدتها ومرافقتها وتقديم المشورة لها عبر مراحل عملية الإدخال، ويتعاون الوسيط في عمليات البورصة مع الوسطاء الآخرين من أجل تعزيز فرص توظيف السندات، فيشكلون معا نقابة التوظيف التي تتيح انتشارا أوسع للسندات من خلال استغلال شبكة من الوكالات البنكية.

1-5 إعداد مشروع المذكرة الإعلامية:

يجب على الشركة تقديم مشروع مذكرة إعلامية لدي لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة COSOB والتي تتضمن كافة التفاصيل ذات الصلة بأنشطة الشركة ووضعها المالي وإستراتيجيتها وخصائص السندات المصدرة (العدد، السعر، الشكل القانوني.....).

1-6 إيداع ملف طلب القبول:

يجب أن يحتوي ملف طلب القبول كما هو محدد في تعليمة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01/98 المؤرخة في 30 أفريل 1998، والمتعلقة بقبول القيم المتداولة في البورصة على:

- طلب القبول.
- محضر الجهة المخولة التي قررت أو صرحت بالإصدار.
- مشروع المذكرة الإعلامية.
- مشروع الدليل.
- معلومات عامة من الجهة المصدرة.
- معلومات عن التمويل.
- معلومات اقتصادية ومالية.
- الوثائق القانونية.
- تقرير تقييمي لعملية الإصدار الأسهم.
- تأشيرة لجنة مراقبة عمليات البورصة ومراقبتها:
- * تملك اللجنة مدة شهرين لدراسة الملف، وبناءا عليه تقبل أو ترفض منح التأشيرة.

* الانضمام إلى المؤتمر المركزي.

قبل إجراء عملية الإدراج في البورصة، يتعين على الشركة الانضمام إلى المؤتمر المركزي من أجل تسجيل رأس مالها بأكمله في حالة إصدار أسهم، أو مبلغ القرض في حالة إصدار سندات.

1-7 بيع الأوراق المالية:

يتم البيع عموماً من خلال الشبكة البنكية، إذ يقوم المستثمرون بتقديم أوامر الشراء الخاصة بهم مباشرة لدي البنوك، الأعضاء في نقابة التوظيف من خلال إيداع مبلغ يمثل مقابل قيمة عدد الأسهم المطلوبة.

1-8 كشف النتائج:

في حال استقاء شروط الإدراج في التسعيرة، يتم الإعلان بأن العرض إيجابي وتنتشر نتائج العملية للجمهور، وإذا حدث العكس يتم رفض الإدراج.

1-9 تسوية العملية:

يقوم المؤتمر المركزي على السندات بتسوية العملية، وذلك في غضون ثلاثة أيام من أيام العمل ابتداء من تاريخ النتائج.

2-مرحلة الإدراج:

في هذه المرحلة التي يبدأ فيها قيد السند في التسعيرة، وذلك بعد أن تحصل الشركة على إذن القبول من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة للقيام بدخولها الفعلي.

3-مرحلة ما بعد الإدراج:

وهذه الخطوة هي التي تأتي بعد حصة التسعيرة الأولى للسند في البورصة و تغيراته في السوق، يسمح للشركات من أجل أسعار الأسهم بشراء أسهما الخاصة بموجب عقد السيولة، ويتم توقيع العقد بين الشركة والوسيط في عمليات البورصة، والغرض منه هو تحديد الشروط التي يتصرف بموجبها الوسيط نيابة عن الجهة المصدرة في السوق في سبيل تعزيز سيولة السندات، وانتظام تسعيرها...

المحور الثامن: كفاءة سوق الأوراق المالية.

أولاً: ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية .

ثانياً: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية
و متطلبات كفاءتها.

المحور الثامن: كفاءة سوق الأوراق المالية.

تمهيد:

أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها.

أولا : ماهية كفاءة سوق الأوراق المالية:

1- مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

تعرف كفاءة سوق الأوراق المالية (Efficient Market) على أنها: "السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثّلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تمثّلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، و غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي القيمة العادلة التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر، أو بعبارة أخرى تكون القيمة الحالية للمكاسب المستقبلية الناجمة عن امتلاكه، والمخصومة بمعدل عائد على الاستثمار يكفي لتعويض المستثمر من المخاطر تساوي تماماً القيمة السوقية للسهم يوم شرائه"¹.

كما تعرف السوق الكفاء على أنها "السوق الذي يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماماً، فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيداً عن قيمتها الحقيقية،

غير أن قرارات المستثمرين المحترفين أو الآخرين المتمتعين بالفطنة ستدفع بالأسعار نحو القيمة الحقيقية ولكن ليس هذا هو المهم بالنسبة لمفهوم كفاءة السوق، فالمهم هو أن يكون كل مستثمر مقتنع بأن تقديراته سليمة وغير مبالغة فيها"².

وبالتالي يقصد بالكفاءة في سوق الأوراق المالية على أنها تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية،

¹ - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، الإسكندرية، منشأة المعارف، 1999، ص 38.

² - منى عبد الإله ناصر، كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية

الاقتصادية - تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، يوم 2005/12/11، ص 04.

وتكون السوق كفؤة إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات عن أداء الشركة المصدرة للأوراق المالية المتداولة في السوق وذلك وفق مجموعة من الشروط الضرورية للكفاءة والتي تتطلب¹:

- وجود منافسة تامة بين مختلف المتدخلين في السوق.
- توفر البيانات والمعلومات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات المتداول أدواتها في السوق.
- الإفصاح عن هذه المعلومات بأقصى سرعة وبأقل تكلفة إلى كافة المتعاملين في السوق وفي وقت واحد.

2- خصائص سوق الأوراق المالية الكفؤة :

وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يمكن استخلاص مجموعة من الخصائص التي

يتميز بها السوق الكفاء:

- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشاد في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثرواتهم².
- المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة .
- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول.
- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق.
- في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائداً مرتفعاً يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم محل الصفقة فقط.
- تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية، وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبنى على أساس مجموعة من العناصر تتمثل فيما يلي³:
- إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.
- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

¹ - Allan Timmermann and Clive W.J.Granger, **Efficient Market Hypothesis and Forecasting**, International Journal Of Forecasting 20, 2004, p: 16.

² - سعد عبد الحميد مطاوع، **الأسواق المالية المعاصرة**، الإسكندرية، مكتبة أم القرى، المنصورة، 2001، ص ص: 35، 36.

³ - محمد صالح الحناوي، **تحليل الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية**، الإسكندرية، الدار الجامعية، 1998، ص: 132 .

2- أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية:

يوجد نوعين من الكفاءة لسوق رأس المال وهما¹:

1-2 الكفاءة الكاملة: يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة، بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة²، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة في ظل توافر الشروط التالية:

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، وعدم وجود قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها.
- تواجد عدد كبير من المستثمرين، أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة.
- رشادة المستثمرين، وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

2-2 الكفاءة الاقتصادية: وفقا لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصادياً) نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساساً على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثروتهم.

والشكل التالي يوضح الصيغ الثلاثة لكفاءة سوق الأوراق المالية.

حيث يوضح التمثيل البياني سلوك السعر في ظل السوق الكفاء والغير كفاء بناءً على المعلومات الواردة إلى السوق:

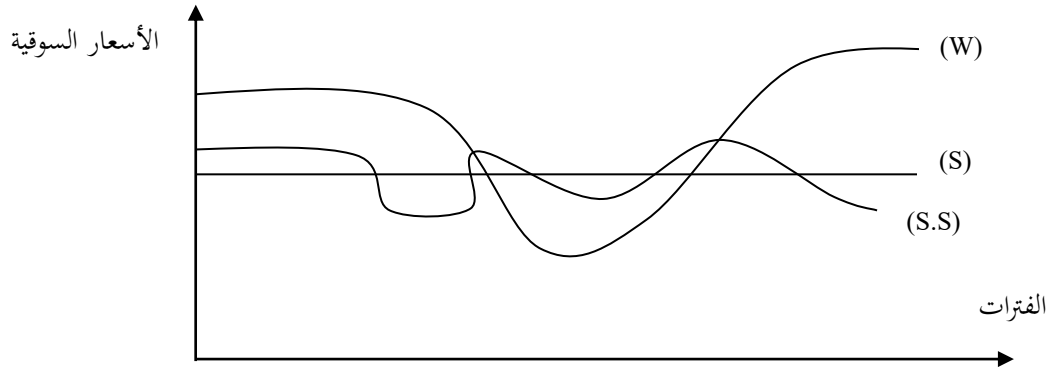
ففي حالة وصول معلومات جديدة ومشجعة عن إنتاج إحدى الشركات، سينعكس ذلك مباشرة في استجابة فورية وتلقائية في سعر السهم بالارتفاع بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للسهم وهو ما يحقق للسوق كفاءة عالية).

أما في حالة وصول معلومات غير سارة إلى السوق فذلك سينعكس سلباً في سعر السهم بالانخفاض في القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية فتكون الاستجابة متأخرة حتى يستوعب السوق هذه المعلومات، مما لن يحقق للمستثمرين أرباحاً فيتصرف السوق في مثل هذه الحالة بعدم الكفاءة، أين يستغرق تعديل السعر إلى السعر الحقيقي مدة ثمانية أيام من وصول هذه المعلومات إلى السوق.

¹ - Dhekra Azouzi, Essai en finance comportementale ; Les biais psychologiques et leurs implications sur les prix : enjeux conceptuels et portées pratiques (cas de marché financier tunisien), Thèse de Master, faculté des sciences économiques et de gestion, université Tunis, El-Manar, juin 2006, P P : 10-15

² - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية 2004، ص: 75.

الشكل رقم (02): الأشكال المختلفة لكفاءة السوق.



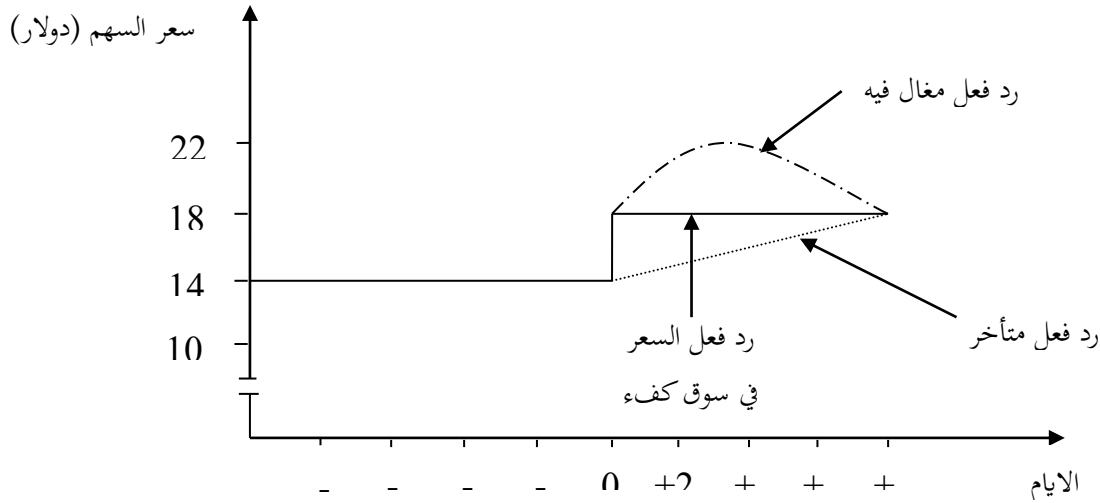
المصدر: عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 65.

إذ يمثل الخط (S) السعر الحقيقي للسهم، ويعكس الكفاءة التامة للسوق، والتي تمثلها الصيغة القوية للكفاءة، حيث يتساوى السعر السوقى مع القيمة الحقيقية للسهم في أي لحظة. ويمثل المنحني (S.S) الشكل المتوسط لكفاءة السوق، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقى والقيمة الحقيقية صغيرة. ويمثل المنحني (W) الشكل الضعيف لكفاءة السوق، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقى والقيمة الحقيقية واسعة.

2-2-1 سلوك سعر الورقة المالية في السوق الكفاءة.

يمكن توضيح استجابة سعر الورقة المالية لمعلومة جديدة من خلال الشكل رقم (03) الذي يبين ثلاث حالات ممكنة من رد فعل السعر لاستقبال معلومة واحدة في اليوم (0)، حيث أن هذه المعلومة إيجابية أدت إلى رفع سعر السهم من (140) دولار إلى (180) دولار.

الشكل رقم (03): رد فعل سعر السهم اتجاه معلومة جديدة في سوق كفاءة وفي سوق غير كفاءة.



Source: Stephen A. Ross and Randolph W. Westerfield and Bradford D. Jordan, op cit, p: 312.

الخط المستمر (رد فعل السعر في سوق كفاء): يبين اتجاه سعر السهم في السوق الكفاءة، في هذه الحالة هناك ارتفاع مباشر في قيمة السهم إلى (180) دولار في اليوم الذي وصلت فيه المعلومة الجديدة الإيجابية، أي أن الاستجابة فورية ودقيقة.

الخط المتقطع (رد فعل): يصف سلوك سعر السهم في السوق غير الكفاءة، حيث يقوم الوسطاء بتحليل محتويات المعلومة الجديدة، ويعلمون متعاملهم المهمين، فيتم تداول الأسهم بسرعة بين عدد قليل من المتعاملين، فيعودون السعر إلى الارتفاع ببطء، وبعد مدة تنتشر التقارير حول هذه المعلومة، ويتبين للمستثمرين أن قيمة السهم أعلى من ذلك، فيقررون الشراء، أي زيادة أوامر الطلب، مما يؤدي إلى ارتفاع السعر إلى القيمة الحقيقية (180) دولار.

الخط المتقطع (رد فعل مغال فيه): يبين سلوك السعر في السوق غير الكفاءة، في هذه الحالة يكون المستثمرون أكثر تفاؤلاً بمضمون المعلومة، ويرتفع السعر إلى أكثر من قيمة السهم الحقيقية، ثم يكتشفون أن السعر أكبر من القيمة الحقيقية، مما يدفعهم إلى بيع الأسهم مسببين بذلك تصحيح السعر ليعود وينخفض إلى (180) دولار.

3- نظام المعلومات وأسواق الأوراق المالية.

3-1 مصادر المعلومات المالية:

في ظل السوق الكفاء تكون المنافسة شديدة بين المستثمرين، فالكثير منهم يبحثون عن الأسهم المسعرة بسعر أقل من قيمتها الحقيقية، وفي حقيقة الأمر فإن تقلب الأسعار ليس له علاقة بكفاءة السوق، فالمستثمرون

يواجهون المزيد من المعلومات من يوم لآخر، مما يعني أن جزء من هذا التقلب في الأسعار يرجع إلى المعلومات المتدفقة ومن ثم يترتب عن تجميع وتحليل تلك المعلومات الاستفادة منها في اتخاذ قرار الاستثمار في أسهم الشركة. كما أن للمعلومة دور كبير في السوق الكفاء¹، والتي تمثل "مجموعة من البيانات التي تم تجهيزها للمتعاملين، وهي ذات قيمة حقيقية أو متوقعة عن العمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرار، وتعمل على تنمية وزيادة المعارف وتخفيض مخاطر عدم التأكد لأي حالة، وتتصف بالدقة، الملائمة، وتوفرها في الوقت المناسب، والشمول، والانتظام في نشر المعلومات بصفة دورية، والعدالة في توفير البيانات لجميع المستثمرين بشكل متساوي"².

أما نظام المعلومات فيعرف على أنه "مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى المستثمر لاتخاذ القرار الكفاء أو التصرف الأحسن في وقت معين"، ويعتبر نظام المعلومات المحاسبي من أهم مصادر المعلومات الاقتصادية في سوق الأوراق المالية، فالمعلومات المحاسبية يتم الاعتماد عليها في تقييم الأوراق المالية وتقييم المخاطر المرتبطة بهذه الأوراق وكذلك تقييم البدائل المختلفة لعمليات الشراء والبيع في السوق، وتبرز أهمية الإفصاح عن المعلومات في مساعدة المستثمرين في معرفة الأنشطة الاقتصادية كافة والعمليات التي قامت بها الشركة خاصة³، أما نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عنها فلا بد أن تكون واضحة وسهلة الفهم وموضوعية، وتعرض في الوقت المناسب، وغالبا ما يعمل على ربط الإفصاح بالمجال المحاسبي بخط على الأنترنت، ويقصد هنا بالإفصاح المحاسبي على أنه "أحد المبادئ المحاسبية الرئيسية التي تلزم الوحدات بعرض المعلومات الملائمة على النشاطات الاقتصادية كافة، أو بالشكل الذي يمكن مستخدمي المعلومات من اتخاذ القرارات الاقتصادية المختلفة، كتحقيق الأداء، وتقييم السيولة وربحية الشركة أو قدرتها على إحداث توسعات ونمو في النشاط". وكنتيجة لشمولية واتساع نطاق الإفصاح في المحاسبة، فإنه من الأهمية التركيز على النقاط التالية:

- **كمية المعلومات التي يجب الإفصاح عنها** : كثيرا ما تتردد الشركات في زيادة مستوى الإفصاح المالي وتلتزم بالحد الأدنى ذلك أن زيادة الإفصاح قد يلحق أحيانا بها أضرار خاصة من قبل المنافسين، أما من حيث نوعية المعلومات الواجب الإفصاح عليها فعادة ما تتحكم المبادئ المحاسبية بطبيعة ونوعية المعلومات في القوائم المالية كمبدأ التكلفة التاريخية، والتوقيت، والموضوعية...الخ.
- **زمن الإفصاح عن المعلومات** : حتى يكون الإفصاح عن المعلومات المحاسبية فاعلا من الأهمية مراعاة التوقيت المناسب لعرض المعلومات، إذ يجب إيصالها للمستثمرين في وقت مبكر خاصة أن ذلك سيؤثر

¹ Jacques Hamon, Eugene Fama et l'efficience des marchés financiers, In : les grands auteurs en finance collection dirigée par Michel Albouy, Edition ems, Colombelles, 2003, P : 85.

² - عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص: 181.

³ - مسعود علي ناجي، المعلومات المحاسبية وأهميتها في السوق الفعال، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، جامعة سطيف، متاح على: <www.iseqs.com>، تاريخ الاطلاع: (2004/05/19)، ص: 03.

على قراراتهم، لذا من الأفضل أن يكون تجميع وتلخيص المعلومات المحاسبية ونشرها سريعا بقدر الإمكان لضمان إتاحة المعلومات الحديثة لمستخدميها، ويفترض عرض تلك التقارير في فترات متتابعة حتى تكشف عن التغييرات في وضع الشركة والتي تؤثر بدورها على تنبؤات وقرارات المستثمرين.

• **كيفية الإفصاح عن المعلومات :** توصف المحاسبة بأنها نظام معلومات متكامل، تتمثل مخرجاته في القوائم المالية الأساسية، كقائمة الدخل، وقائمة المركز المالي، وقائمة التدفقات النقدية... الخ، التي يجب أن تعرض بشكل بسيط وواضح وطبيعي أن تكون الوحدات النقدية هي الوسيلة المستخدمة للتعبير عن جميع العناصر المكونة لتلك القوائم.

ويعتبر الإفصاح المالي والمحاسبي مسألة قانونية تلزم كل شركات الأموال بنشر البيانات والقوائم المالية، والإفصاح عنها في أوقات محددة لتحقيق الكفاءة في السوق المالية وذلك عن طريق:

- متابعة التزام الشركات بتوفير بيانات تتصف بالدقة والشفافية المطلوبة.
- تطبيق قواعد ومعايير المحاسبة والمراجعة.
- الالتزام بالمعايير المحاسبية الدولية عن متطلبات الإفصاح والشفافية.
- تقييم أداء الشركات وشركات السمسرة في الأوراق المالية.

أ- **مصادر المعلومات المالية:** وتتمثل في:

- التقارير التي تنشرها الشركات: وتتمثل في كشوف دورية تقوم بنشرها الشركات إلى المساهمين مفصلة عن نشاط الشركة، هيكلها، أرباحها... الخ بشكل سنوي، أو ربع سنوي، أو في شكل نشرات إخبارية.
- التقارير التي تنشرها شركات السمسرة: تقوم شركات السمسرة بنشر معلومات في شكل تقارير خاصة عن بعض الأوراق المالية، توصيات بشراء أو بيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية.
- المعلومات مدفوعة الثمن : وتتمثل في الصحف، والمجلات، وخدمات الإرشاد الاستثماري¹.

ب- **طبيعة سوق الأوراق المالية الكفؤة:**

إن سوق الأوراق المالية الكفء هي تلك التي تتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، ومن الشائع التمييز بين ثلاثة أشكال لكفاءة السوق والتي عليها تتوقف درجة الكفاءة.

¹ - محمد صالح الحناوي، مرجع سبق ذكره، 1998، ص: 132.

2-3 الكيفية التي تتحقق بها الكفاءة في سوق الأوراق المالية:

وتتمثل في مجموعة من الخطوات الأساسية التي تقوم عليها الكفاءة في سوق الأوراق المالية، والتي تتمثل أساسا فيما يلي:

- يفترض وجود سوق لرأس المال منظمة جدا، تضم عدد كبير من المتعاملين سواء كانوا مستثمرين أو مقترضين، والعلاقة طردية، بمعنى أنه كلما زاد عدد المستثمرين زادت درجة الكفاءة الهيكلية التي تعكس درجة المنافسة في السوق¹.
- في ظل المناخ التنافسي للسماسرة في خدمة المستثمرين يتوقع أن تصل نتائج تحليل المعلومات المنشورة من قبل مختلف مصادر المعلومات المالية إلى العملاء بسرعة فائقة وفي نفس الوقت تقريبا، مما يعني استجابة فورية لتنعكس مباشرة في سعر الأوراق المالية قيد التداول، وما يميز هذه الاستجابة استحالة إنفراد أي من المستثمرين بتحقيق عائد مغال فيه.
- فور وصول هذه المعلومات الجديدة والتي هي بمثابة أنباء قد تكون سارة أو غير سارة، يعمل المستثمرين على تقدير قيمة الأصل سواء بالارتفاع أو الانخفاض، وللاشارة أنه لا وجود لفاصل زمني بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن القيمة الحقيقية للسهم وحصول كافة المستثمرين عليها.
- وحتى نقول أن السوق يتصف بالكفاءة الكاملة فإنه يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية، وعلى وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى المتعاملين فيه والتي من شأنها تغيير نظرتهم في الشركة المصدرة للسهم، حيث تتجه أسعار الأسهم صعودا أو هبوطا وذلك تبعاً لطبيعة الأنباء إذا كانت سارة أو غير سارة.

خلاصة القول أنه لا يكون السوق كفاً إلا إذا وجد فيه عدد من المستثمرين الذين يعتقدون أن السوق غير كفء فيتوقع أن يسعى كل منهم إلى الحصول على المعلومات وتحليلها للاستفادة منها في تحقيق أرباح غير عادية، وهو ما يؤدي إلى تغيير سريع في القيمة السوقية للسهم لتعادل القيمة الحقيقية وحينئذ تتحقق الكفاءة المنشودة.

ثانيا: الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية و متطلبات كفاءتها.

1- الصيغ المختلفة لكفاءة سوق الأوراق المالية:

من الأمور التي يجب إدراكها في كفاءة الأسواق الأوراق المالية طبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من جهة وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من جهة أخرى، لذا نستعرض فيما يلي إلى المستويات الثلاث للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم محل التداول في السوق:

1-1 الصيغة ضعيفة الكفاءة:

وتسمى أيضا بـ "نظرية الحركة العشوائية للأسعار" ووفقا لهذه الصيغة يفترض أن المعلومات التاريخية التي جرت في الماضي (سواء في الأيام أو الأشهر أو السنين) لا تؤثر على سعر السهم الحالي، ولا يمكن

2- منير إبراهيم هندی، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص: 38 .

الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار¹، ولذلك فإن التغيرات المتتالية في أسعار الأسهم مستقلة عن بعضها البعض ولا يوجد بينها أي علاقة واضحة، ومن هنا يطلق على الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بالحركة العشوائية للأسعار باعتبار أن التغير في السعر من يوم لآخر لا يسير على نمط واحد².

1- 2 الصيغة متوسطة الكفاءة:

يقتضي هذا الفرض بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس التغيرات السابقة فقط في أسعار الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات حول الظروف الاقتصادية، ظروف الشركة، التقارير المالية وغيرها، وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات حيث تكون الاستجابة ضعيفة في البداية لأنها تكون مبينة على وجهة نظر أولية بشأن تلك المعلومات غير أنه إذا أدرك المستثمر (ومنذ اللحظة الأولى) القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل تلك المعلومات سوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة بنظرائه المستثمرين.

1- 3 الصيغة قوية الكفاءة :

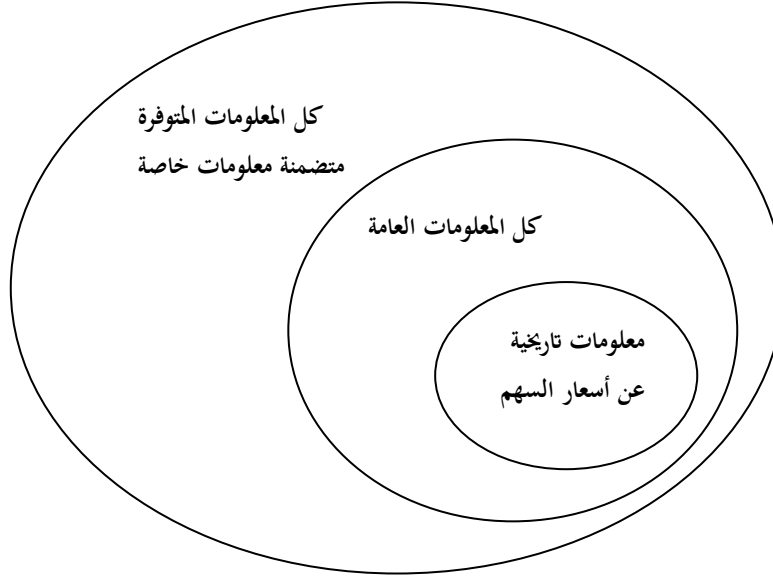
وفقا لهذه الصيغة يفترض أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، فهذه الصيغة اختيرت بطريقة غير مباشرة من خلال قياس العائد الذي تحققه فئات معينة من المستثمرين يفترض أن لها وسائلها الخاصة في الحصول على معلومات لا تتاح لدى مستثمرين آخرين بذات السرعة، وتقوم بها المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار، والمتخصصون في تحليل الأوراق المالية³. ينشغل السوق الكفاء أساسا بأسعار الأسهم التي تعكس المعلومات الجديدة التي ترد إليه، وعن مدى الاستجابة لها ومدى السرعة في تحليلها، وإن الخلاف حول أي من الصيغ الثلاث السابقة الذكر تحظى بتأييد أقوى من قبل المحللين الماليين ينحصر في طبيعة تلك المعلومات، ومدى سرعة استجابة الأسعار لها، وإن هناك علاقة وثيقة بين مفهومي كفاءة السوق وحركة الأسعار العشوائية، فكلما زادت الكفاءة ازدادت عشوائية الأسعار، والعكس صحيح.

¹ - Roland Gillet et Ariane SZAFARZ, **Marchés financiers et anticipations rationnelles, In : Reflets et Perspectives**, Février 2004. PP : 10-18.

² - مثني عبد الإله ناصر، **مرجع سبق ذكره**، ص: 12.

³ - محمد صالح الحناوي، **مرجع سبق ذكره**، ص: 77.

الشكل رقم (04): مجموعة المعلومات المتوفرة حول سهم معين.



Source: Robert-A.Haugen, Modern Investment Theory, Prentice Hall, fifth edition, New Jersey, 2001, p: 574.

2- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:

إن السوق الكفاء هي السوق التي تحقق تخصيصاً كفاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ووفقاً لمفهوم الكفاءة يفترض أن تؤدي دورين بارزين أحدهما مباشر، والآخر غير مباشر. * **الدور المباشر** : يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمر بشراء أسهم شركة ما، فهو في الحقيقة يشتري عوائد مستقبلية وبالتالي فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

* **الدور غير المباشر** : يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع مؤسسات مالية وعادة ما تكون بسعر فائدة معقول.

ولتحقيق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة ينبغي تحقق سمتان أساسيتان تعدان بمثابة متطلبات أساسيان لتحقيق كفاءة سوق الأوراق المالية هما:

1-2 كفاءة التسعير " الكفاءة الخارجية " : يقصد بها سرعة وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير، وبدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، والفرصة متاحة لجميع المستثمرين للحصول على تلك المعلومات ونفس مستوى الأرباح،

إلا أنه يمكن لعدد قليل من المستثمرين تحقيق أرباح غير عادية ويتوقف ذلك على مدى تحليل المعلومات، غير أنه في ظل السوق الكفؤ لا يمكن لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بها أرباحا غير عادية على حساب المستثمرين الآخرين لأن أي وسيلة للكسب المميز في أي مجال من مجالات الحياة تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لعدد كبير من المتعاملين.

2-2 كفاءة التشغيل " الكفاءة الداخلية": ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة تحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه، وتعتمد كفاءة التسعير إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، والتي تعني أن تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة إلى السوق على أن تكون التكاليف التي يتكبدها المستثمرين لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة المالية.

وإن تحقيق الكفاءة في الخاصيتان السابقتان لأسواق الأوراق المالية مرهون بتحقيق مجموعة من الشروط نذكر أهمها:

- أن تسود سوق الأوراق المالية منافسة كاملة بين المتدخلين ولهم حرية الدخول والخروج منه وذلك للتغلب على فرص الاحتكار.
- أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع و الشراء للأوراق بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب، كما أن توفر هذه الخاصية يحقق ما يعرف باستمرارية الأسعار السائدة فيه والتي تقلل من احتمالات حدوث تقلبات مفاجئة وغير مبررة في أسعار الأوراق المالية وبالتالي من فرص المضاربة غير المأمونة فيه.
- أن يتوفر في سوق الأوراق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي يتم فيه، بالإضافة إلى مؤشرات عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل والتي تأخذ صور متعددة وتقدم للمستثمر نشرة تعرف ب"حركة الأسعار اليومية " التي تصدر عن البورصة.
- توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات، وفي هذا السياق تحدد شروط الإدراج في السوق والتي تركز على عنصر الإفصاح عن المعلومات في البيانات المالية المنشورة للشركة التي تتقدم بطلب الإدراج، كما يطلب من الشركات المدرجة فيه أيضا نشر تقارير مالية فصلية عن نشاطها خلال العام.
- أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة إلى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.

- أن يحكم عمل سوق الأوراق المالية والمتعاملين فيه هيئة أو لجنة تعرف بـ "هيئة أو لجنة إدارة السوق" تتوفر فيها صفة الفاعلية وتكون محايدة وذات خبرة، تستمد سلطتها من مجموع النظم واللوائح والقوانين الهادفة إلى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين بمساعدة مجموعات استشارية متخصصة وهو ما يزيد من فعالية سوق الأوراق المالية .

المحور التاسع: التحليل الأساسي والتحليل الفني في سوق الأوراق المالية.
أولاً: التحليل الأساسي.
ثانياً: التحليل الفني.
ثالثاً: مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

المحور التاسع: التحليل الأساسي والتحليل الفني في سوق الأوراق المالية

تمهيد:

تُعطي سوق الأوراق المالية صورةً عن الحالة التي يمرُّ بها الاقتصاد، من خلال الوضعية التي تعرفها؛ حيث أصبحت مؤشراً من المؤشرات الاقتصادية؛ وذلك راجع إلى اعتماد الدول على هذه الأسواق في تمويل المشاريع الاستثمارية طويلة الأجل، استناداً إلى مجموعة البيانات والمعلومات المتاحة عن هذه الاستثمارات، رغم المخاطر التي يتوقع حدوثها من خلال هذا التمويل.

أولاً: التحليل الأساسي:

عادةً ما تكون البيانات التي قد تُتاح لجمهور المستثمرين في صورة خام، كما أن جانباً منها ينصرف إلى الماضي وليس إلى المستقبل الذي هو بيت القصيد في اتخاذ القرار الاستثماري؛ وحتى يمكن الانتفاع بتلك المعلومات والبيانات، فإنها تحتاج إلى تحليل عميق يساعد على استخلاص النتائج والعبر، التي تُسهم في رؤية ما يُحتمل أن يكون عليه المستقبل، وتُمدّد لاتخاذ قرارات استثمارية ملائمة. وفي مجال الاستثمار في الأوراق المالية هناك نوعان من التحليل هما: التحليل الأساسي، والتحليل الفني، نوضحهما فيما يلي:

1- تحليل البيانات والمعلومات:

يعنى التحليل الأساسي بدراسة الظروف المحيطة بالمؤسسة، سواءً تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة، أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، أو ظروف المؤسسة ذاتها؛ كل ذلك بهدف الكشف عن معلومات قد تغيد في التنبؤ بمستوى الأداء المستقبلي للمؤسسة¹، والذي يمكن أن ينعكس على الربحية المستقبلية، وحجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، باعتبارهما (أي الربحية والمخاطر) المُحدِّدان الرئيسيان للقيمة السوقية للسهم.

يميل الكثير من المحللين إلى أن يبدأ التحليل الأساسي في الظروف الاقتصادية العامة، وينتهي بتحليل ظروف المؤسسة ذاتها، وهو ما يُطلق عليه بمدخل التحليل الكلي فالجزئي أو التحليل من أعلى إلى أسفل. وفي المرحلة الأولى، أي مرحلة تحليل الظروف الاقتصادية، يكون الهدف هو التعرف على تغيّرات السوق المالية، ويتبع ذلك تحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعة أو الصناعات الواعدة؛ إما بسبب الظروف الاقتصادية التي يُحتمل أن تسود في المستقبل، أو بسبب التطوّر التكنولوجي أو التغيّر الاجتماعي، أو بسبب أي متغيّر آخر يُحتمل أن يكون له تأثير على الصناعة، وفي الأخير يتم التحليل على مستوى المؤسسة، ويكون الهدف معرفة أفضل المؤسسات داخل الصناعات الواعدة التي يوصي المُحلّل بالاستثمار في أوراقها المالية. وفي المقابل، هناك مدخلٌ بديل تكون نقطة البداية فيه تحليل ظروف المؤسسة الفردية، يتبعه تحليل القطاع أو الصناعة الذي تتبّعه المؤسسة؛ وبذلك تكون المحطة الأخيرة هي تحليل الظروف الاقتصادية التي في ظلّها

¹ - محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص: 101، 102.

تمارس الصناعات المختلفة نشاطها، هذا التحليل يُعرّف بمدخل التحليل الجزئي فالكلي أو التحليل من أسفل إلى أعلى، وإن كان لكل مدخل سماته المميّزة، فإن الواقع العملي يشير إلى أن كلا منهما مكملٌ للآخر¹.

1-1 تحليل الظروف الاقتصادية:

حيث أن للظروف الاقتصادية العامة تأثيرٌ على مستوى أسعار الأوراق المالية، فإن هناك عدداً من المتغيرات الاقتصادية الأساسية التي ينبغي أن تحظى باهتمام المُحلّلين، وفي مقدمتها السياسة المالية، والسياسة النقدية، إضافةً إلى المعلومات المتاحة عن التضخم والناتج المحلي الإجمالي².

1-1-1 السياسة المالية:

يُقصد بالسياسة المالية وسائل تمويل الإنفاق الحكومي، وتتكوّن هذه السياسة من شقين: أحدهما خاص بالإيرادات، والآخر بالنفقات. ونظراً للمكانة الكبيرة التي تحتلّها الضرائب في موازنات مختلف الدول، فعادةً ما تكون محور الاهتمام؛ لمعرفة مدى تأثيرها على أسواق رأس المال. فإذا ما لجأت الحكومة إلى تخفيض معدل الضريبة على أرباح كافة المؤسسات، فإن هذا من شأنه أن يترك أثراً إيجابياً على أرباحها الصافية، وهو ما يترتب عنه ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة، غير أن تخفيض معدل الضريبة له آثاره السلبية والمتمثلة في تقليص موارد موازنة الدولة؛ الأمر الذي قد يضطر الحكومة إلى اللجوء إلى التمويل بالعجز من خلال إصدار المزيد من أوراق البنكنوت؛ وهو ما يتسبّب عادةً في حدوث التضخم. وتأمل الحكومة أن يكون التأثير الإيجابي لتخفيض الضريبة والمتمثل في زيادة أرباح المؤسسات أكبر من التأثير السلبي المتمثل في انخفاض القيمة الحقيقية لتلك الأرباح والناجم عن حدوث التضخم، وإذا ما تحقّق هذا الأمر تكون النتيجة المتوقّعة اتّجاءً صعودي في حركة أسعار الأسهم. أما إذا حدث العكس، وكانت الآثار السلبية لتخفيض معدل الضريبة أكبر من آثارها الإيجابية، فإنه يُتوقّع حينئذ أن تتّجه الأسعار نحو الهبوط. وهنا يأتي دور التحليل الأساسي الذي يستخدم أساليب التحليل الاقتصادي للتنبؤ بالتأثير النهائي المحتمل لقرار تخفيض معدل الضريبة، وإذا ما كان سيّجّه بالأسعار إلى أعلى أو إلى أدنى مما هي عليه، وبالطبع يتوقّع أن تأخذ الأمور اتّجاءً عكسياً لو أن الحكومة لجأت إلى رفع معدل الضريبة³.

وإذا كان تخفيض معدل الضريبة يُعدّ أداةً لتشجيع الاستثمار، فإنه ليس الأداة الوحيدة؛ فهناك أيضاً التشريعات الخاصة بالضريبة المباشرة لتشجيع الاستثمار والتي تتمثّل في الخصم الضريبي الذي تستفيد منه بعض المؤسسات، وفي هذا الصدد يوجد نوعان من الإعفاءات: إعفاءً تستفيد منه المؤسسات الجديدة التي تعمل في

¹ - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص: 121، 123.

² - طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 46، 49.

³ - صبرى حسن نوفل، "الاستثمار في الأوراق المالية: مقدمة للتحليل الفني والأساسي"، مصر، كتاب الأهرام الاقتصادي،

العدد (100)، 1996، ص ص: 113، 114.

مناطق جغرافية معينة، أو المؤسسات التي تنتمي إلى صناعة معينة، وإعفاء آخر تحصل عليه كافة المؤسسات التي توجّه المزيد من مواردها المتاحة إلى إنفاق استثماري يترتب عليه زيادة طاقتها الإنتاجية.

وبالنسبة للنوع الأول من الإعفاء، فعادةً ما يكون في صورة إعفاء ضريبي كامل يمتدّ لعددٍ من السنوات، في حين يتمثّل النوع الثاني من الإعفاء في إعفاء نسبةٍ معينة من قيمة الإنفاق الاستثماري الجديد. بالنسبة للإعفاء الضريبي الذي تستفيد منه كافة المؤسسات التي نفذت مخططات توسعية، فهو إعفاء آلي وله صفة الاستمرار، ولا يُمثّل حدثاً فريداً لمؤسسات تنتمي إلى صناعة معينة¹.

وهدف التحليل الأساسي في نهاية المطاف هو تقدير القيمة الحقيقية للسهم؛ فإذا ما كانت قيمة السهم الفعلية أقل من القيمة الحقيقية، حينئذٍ يكون من صالح المستثمر شراءه؛ أما إذا كانت القيمة السوقية أكبر من القيمة الحقيقية، حينئذٍ يكون من الأفضل بيعه إذا كان من ضمن مكونات محفظة الأوراق المالية للمستثمر.

1-1-2 السياسة النقدية:

يُقصد بالسياسة النقدية مدى السيطرة التي تمارسها الحكومة على المعروض من النقود المتمثّل في رصيد الودائع الجارية والودائع لأجل لدى البنوك التجارية، إضافةً إلى كمية النقود المحتفظ بها لدى الجمهور.

هناك علاقة بين السياسة النقدية وبين مستوى أسعار الأسهم في أسواق المال². وحسب تحليل العوامل المؤثرة على السوق، كشف عن وجود علاقة طردية بين الكمية المعروضة من النقود وبين مستوى النشاط الاقتصادي، بمعنى أن زيادة المعروض من النقود يتبعه تحسُّن في مستوى الأداء الاقتصادي، وذلك على أساس أن زيادة المعروض من النقود - على فرض ثبات المطلوب منها - من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة؛ الأمر الذي يُشجّع على الاستثمار، ويؤدي بالتبعية إلى زيادة الإنتاج وانخفاض نسبة البطالة التي عادةً ما تنعكس على مستوى الطلب على المنتجات. ومن ناحية أخرى، إذا كان للمعروض النقدي أثرٌ إيجابي على أرباح المؤسسة، فقد يكون لها تأثيرٌ سلبي يتمثّل في احتمال حدوث تضخم يؤدي في النهاية إلى زيادة الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمرون؛ فالقيمة السوقية للأسهم التي أصدرتها المؤسسة تتحدّد على ضوء القيمة الحالية للتدفّقات النقدية المتوقعة. وعليه يمكن القول بأن النتيجة النهائية لتأثير السياسة النقدية على أسعار الأسهم يتوقّف على حجم تأثيرها على كل من المتغيّرين: حجم التدفّقات النقدية المتوقعة (صافي الربح بعد الضريبة مضافاً إليه قيمة قسط الاهتلاك)، والحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار³.

¹ - منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، 1999، ص ص: 288، 289.

² - منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 291.

³ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وسوق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 2006، ص ص: 191، 292.

كما تُعتبر أسعار الفائدة من أهم أدوات إدارة السياسة النقدية في الدولة؛ وذلك لتأثيرها على عرض النقود. فارتفاع أسعار الفائدة يُشجّع على الادخار، ولكنه يُؤدّي في نفس الوقت إلى زيادة تكلفة الأموال بالنسبة للشركات؛ مما قد يجعل من الصعب تنفيذ اقتراحات استثمارية، كان يمكن أن تُنفذ لو أن أسعار الفائدة كانت منخفضة؛ لذا تعتمد البنوك المركزية إلى تحريك أسعار الفائدة ارتفاعاً وانخفاضاً، بناءً على حجم المطلوب من القروض مقارنةً بحجم المعروض من المدخرات. وتميل أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة إلى التحرك في اتجاه عكسي؛ فارتفاع أسعار الفائدة في السوق الذي قد يكون نتيجةً لسياسة انكماشية تستهدف الحدّ من التضخم، تترتّب عليه ثلاثة أمور مؤثّرة على أسعار الأوراق المالية المتداولة:

- **الأمر الأول:** أن تصبح الأدوات المالية ذات الدخل الثابت (مثل الودائع المصرفية، وأذون الخزانة) التي ترتبط أسعار الفائدة عليها بظروف السوق، منافساً قوياً للاستثمار في السندات المتداولة بالفعل، والتي سبق وأن أُصدرت في وقتٍ كانت فيه أسعار الفائدة منخفضة، بل ومنافساً للأسهم المتداولة، ويعني هذا اتجاه المستثمرين للتخلّص من بعض تلك الأوراق؛ مما يُؤدّي إلى انخفاض قيمتها السوقية، واستثمار حصيلتها في الأدوات المالية ذات الدخل الثابت التي تحمل سعر فائدة مرتفع يتماشى مع أسعار الفائدة في السوق.

- **الأمر الثاني:** أنه لما كان سعر الفائدة هو أحد محدّدات معدل العائد المطلوب على الاستثمار، فإن ارتفاع سعر الفائدة يعني بالتبعية انخفاض القيمة السوقية للورقة المالية (إنها العلاقة الأزلية العكسية بين قيمة الاستثمار ومعدل العائد المطلوب على الاستثمار فيه)¹.

- **الأمر الثالث:** أنه عندما يلجأ البنك المركزي إلى رفع أسعار الفائدة نظراً لسياسة انكماشية يتبناها، فإن ذلك من شأنه أن يُؤدّي إلى رفع تكلفة الأموال بالنسبة للشركات؛ مما يحدّ من الاستثمارات؛ وهو ما يُؤدّي بدوره إلى ضعف معدل النمو المستقبلي للربحية، فضلاً على أن رفع مستوى أسعار الفائدة من شأنه أن يُشجّع على الادخار، ويحدّ من فرص الاستهلاك وفرص زيادة الطلب على ما تنتجه الشركات بالتبعية؛ ولهذا أيضاً تأثيره العكسي على الربحية المستقبلية التي تعدّ محدّداً أساسياً للقيمة السوقية للأسهم المتداولة.

كما أن انخفاض أسعار الفائدة يُشجّع على نقل الاستثمار من الودائع المصرفية (توظيف الأموال في البنوك)، وربما أذون الخزانة إلى الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية؛ مما يُؤدّي إلى ارتفاع أسعارها. ونفس النتيجة تتحقّق من جراء ما يترتّب على انخفاض أسعار الفائدة من تأثيرٍ على معدل العائد المطلوب على الاستثمار. كما أن انخفاض أسعار الفائدة من شأنه أن يحدّ من الرغبة في الادخار، ويُشجّع القطاع العائلي على زيادة الاستهلاك، وهو ما يعني زيادة الطلب على السلع والخدمات؛ وبالتالي زيادة ربحية المؤسسات وارتفاع أسعار أسهمها بالتبعية. هذا فضلاً عن إمكانية قيام قطاع الأعمال باقتراض ما يتبقّى من المدخرات بسعر فائدة منخفض؛ وهو ما يُؤدّي بدوره إلى إتاحة فرصٍ أفضل للنمو المستقبلي.

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وسوق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 193.

1-3-1 معدل التضخم:

من المفترض أن يكون للتقارير الشهرية عن معدل التضخم أثرها على أسعار الأسهم. فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم مثلاً من شأنها أن تترك أثراً عكسياً على أسعار الأسهم؛ وذلك لسببين: أحدهما مباشر، والآخر غير مباشر، نوجزهما كما يلي¹:

- **السبب المباشر:** يتمثل في أن التقارير عن ارتفاع معدل التضخم قد تحمل في طياتها توقع المزيد من الزيادة في ذلك المعدل، وهو ما يعني ارتفاع معدل العائد المطلوب، وانخفاض القيمة السوقية للأسهم.
- **السبب غير المباشر:** مرجعه النظام الضريبي الذي تتم في ظلّه المحاسبة على أساس التكلفة التاريخية للأصول بدلاً من تكلفة إحلالها. ففي فترات التضخم يُتوقع أن يسفر ذلك عن انخفاض القيمة الحقيقية لأرباح المؤسسة، وانخفاض القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية؛ وذلك أن قيمة قسط الاهتلاك ستكون أقل مما ينبغي أن تكون عليه؛ مما يزيد من حجم الوعاء الضريبي، ويؤدي إلى تحصيل ضرائب على أرباح صورية. وما ينطبق على الأصول الثابتة ينطبق كذلك على المخزون، في ظل اتباع سياسة الوارد أولاً صادر أولاً. وكذلك قد يسود اعتقاد بين المتعاملين بأن زيادة حدة التضخم قد تدفع بالبنك المركزي للحد من عرض النقود؛ مما يترتب عليه انخفاض التدفقات النقدية للمؤسسات الاقتصادية، وانخفاض القيمة السوقية لأسهمها بالتبعية، وحتى إذا لم تُتخذ أية خطوة باتجاه المعروض من النقود. بينما إذا صاحبت التضخم زيادة في طلب المؤسسات لمزيد من الموارد المالية، فإن هذا قد يكون من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع معدل الفوائد، وانخفاض القيمة السوقية للأسهم بالتبعية².

1-1-4 سعر الصرف:

يُتوقع أن يكون لسعر الصرف للعملة المحلية تأثير على أداء السوق من خلال تأثيره على تعاملات الأجانب. فاستثمار الأجانب في أسواق أخرى عادةً ما تكون دوافعه تخفيض مخاطر محفظة استثماراتهم، إلى جانب إمكانية زيادة معدل العائد المُتَوَلَد عن المحفظة، ورغم المزايا المصاحبة للتنويع الدولي إلا أنه قد تصاحبه مخاطر تغير سعر صرف عملة الدولة المستثمر فيها. ويُقصد بتلك المخاطر تقلب عائد المحفظة نتيجة لتغير سعر صرف العملة. وعلى الرغم من إمكانية تخفيض تلك المخاطر، وذلك بالاستثمار في أسواق أجنبية لا يوجد ارتباط قوي بين أسعار صرف عملتها، إلا أن هذا يعني غياب هذا النوع من المخاطر؛ ذلك أن تجنّبها أو تخفيضها بقدر كبير على النحو المشار إليه، يتوقف على عوامل قد تتغير بين حين وآخر. وتضلل الحقيقة وهي أن اتجاه سعر صرف أي عملة في مواجهة الدولار نحو الانخفاض من شأنه أن يترك أثراً عكسياً على جذب الاستثمار الأجنبي وعلى نشاط السوق المالية بالتبعية؛ وعليه يمكن أن تنخفض تعاملات الأجانب، وينخفض السوق بالتبعية، مع انخفاض سعر العملة المحلية، أو العكس³.

¹ - منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وسوق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 292.

² - منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار والتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 128، 129.

³ - منير إبراهيم الهندي، أساسيات الاستثمار والتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 130.

1-1-5 حجم الإنتاج الوطني:

إن تأثير التقارير على حجم الإنتاج الوطني يمكن أن يكون تأثيراً إيجابياً، كما يمكن أن يكون لها تأثير سلبي على أسعار الأسهم، وهو ما ينبغي أن يوليه المحلل اهتماماً خاصاً لمعرفة الاتجاه المحتمل للتأثير. فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي الحقيقي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل؛ مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم؛ ويؤدي بالتالي إلى ارتفاع أسعارها. وعلى العكس من ذلك، فإن المعلومات عن زيادة غير متوقعة في الإنتاج الوطني قد تلقي بظلال من التشاؤم بشأن المستقبل. يحدث هذا إذا ساد الاعتقاد بأن تلك الزيادة من شأنها أن تؤدي إلى زيادة النمو في المعروض من النقود، بشكل يتوقع أن يسفر عن إحداث التضخم. كما سبقت الإشارة تترتب عن التضخم زيادة في سعر الفائدة ينجم عنها انخفاض أسعار الأسهم في السوق؛ وذلك من جراء الزيادة المحتملة في معدل العائد المطلوب على الاستثمار¹.

2- تحليل ظروف الصناعة:

عادةً ما ينصرف تحليل ظروف الصناعة إلى مسألتين أساسيتين هما: تعريف وتصنيف الصناعة، والوقوف على الاعتبارات أو الجوانب الأساسية التي ينبغي أن يركز عليها التحليل، ثم الأدوات الأساسية لتحليل ظروف الصناعة.

2-1 تعريف وتصنيف الصناعة:

قبل القيام بتحليل ظروف الصناعة ذاتها، وأيضاً تحديد موقعها - أي تصنيفها - بالنسبة لباقي الصناعات، فعادةً ما ينصرف التعريف إلى طبيعة المنتج الذي تقدمه المؤسسة، ثم مصدر المنافسة التي تواجهها. غير أنه في ظل تنويع خطوط الإنتاج يصبح تعريف الصناعة على أساس المنتج الذي تقدمه عملية صعبة إلى حد كبير؛ فهناك منشآت داخل نفس الصناعة تنتج سلعاً لا تنتجها منشآت أخرى في ذات الصناعة، كما قد توجد منشآت تنتمي لصناعات أخرى ولكنها تنتج سلعاً منافسة لما تنتجه الصناعة. ولكي يعالج المحلل مثل هذه المشكلات، يصبح لزاماً عليه أن يحدد مفهوماً للصناعة يختلف باختلاف الهدف الذي يرمي إليه. فلو أنه بصدد التنبؤ بمبيعات صناعة أطقم الأطباق الفخارية، فقد يصبح عليه لزاماً أن يأخذ في الحسبان مبيعات صناعة أطقم الأطباق البلاستيك الفاخرة، ولا يقتصر دور المحلل في هذه المرحلة على تعريف الصناعة، بل ينبغي أن يمتد لتصنيف الصناعات حسب كيفية تأثرها بالدورات التجارية².

2-2 الاعتبارات الأساسية في تحليل ظروف الصناعة:

ينبغي أن ينصرف تحليل الصناعة إلى جوانب أساسية، نذكر منها ما يلي³:

¹ - منير إبراهيم هندي، الأسواق المالية وأسواق المال، مرجع سبق ذكره، 1999، ص ص: 296، 297.

² - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، 2006، ص ص: 130، 131.

³ - طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 76، 79.

أ- **التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح:** فأول خطوةٍ للتنبؤ بمستقبل الصناعة هو تحليل البيانات التاريخية عن المبيعات والأرباح؛ فمثلاً التغير في معدل نمو المبيعات بين الماضي والحاضر يساعد في تحديد المرحلة الحالية والمستقبلية في دورة حياة الصناعة، والوقوف على فترات الازدهار ومدى قدرتها على مواجهة فترات الكساد. كما أن لاستقرار نمو مبيعات الصناعة عبر الزمن أهمية خاصة؛ فكلما ازدادت درجة الثقل في النمو ازدادت مخاطر الاستثمار في تلك الصناعة.

ب- **حجم الطلب وحجم العرض:** فمن المهم أن يتعرف المحلل على ما إذا كان الطلب على منتجات الصناعة في تزايد، أو في هبوط، أو لم يطرأ عليه تغيير، وكذلك ما إذا كانت الطاقة المتاحة للصناعة قادرة على تغطية أي زيادة محتملة في الطلب.

ج- **ظروف المنافسة:** للوقوف على ظروف المنافسة، على المحلل أن يسأل نفسه عما إذا كانت هناك موانع تحد من دخول مؤسسات جديدة أم لا، ومن أهم تلك الموانع تميز منتجات الصناعة، والمزايا المطلقة في التكاليف، ومزايا الحجم الكبير.

د- **طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة:** وذلك من خلال معرفة ما إذا كان المنتج قد بلغ مرحلة الإنتاج الكبير أم لا؛ فمثلاً لو لم توجد سوق كبيرة لمنتجات صناعة أجهزة الطباعة والتصوير، لما أمكن لتلك الصناعة إنتاج أجهزة على مستوى عالٍ من الكفاءة وبأسعار تنافسية، وكذا المستوى التكنولوجي وما إذا كانت الصناعة تعتمد أكثر على العمالة أو الآلات.

ثانياً: التحليل الفني:

ينصرف اهتمام التحليل الفني بتتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي؛ على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة، والتي يمكن من خلالها تحديد التوقيت السليم للقرار الاستثماري. فحركة الأسعار في الماضي - وفقاً لهذا المدخل - تُعدُّ مؤشراً يُعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في المستقبل¹.

1- فلسفة التحليل الفني:

في دراسة شاملة قدم روبرت ليفي سنة 1966 ملخصاً للفلسفة والتحليل التي يقوم عليها التحليل الفني، نذكرها فيما يلي²:

- أن القيمة السوقية للسهم تتحدد على أساس قوى العرض والطلب.
- أن العرض والطلب تحكمه عوامل متعددة بعضها رشيد، والبعض الآخر غير رشيد.
- يعطي السوق - آلياً وبصفة مستمرة - وزناً لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب.
- أنه باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر، فإن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين، وتستمر في ذلك لفترة طويلة من الزمن.

¹ - محمد صالح الحناوي و إبراهيم سلطان، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2002، ص: 141.

² - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سبق ذكره، 1999، ص ص: 421، 425.

- إن التغير في اتجاه أسعار الأسهم يرجع في الأساس إلى التغير في العلاقة بين العرض والطلب.

على هذا الأساس، يقوم المحلل الفني بدراسة المعلومات المتاحة عن السوق؛ بغرض بناء خرائط لإظهار أنساق معينة لحركة سعر السهم، أو لإظهار علاقات بين حركة سعر ورقة مالية معينة ومؤشرات سوقية أخرى مثل حجم الأسهم المباعة؛ وكما يبدو فإن التحليل الفني يبتعد كثيراً عن الفكر الذي يقوم عليه التحليل الأساسي؛ فهو لا يعترف بمفهوم كفاءة السوق الذي هو الدعامة الأساسية التي ترتكز عليها أسواق رأس المال.

تهتم الأساليب الفنية لتحديد الاتجاهات بالمتوسطات المتحركة، ومعدلات التغير، وخطوط الاتجاه، والنماذج السعرية،... الخ، ويلي ذلك توضيح المؤشرات المختلفة التي يمكن تجميعها لتكوين صورة عن نوع التطور الذي سيلحق بالسوق¹. فدراسة السوق هي الركن المهم للتحليل الفني؛ فتحليل الاتجاهات السعرية الرئيسية يسبقها على الدوام قوة خفية في هيكل السوق، ولذلك يجب تحليل طبيعة السوق، وذلك من خلال تحليل اتجاهات المستثمرين والتي تعتبر المسؤولة عن تحركات الأسعار، ويتم ذلك من خلال أربعة جوانب أساسية هي²:

- **السعر**: تعكس التغيرات في أسعار الأسهم التغيرات في موقف المستثمر، أما مؤشر السعر فإنه يبين مستوى هذا التغير.

- **الزمن**: وهو البعد الثاني فيقيس كل من التغيرات الدورية المتكررة في سيكولوجية المستثمر ومداها، فالتغيرات الدورية في ثقة المستثمر تمر بدورات واضحة بعضها طويل الأجل وبعضها قصير الأجل وذلك لأن المستثمرين يتأرجحون بين التفاؤل الزائد عن الحد إلى التشاؤم الزائد عن الحد. ويكون مستوى تحرك السعر في السوق عادة بفعل عنصر الزمن، فكلما طال الزمن الذي يستغرقه المستثمرون في الانتقال من صعود بالغ في أسعار الأسهم إلى نقيضه من هبوط مبالغ، كلما زاد الاحتمال في التغير السعري.

- **الحجم**: يعكس الحجم كثافة التغيرات في مواقف المستثمرين، فعلى سبيل المثال فإن ارتفاع أسعار الأسهم في ظل انخفاض حجم التداول لا يتساوى في القوة مع ارتفاع أسعار الأسهم المصحوبة بحجم تداول مرتفع.

- **الاتساع**: وهو يقيس مدى الانفعال وهي مسألة هامة طالما أن أسعار الأسهم تتحرك لأعلى على جبهة عريضة، فإن الاتجاه العام يتوزع بين أغلب الأسهم والصناعات، موضحاً بذلك انتعاشاً اقتصادياً بوجه عام، ومن جانب آخر عندما يضيق الاهتمام ويقتصر على عدد قليل من الأسهم منخفضة المستوى، فإن هذا معناه أن نوعية الاتجاه قد اضمحلت، ويكون استمرار الصعود في أسعار الأسهم بالبورصة مشكوك فيه إلى حد كبير.

لكن الاعتراض الأساسي على فلسفة التحليل الفني فتعلق بمدى سرعة استجابة أسعار الأسهم لما يطرأ على قوى العرض والطلب من تغيير. فالاعتقاد في أن اتجاه معين في الأسعار يستمر لفترة طويلة من الزمن، يقوم على افتراض أن المعلومات الجديدة التي من شأنها أن تحدث تغيراً في العلاقة بين العرض والطلب، لا تأتي

¹ - عبد المجيد المهلمي، أداة النجاح في البورصة، التحليل الفني للأسواق المالية، دليل شامل لتحقيق الأرباح في المضاربة والاستثمار، القاهرة، الطبعة الخامسة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، 2004، ص: 47.

² - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، مصر، الدار الجامعية، 2002، ص: 164، 165.

للسوق في لحظة معينة ولكنها تأتي إليه عبر فترة زمنية، وهذا راجع إلى وجود فئة من المستثمرين يحصلون على المعلومات بسرعة، ويجرون عليها التحليل، ويتخذون على أساسها القرارات الاستثمارية وذلك قبل غيرهم من المستثمرين.

ومن أهم النظريات المشهورة للتحليل الفني **نظرية دو Dow theory**¹، وهي تنسب إلى تشارلز دو الذي يُنسب له أيضا مؤشّر دو جونز لمتوسط الصناعة، أما سمعة وشهرة النظرية فإنها تنبأت بأزمة سوق رأس المال التي حدثت في الثلاثينات والتي نجم عنها الكساد الكبير.

تشير النظرية إلى وجود ثلاث حركاتٍ سعرية لأسعار السوق تحدث في ذات الوقت، الأولى تغيرات سعرية تحدث من يوم لآخر، ويطلق عليها بالتقلبات اليومية²، والثانية تغيرات سعرية متوسطة يطلق عليها الحركات السعرية الثانوية يتراوح حدوثها مابين أسبوعين إلى شهر أو أكثر، ويستمر التغير الواحد لفترة تصل إلى بضعة شهور حتى يحدث تغير ثانوي آخر. وأخيرا التغيرات السعرية التي تُمثّل الواحدة منها جميعا لآثار سلسلة من الحركات السعرية الثانوية على مدار فترة زمنية تصل إلى أربع سنوات أو أكثر، حيث يستمر التغير لبضع سنوات إلى أن يحدث تغير في اتجاه مضاد، ويطلق على هذا النوع بالاتّجاه الأساسي أو الجوهري، كما يطلق عليه بالسوق الصعودي أو السوق النزولي حسب اتجاه الأسعار.

ثالثا: مخاطر الاستثمار في سوق الأوراق المالية:

تعتبر أسواق الأوراق المالية على درجة عالية من الخطورة أكثر من الأسواق العادية، وذلك بسبب التقلبات الكبيرة التي تحدث بها، حيث ينطوي التعامل بها على مجازفة وخطر كبيرين، وهو ما رأيناه في الهزات والانهيئات الكبيرة في شرق آسيا وروسيا وأمريكا اللاتينية، وحتى أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية في السنوات الأخيرة.

1- تعريف المخاطرة:

يمكن تعريف المخاطرة على أنها " احتمالات وقوع الخسائر، حيث أن مخاطر الاستثمار بالأسهم العادية تعني احتمال أن يكون العائد المحقق أقل من العائد المتوقع، وكلما زاد هذا الاحتمال فإن نسبة المخاطرة تزداد"³. يهتمّ المستثمر بالعائد المتوقّع من الورقة المالية والمخاطر المرتبطة بهذا العائد، وغالباً ما يتساوى العائد الفعلي مع العائد المتوقع في ظل ظروف التأكد. أما في حالة عدم التأكد فالأمر يختلف، حيث تنشأ المخاطر

¹ - يعد " تشارلز داو " مؤسس مجلة " وال ستريت (Wall street journal) بالاشتراك مع " إيدي جونز "، كما نشر في 03 جويلية 1884 أول مؤشر لحركة الأسعار والذي يعد صورة أولى لأشهر مؤشر في أسواق المال " مؤشر داو جونز الصناعي (Dow Jones Industrial Average) (DJIA) الذي يعد أبسط أداة قياس يستخدمها كافة المتعاملين لقياس الأداء العام لسوق الأوراق المالية الأمريكية، حيث يعكس صورة واضحة أمام المستثمر العادي عما يحدث في السوق.

² - خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، عمان، دار الميسرة، 1999، ص ص: 241، 242.

³ - أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، عمان، دار المسيرة للنشر والتوزيع،

2004، ص : 51.

المصاحبة للاستثمار نتيجة عدم التأكد الجزئي من تحقيق العائد المتوقع، وعلى الرغم من تعرض كافة أنواع الأوراق المالية المتداولة بالبورصة للخطر، إلا أن هناك اختلاف في نوعية المخاطر ودرجة تأثيرها على الأوراق المالية، حيث أن المخاطر الأساسية المرتبطة بالأسهم أعلى من المخاطر المرتبطة بالسندات، على اعتبار أن أصحاب الأسهم العادية لا يحصلون على أي توزيعات أرباح إلا بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى.

2- أنواع المخاطر بسوق الأوراق المالية:

يمكن تقسيم المخاطر بسوق الأوراق المالية إلى قسمين هما:

1-2 المخاطر غير المنتظمة:

وهي كافة المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية في السوق وتنتج عن أحداث معينة تؤثر على عوائد ورقة مالية أو مؤسسة مالية معينة، فعلى سبيل المثال عند الاستثمار أوراق مالية لشركة ما تتمثل المخاطر غير المنتظمة هنا أن يطرأ ضعف في إيرادات الشركة وصافي ناتج أعمالها أو يحدث بها حادث مفاجئ يسبب خسائر كبيرة أو حوادث اختلاس داخل الشركة، أو إضراب العامل أو سوء إدارة الشركة أو ارتفاع مستوى الديون، مما يؤدي إلى هبوط أسعار أسهم هذه الشركة، ومن ثم خسارة الاستثمار، ويمكن التخفيض من حدة هذه المخاطر بتنوع مكونات المحفظة المالية للمستثمر، لأن أي تأثيرات سلبية على شركة ما قد تقابلها تأثيرات إيجابية على شركة أخرى، ومن خصائص المخاطر المنتظمة ما يلي¹:

- تنشأ بفعل عوامل تخص المؤسسة ذاتها.
- تؤثر فقط على المؤسسة المعنية.
- يمكن تجنبها بالتنوع وذلك بمسك بدائل متعددة للاستثمارات.
- مقياسها المطلق الانحراف المعياري، والنسبي التباين أو الاختلاف.

2-2 المخاطر المنتظمة:

تعرف المخاطر المنتظمة أو ما يُسمى بالمخاطر العامة أو السوقية بأنها عبارة عن ذلك التقلب بالعائد نتيجة عوامل مشتركة تؤثر على النظام الاقتصادي ككل (اقتصادية، سياسية، قانونية... الخ) غير القابلة للسيطرة، تصيب جميع الأوراق المالية في السوق، إذ لا يقتصر تأثير هذه العوامل على مؤسسة معينة أو قطاع معين دون أن يكون للإدارة أو متخذي القرارات أي قدرة على تحديدها أو السيطرة عليها، مثل حالات الكساد أو حالات التضخم أو التغيرات في معدلات أسعار الفائدة أو الحروب والأزمات وغيرها، فجميع الاستثمارات تتأثر بهذه الطريقة ولكن بدرجات متفاوتة ومتباينة، تختلف بين استثمار وآخر ومن قطاع لآخر وأكثر المؤسسات التي

¹ حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، عمان، مؤسسة الوراق، 2001، ص ص: 67، 68.

تتعرض للمخاطر المنتظمة تلك التي تتأثر مبيعاتها¹، والتالي تتعلق عوائدها بمستوى النشاط الاقتصادي. ومن ذلك نصل إلى أن المخاطر المنتظمة تنسم بالخصائص الآتية²:

- تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي ككل.
- تؤثر في جميع المؤسسات العاملة.
- لا يمكن تجنبها من خلال التنوع.
- يمكن قياسها بمعامل بيتا Beta Coefficient.

إلى جانب المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، هناك مخاطر أخرى يمكن أن يتعرض لها المستثمر في سوق الأوراق المالية نذكر منها ما يلي:

2-2-1 مخاطر السوق:

يقصد بمخاطر السوق، المخاطر التي يترتب عليها تغييرا في سلوك المستثمرين نتيجة وقوع أحداث غير متوقعة يترتب عليها انخفاض أسعار الأوراق المالية إلى أقل من قيمتها الحقيقية، ويكون تعرض المستثمرين للأسهم العادية أكثر عرضة بهذا النوع من المخاطر، ومن أمثل ذلك ما أصاب بورصة نيويورك عام 1963 بعد أنباء اختيال الرئيس الأمريكي كندي، حيث حصلت عمليات بيع للأوراق المالية بشكل هستيري، اضطر المسؤولين عن البورصة بإغلاق أبوابها، نتيجة انخفاض قيم الأسهم بشكل كبير، بالإضافة إلى ما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية في بداية الثلاثينيات خلال فترة الكساد العالمي، وما عرفته أسواق الأوراق المالية من انخفاض كبير. كما لا ننسى حجم الخسائر التي تكبدها البورصات العالمية في الآونة الأخير بعد الأزمة المالية التي ضربت الاقتصاد الأمريكي عام 2008، لتنتشر بعدها لباقي دول العالم وخاصة أسواق الأوراق المالية، وما عرفته من انهيارات شديدة لانخفاض القيم السوقية للأوراق المالية المتداولة بها.

2-2-2 مخاطر التضخم:

تتمثل مخاطر التضخم بالمخاطر الناشئة عن انخفاض القوة الشرائية لقيمة الاستثمار، أو العائد الذي يتوقع منه نتيجة لوجود حالة التضخم في الاقتصاد، فالأموال التي توجه للاستثمار في أصول مالية اليوم تملك قوة شرائية أعلى من قيمة تلك الأموال حين تسترد بعد فترة من الزمن، وفقا لما يُعرف بالقيمة الزمنية للنقود، وبالتالي أصبح المستثمرين عموما بسبب شيوع حالة التضخم في كل اقتصاديات العالم، رغم تباينها يبحثون عن الاستثمارات التي يمكن أن تحميها أو تجنبه الآثار السلبية للتضخم. والأوراق المالية ذات العائد الثابت كالسندات أكثر عرضة لمخاطر التضخم عن الاستثمار في الأوراق المالية ذات العائد المتغير كالأسهم. ويعود السبب في

¹ - عنايات النجار، التعامل في البورصة علم وفن، مداخلة في ملتقى : تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة

التنمية، شرم الشيخ، مصر، 6-10 مارس 2005، ص ص: 269، 271.

² - حمزة محمود الزبيدي، مرجع سيق ذكره، ص: 66.

ذلك، إلى أن القيمة السوقية للسهم العادي في السوق المالية تستجيب بطبيعتها على التغيرات الحاصلة بسبب الظروف التضخمية، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم سوف ترتفع بسبب تلك الاستجابة، مما يحافظ على القيمة الأصلية للاستثمارات في الأسهم، وبهذا التوقع فإن المستثمر في الأسهم يكون بعيداً عن هذا النوع من المخاطر، قياساً بما يتعرض له المستثمر في السندات.

2-2-3 مخاطر معدلات الفائدة:

وهي المخاطر الناشئة عن التقلبات المفاجئة في معدلات العائد المتوقع عن معدلات العائد الفعلية، بسبب التغيرات الحاصلة في أسعار الفائدة السوقية خلال فترة الاستثمار¹، وما هو معروف للمستثمرين في الأوراق المالية أن قيمة السندات تتغير وفقاً للتغير في أسعار الفائدة في السوق وبصورة عكسية، أي عندما ترتفع أسعار الفائدة تنخفض أسعار السندات والعكس صحيح، فإذا كان السند المستثمر فيه يحقق عائداً مقداره 10% سنوياً وحدث أن ارتفعت أسعار الفائدة السوقية بسبب ظروف اقتصادية ومالية إلى 13%، فإن هذا الارتفاع يؤثر بصورة مباشرة على قيمة الاستثمار في السندات فيؤدّي إلى انخفاضها، ويعود السبب في ذلك إلى أن القيمة أسعار الفائدة السوقية ما هي إلا معدلات الخصم والتي ستخصم بها قيمة العوائد المتحققة للسند، وما يجب توضيحه أن الاستثمار في السندات وبسبب كون العائد فيها ثابت تكون عرضة أكثر من غيرها لمخاطر أسعار الفائدة².

¹ - Saunders Tony and Cornett, Marcha Millon, **Financial Markets and Institutions**, USA, Published By McGraw-Hill, 2001, p:45.

(2) حمزة محمود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 81.

خاتمة:

سوق الأوراق المالية كغيره من الأسواق الأخرى، يتم من خلاله بيع وشراء الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل، من أسهم وسندات بمختلف أنواعها، في أماكن مخصصة عن طريق وسطاء مؤهلين، ونظراً للدور الذي تلعبه هذه الأسواق في العديد من اقتصاديات دول العالم، تنامي الاتجاه نحو الاهتمام بها، حيث تُمثّل مصدراً هاماً لتوفير الاستثمار للقطاعات التي توجد بها سيولة غير مستغلة، فضلاً عن أهميتها الحيوية في تمويل القطاعات التي يوجد لديها عجزا في السيولة النقدية.

التعامل في سوق الأوراق المالية يتم من خلال وسطاء مختصين لإتمام عملية البيع والشراء، تتوفر فيهم شروط الكفاءة المطلوبة، حيث تتم مختلف العمليات من خلال مجموعة من الأوامر يعطيها المشتري أو البائع لوسيطه لإبرام الصفقة.

يتطلب الاستثمار في الأسهم والسندات الإلمام بالظروف الأساسية الخاصة بالمؤسسات المُصدرة لهذه الأوراق المالية، وتحليل جميع البيانات والمعلومات الخاصة بها، والحكم على جودتها، بالإضافة إلى التعرف على حالة الأسواق المالية وذلك من خلال أهم المؤشرات بها، باعتبارها ذات دلالة على حالة السوق المالي.

ونظراً لضخامة الأموال المستثمرة بهذه الأسواق في شكل أوراق مالية تعود للعديد من المؤسسات العاملة في الاقتصاد، قد تكتنفها مجموعة من المخاطر منها ما هو منتظم نتيجة لعوامل مشتركة مؤثرة على العائد بشكل عام، سواء كانت اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية.... الخ، أو غير منتظمة متعلقة بالمؤسسة المُصدرة لتلك الأوراق كل على حدى، غير أنه وفي ظل التحرير المالي، وترابط اقتصاديات دول العالم وعولمة الأسواق المالية أصبحت الأسواق المالية أكثر اضطراباً وأكثر تضرراً باعتبارها مرآة عاكسة للاقتصاد الحقيقي، وهذا ماحدث في عام 2008 أين عرف الاقتصاد الأمريكي أزمة مالية وصفة أنها الأعنف منذ أزمة الكساد الكبير في ثلاثينيات القرن الماضي، لتنتقل فيما بعد لباقي دول العالم.

المراجع:

الكتب بالعربية:

- محمد السيد سعيد ، الهيكل التمويلية للشركات ، النور للطباعة والنشر و التوزيع، مصر، 2008.
- عماد أمين رجب ، الوظيفة المالية في المؤسسة ، الدار الثقافية للنشر ، الطبعة الأولى ، القاهرة ، مصر ، 2012.
- حمزة الشخي ، إبراهيم الجزراوي، الإدارة المالية الحديثة ، دار الصفاء للنشر و التوزيع ، الأردن ، 2006 .
- هيثم محمد الزغبى ، الإدارة و التحليل المالي ، دار الفكر للطباعة و النشر ، الأردن 2010 .
- ضياء مجيد، البورصات أسواق رأس المال وأدواتها، الإسكندرية، مؤسسة شباب المستقبل، 2005.
- محمد البنا، أسواق النقد والمال، القاهرة، زهراء الشرق، 1996.
- عاشور عبد الجواد عبد المجيد، بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال، مصر، دار النهضة، 1985.
- أحمد محيي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإنمائية في الاقتصاد الإسلامي، جدة، مجموعة دلة البركة، 1995.
- طاهر حيدر الطاهر ، مبادئ الاستثمار، مصر، الإعلام للنشر والتوزيع، 1998.
- هدى محمد رشوان، مقدمة في الأسواق المالية، مصر، الطباعة للنشر ، 2000.
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، الإسكندرية، دار النشر، 1999.
- محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، مصر، دار النهضة، 2000.
- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق رأس المال، القاهرة، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، ط1، 1996.
- محمد أيمن عزت الدين، الإدارة التمويلية في الشركات، الرياض، مكتبة العبكان، ط3، 1999.
- أحمد التهامي عبد المنعم، التمويل مقدمة في المنشآت والأسواق المالية، القاهرة، مكتبة عين شمس، 1990.
- محمود صبح، الابتكارات المالية، مصر، الدار الجامعية، ط1، 1998.
- أحمد أبو الفتوح الناقة، نظرية النقود والأسواق المالية، مصر، مكتبة الإشعاع، 2001.
- منير إبراهيم هندي و رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية، مصر، مكتبة الإشعاع، 1997.
- العاني، عماد محمد علي ، اندماج الأسواق المالية الدولية، بغداد، بيت الحكمة للنشر ، 2002.
- رسمية قرياقص، أسواق المال، مصر، الدار الجامعية للطباعة والنشر ، 1999.
- عبد الغفار خنفي و رسمية زكي قرياقص، الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2006.
- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، الأردن، دار الصفاء للطباعة والنشر والتوزيع، 2002.

- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، ط2، عمان، مؤسسة الوراق، 1999.
- عاشور عبد الجواد عبد الحميد، "النظام القانوني للسمسرة في الأوراق المالية"، القاهرة ، دار النهضة العربية، 1995.
- كافي مصطفى يوسف، "بورصة الأوراق المالية"، ط0 ، مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 9119.
- محمد صادق إسماعيل، "البورصات العربية بين التطوير والتحديات المستقبلية: دراسة تحليلية مقارنة لأداء البورصات العربية"، العربي للنشر والتوزيع، مصر ، 2012.
- البراوي شعبان محمد إسلام، "بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية"، ط1، دار الفكر، دمشق، 2000.
- ضياء مجيد، "البورصات: أسواق رأسمال وأدواتها الأسهم والسندات"، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2003.
- عزيز العكلي، القانون التجاري، عمان، مكتبة دار الثقافة، 1997.
- مصطفى كمال طه، القانون التجاري، مصر، دار الجامعة الجديدة، 1990.
- محمد ناظم نوري الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، عمان، دار وائل، ط1، 1999.
- حسني علي حريوش وآخرون، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، عمان، الشركة الدولية، 1995.
- مراد كاظم، البورصة وأفضل الطرق في نجاح الاستثمارات المالية، مصر، مطبعة كرسا توماش، ط1، 2016.
- طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مصر، كليوباترا للطباعة والنشر، 1998.
- إبراهيم الكراسنة، إرشادات في تقييم الأسهم والسندات، أبو ظبي، الدار الجديدة، 2005.
- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، ج1، الرياض، كنوز اشبيليا، 2004.
- أحمد صالح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، مصر، الدار الجامعية، 2003.
- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، الإسكندرية، دار المعارف، 1997.
- عبد الغفار حنفي، البورصات، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، 2001.
- منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية، المكتب العربي الحديث، 1999.
- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مصر، الدار الجامعية، 2002.
- محمد براق، سوق الاوراق المالية، الاسكندرية، الدار الجامعية، 1999.

- أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مصر، الدار الجامعية، 1998.
 - سمير عبد الحميد رضوان، سوق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، مكتبة المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر، 1997.
 - سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، الإسكندرية، مكتبة أم القرى، المنصورة، 2001.
 - ¹ - محمد صالح الحناوي، تحليل الأسهم والسندات :مدخل الهندسة المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 1998، ص: 132.
 - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية 2004.
 - عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005.
 - صبرى حسن نوفل ، " الاستثمار فى الأوراق المالية : مقدمة للتحليل الفني والأساسي " ، مصر، كتاب الأهرام الاقتصادي، العدد (100) ، 1996.
 - محمد صالح الحناوي و إبراهيم سلطان، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الإسكندرية، الدار الجامعية، 2002.
 - خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، عمان، دار الميسرة، 1999.
 - أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، عمان، دار المسيرة للنشر والتوزيع، 2004
 - حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، عمان، مؤسسة الوراق، 2001.
- الكتب باللغة الأجنبية:
- Stephen A.Ross and Randolph W.Westerfield and Bradford D.Jordan, **Essentials Of Corporate Finance**, McGraw Hill, fourth edition, 2004.
 - N. Gregory mankiw, **principles of economics**,second edition, USA,Harcourt College Publishers , 2001.
 - Mishkin, Frederic, **Financial Markets Institutions** ,Fourth Ed., USA, Addison Wesley , 2003
 - Joseph Antoine, Marie-Claire Capiou-Huart, **Dictionnaire des marchés financiers**, Traduit par Amel Leila Serbis, Edition Pages Bleues, Bruxelles, 2010.
 - Vandyk, Charles, **Financial Ratio Analysis**, Canada, Trafford Publishing ,2006.
 - Pascal Alphonse et autres, **Gestion de Portefeuille et Marchés Financiers**, Pearson Education, Paris, France, 2010.
 - Kidwell , David and others , **financial institutions ,markets and money** ,8th edition ,USA ,2003.

- G. DEFOSSE et P. Balley, **La bourse des valeurs, que sais-je**, Edition Bouchène, Alger, 16^{ème} édition 1993.
- Eugene F. Brigham and Michael C. Ehrhardt, **Financial Management: Theory and Practice**, Thomson South-Western, 11th edition, USA, 2005.

المجلات العلمية:

- مداني أحمد، "أنظمة الرقابية العربية وإعادة هيكلتها وفق نظام **Twin Peaks**" ، مجلة اقتصاديات شمال إفريقيا، المجلد 06 ، العدد 02، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، 2012.
 - لكل مخلوف، "الوظيفة التنظيمية للجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها"، مجلة أبحاث قانونية وسياسية، العدد 19 ، كلية الحقوق والعلوم، السياسية، جامعة محمد الصديق بن يحيى جيجل، الجزائر، 2016.
 - رمضان عبد الله الصاوي، **عمليات البورصة في ميزان الفقه الإسلامي**، مجلة الفقه الإسلامي .بنك دبي الإسلامي، الإمارات العربية المتحدة، 2018 : <https://www.aliqtisadalislami.net/>
 - أسماء رزاق ، **آليات تمويل سياسة حماية البيئة في الجزائر - دراسة حالة ولاية بسكرة**، مجلة العلوم الإنسانية، العدد 13 ، جامعة بسكرة ، أكتوبر 2002.
 - علال بن ثابت، **دخول المؤسسات إلى السوق المالية ومتطلبات الإفصاح والشفافية: دراسة حالة بورصة الجزائر**، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 03، 2018.
- #### الملتقيات:
- عبد الله خبابة، السعيد إبراهيمي، **آليات التمويل الإسلامي بديل لطرق التمويل التقليدية**، ملتقى دولي حول : أزمة النظام المالي والمصرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية، قسم العلوم الاقتصادية، كلية الآداب والعلوم الإسلامية، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية قسنطينة، يومي 5 ، 6 ماي 2019.
 - مثنى عبد الإله ناصر، **كفاءة سوق الأوراق المالية: الأسس والمقترحات**، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية - تجارب ورؤى مستقبلية، طرابلس، يوم 2005/12/11 2005.
 - مسعود علي ناجي، **المعلومات المحاسبية وأهميتها في السوق الفعال**، مداخلة مقدمة إلى ندوة دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية، جامعة سطيف، متاح على: www.isegs.com، تاريخ الاطلاع: (2004/05/19).
 - عنايات النجار، **التعامل في البورصة علم وفن**، مداخلة في ملتقى : تنظيم وإدارة بورصات الأوراق المالية العربية لخدمة التنمية، شرم الشيخ، مصر، 6-10 مارس 2005.
- #### الأطروحات:
- زرموت خالد، "تفعيل بورصة الأوراق المالية في الجزائر وسبل رفع كفاءتها مع دراسة مقارنة بين الجزائر والأردن خلال الفترة 2010 2015 -"، أطروحة دكتوراه علوم، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 03، الجزائر، السنة الجامعية 2015-2016.

التقارير والمواقع الالكترونية:

-https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco (consulté le 22/06/2025, 19h30).

-International Organization of Securities Commissions, “**Objectives and Principles of Securities Regulation**”, 2017, P 03, se trouve au lien suivant : (<https://www.pcma.ps/authority/Collaboration/Documents/IOSCO.pdf>), consulté le 23/06/2025