



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الجزائر 3

كلية العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير

مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثالثة

تخصص: مالية ومحاسبة
السادسي: السادس

قسم: العلوم التجارية
شعبة: العلوم المالية والمحاسبة

مقياس: بورصة الأوراق المالية

قسم: العلوم التجارية
تخصص: مالية وبنوك

من اعداد:
د. لعيني سارة

السنة الجامعية: 2022/2021

الفهرس

أ	مقدمة
	المحور الأول: البورصات
1	تمهيد
2	أولاً: ماهية البورصة
2	ثانياً: التطور التاريخي للبورصة
3	ثالثاً: أهداف البورصة
3	رابعاً: أنواع البورصات
4	خامساً: دور البورصة في الاقتصاد الوطني
7	خلاصة
	المحور الثاني: علاقة البورصات بالمؤسسات والأسواق المالية الأخرى
8	تمهيد
9	أولاً: المؤسسات المالية
11	ثانياً: الأسواق المالية
13	ثالثاً: الأسواق النقدية
17	رابعاً: أسواق رأس المال
20	خامساً: أسواق المشتقات المالية
22	سادساً: أسواق العملات
24	خلاصة
	المحور الثالث: وظائف البورصات
25	تمهيد
26	أولاً: الوظائف الاقتصادية لبورصة الأوراق المالية.
28	ثانياً: الوظيفة التسعيرية والإعلامية لبورصة الأوراق المالية.
29	ثالثاً: الوظيفة التوزيعية لبورصة الأوراق المالية.
30	رابعاً: الوظائف الأخرى لبورصة الأوراق المالية.
32	خلاصة
	المحور الرابع: الأبعاد الإدارية والتنظيمية لبورصة الأوراق المالية
33	تمهيد
34	أولاً: المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية IOSCO.

39	ثانيا: الجهات المنظمة لعمل البورصة
41	خلاصة
	المحور الخامس: المؤسسات العاملة في بورصة الأوراق المالية
42	تمهيد
43	أولاً: المقرضون والمقترضون والوسطاء الماليون
44	ثانيا: المستثمرون التأسيسيون
47	ثالثاً: وسطاء عمليات البورصة
56	خلاصة
	المحور السادس: الأوراق والمنتجات المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية
57	تمهيد
58	أولاً: الأسهم
60	ثانيا: السندات
63	ثالثاً: المشتقات المالية
68	خلاصة
	المحور السابع: قواعد البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية
69	تمهيد
70	أولاً: دور السوق الأولية في تصريف الإصدارات
71	ثانيا: إصدار وتنفيذ الأوامر البورصية
77	خلاصة
	المحور الثامن: تسعير الأوراق المالية في البورصة
78	تمهيد
79	أولاً: التسعير في البورصة
81	ثانيا: تقنيات التسعير التي يقوم بها الوسطاء الماليون في البورصة
85	خلاصة
	المحور التاسع: قياس كفاءة أسواق المال والبورصات
86	تمهيد
87	أولاً: مفهوم كفاءة البورصة
90	ثانيا: علاقة المعلومات بتحقيق كفاءة البورصة

92	ثالثا: أنواع كفاءة البورصة ومستوياتها المختلفة
96	خلاصة
	المحور العاشر: مؤشرات بورصة الأوراق المالية
97	تمهيد
98	أولاً: تعريف مؤشرات البورصة أهميتها وأهم خصائصها
100	ثانياً: شروط بناء المؤشرات وأهم إستخداماتها
102	ثالثاً: أساليب بناء المؤشرات
104	خامساً: أمثلة عن بعض المؤشرات
107	خلاصة
	المحور الحادي عشر: البورصات المتقدمة والبورصات الناشئة
108	تمهيد
109	أولاً: مفاهيم عامة حول البورصات المتقدمة
113	ثانياً: مفاهيم عامة حول البورصات الناشئة
118	خلاصة
	المحور الثاني عشر: دور تقنية المعلومات في تنشيط التداول والربط الإلكتروني للبورصات (البورصات الإلكترونية)
119	تمهيد
120	أولاً: تكنولوجيا المعلومات والإتصال في البورصات
123	ثانياً: أساسيات حول التداول الإلكتروني
125	ثالثاً: عمليات وقواعد التداول الإلكتروني
128	خلاصة
129	المحور الثالث عشر: مصطلحات شائعة الإستخدام في بورصات الأوراق المالية
132	المحور الرابع عشر: تطبيقات عملية في أعمال بورصة الأوراق المالية
143	خاتمة
144	قائمة المراجع

مقدمة

مقدمة:

تعتبر سوق الأوراق المالية المحرك الرئيسي للنمو الاقتصادي إذ أن التطور الاقتصادي يرتبط بشكل وثيق بوجود سوق أوراق مالية مزدهرة ومتطورة، ومن جهة أخرى أدى ازدهار وازدياد هذه الأوراق وتنوعها وكذا إقبال الجمهور عليها إلى زيادة التعامل مع سوق هذه الأوراق إصدار وتداولها، ساندتها في ذلك التشجيع والدعم من الجهات المعنية من حيث توفير القوانين المسيرة وممارسة الرقابة بقصد تأمين حقوق المتعاملين وإلزامهم بواجباتهم. وتختص هذه المعاملات المتوسطة وطويلة الأجل ويأتي العرض فيها من فئات عديدة من أصحاب الفائض المالي من المدخرين الذين يرغبون في توظيف أموالهم لأمد طويل أما الطلب فيأتي من جانب أصحاب العجز المالي الراغبين في استثمار هذه الأموال في مشروعات طويلة الأجل. إن الأوراق المالية تتداول في هذه السوق بشكل قروض عن طريق السندات أو بشكل حقوق ملكية عن طريق أسهم أو بشكل أوراق مالية منقولة أخرى. وقد شهدت هذه الأسواق في الدول المتقدمة تطورا هاما على صعيد تقنياتها وتنظيماتها في حين لا تزال تخطو خطواتها الأولى في عالمنا العربي على غرار تلك الدول التي قطعت خطوة مهمة ولكنها سعت لتطوير أسواقها المالية محاولة للحاق بركب الدول المتقدمة.

يتمثل الهدف من دراسة مقياس بورصة الأوراق المالية في الالمام بمختلف المفاهيم المتعلقة بالبورصة، لذا تطرقنا في هذه المطبوعة الى مختلف جوانب الموضوع، وذلك من خلال أربعة عشر محورا، تناول المحور الأول المفاهيم العامة لبورصة الأوراق المالية من خال التعريف، النشأة، تطورها التاريخي، أهدافها، أنواعها، ودورها في الاقتصاد الوطني. المحور الثاني تطرق الى علاقة البورصات بالمؤسسات والأسواق المالية الأخرى بما فيها سوق النقد وسوق رأس المال. أما المحور الثالث فركز على وضائف بورصة الأوراق المالية بما فيها الوظائف الاقتصادية، التسعيرية، الإعلامية، الوظيفة التوزيعية والاستراتيجية للبورصة. بينما تطرق المحور الرابع الى الأبعاد الإدارية والتنظيمية لبورصة الأوراق المالية، من خلال التطرق الى مختلف الهيئات المسؤولة عن تنظيم والسير الحسن للبورصة ووظائفها. المحور الخامس والموسوم بالمؤسسات العاملة في بورصة الأوراق المالية فتناول مختلف المتدخلون في البورصة من وسطاء ومقرضون ومقترضون. أما المحور السادس فاهتم بالأوراق والمنتجات المتداولة في بورصة الأوراق المالية والمتمثلة في الأسهم والسندات والمشتقات المالية، يليه المحور السابع الذي تناول قواعد البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية، في حين اهتم المحور الثامن بتسعير الأوراق المالية في

البورصة. عالج المحور التاسع كفاءة أسواق المال والبورصات وذلك من خلال التطرق الى متطلبات ومستويات الكفاءة، بينما عرج المحور العاشر على مؤشرات بورصة الأوراق المالية وأهميتها وكيفية بنائها. في المحور الحادي عشر تم التطرق الى البورصات المتقدمة والبورصات الناشئة، ومختلف المفاهيم المتعلقة بهما. أما في المحور الثاني عشر تم دراسة دور تقنية المعلومات في تنشيط التداول والربط الإلكتروني للبورصة، بينما عرض المحور الثالث عشر المصطلحات شائعة الاستخدام في بورصات الأوراق المالية، أما المحور الرابع عشر فتطرق إلى تطبيقات عملية في أعمال بورصة الأوراق المالية.

المحور الأول

البورصات

المحور الأول: البورصات

تمهيد:

أصبح موضوع بورصة الأوراق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء وذلك لما تقوم به هذه البورصات من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاه لأفراده. فتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة من حيث الشروط والتكاليف، يمكن الاقتصاد من ان ينمو بمعدلات ترفع بشكل مستمر من مستوى المعيشة.

يتطرق هذا المحور إلى المفاهيم الأساسية لبورصة الأوراق المالية، من خلال تعريفها، مراحل تطورها، أهدافها وما إلى ذلك من مفاهيم متعلقة بورصة الأوراق المالية، حيث تم تقسيم هذا المحور إلى:

أولاً: ماهية بورصة الأوراق المالية.

ثانياً: التطور التاريخي لبورصة الأوراق المالية.

ثالثاً: أهداف البورصة.

رابعاً: أنواع البورصات.

خامساً: دور البورصة في الاقتصاد الوطني.

أولاً: ماهية البورصة.

تعرف البورصة على أنها سوق منظمة يلتقي فيها كل من البائع والمشتري لإتمام عملية تبادل من المبادلات المختلفة، ومن ثمة فإن نشاط البورصة يتسع ليشمل كافة أنواع المعاملات والأنشطة التي يمارسها البشر ويحتاجون إليها لإشباع رغباتهم.¹

أما بورصة الأوراق المالية فهي المكان الذي يلتقي فيه المتعاملين لبيع وشراء الأوراق المالية المسجلة بصفة دورية ومنتظمة، وفقاً لقوانين وقواعد تضعها الجهات الرقابية.² كما تعرف أيضاً على أنها نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية³، فهي سوق منظمة يلتزم فيها المتعاملون بمراعاة القوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها.

ثانياً: التطور التاريخي للبورصة.

عرفت المجتمعات وجود مؤسسات للبورصة منذ سنوات قديمة، إلا أنها لم تظهر بالشكل التنظيمي المعروف حالياً، وقد مرت بمراحل كثيرة ومتعددة.

ترجع نشأة الأسواق إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية بإنشاء collegin marcaterum في القرن الخامس قبل الميلاد، كما انشأ اليونان متجر المقايضات في أثينا، و كانت تلك الأسواق شبيهة إلى حد كبير بورصات التجارة في عصرنا الحاضر. وتعود تسمية البورصة إلى القرن السادس عشر إلى مدينة بروج "bruges" في بلجيكا⁴ نسبة إلى أحد الفرسان البلجيك فان دور بورس "vander bourse" حيث كان من كبار التجار الأغنياء والصيارفة المهمين الذين يقومون بصفقات تجارية من بيع وشراء.

وأول بناء أنشأ للبورصة وعرف بهذا الاسم هو بناء مدينة Amers في بلجيكا عام 1460، وفي هذا الصدد يجب أن نشير إلى أنها قامت عام 1952 بنشر تسعيرة الأسعار المسجلة ثم تلتها بعد ذلك ظهور العديد من البورصات، منها بورصة انفر بأستردام عام 1608، بورصة لندن 1773، بورصة نيويورك 1792.

أما بورصة القيم المنقولة فقد ظهرت هي أيضاً في القرن الثامن عشر مع بداية الثورة الصناعية وقد كانت نشأتها مرتبطة بتزايد أهمية القروض الحكومية التي إعتبرت أحد أهم العوامل المساعدة على تراكم رؤوس الأموال¹.

¹ شمعون شمعون، البورصة، دار هومة، الجزائر، 1999، ص 07.

² محمد صالح الحناوي، و جلال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق دار الجامعية، مصر، 2002، ص: 24.

³ F Leroux, Marcher internationaux des capitaux, Montréal, 2eme édition, 1995, p 03.

⁴ أسامة الفولى، زينب عوض اله، اقتصاديات النقود و التمويل، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية - مصر، 2005، ص 268.

ومع القرن العشرين أصبحت البورصة هي السوق الرئيسية في السوق المالي، تتيح للمتعاملين إمكانية التعامل بالأوراق المالية على مختلف أشكالها ودون مصاعب، الأمر الذي يوفر قدرا من السيولة ويحقق الأرباح المطلوبة.

ثالثا: أهداف البورصة.

من بين أهم الأهداف التي أنشئت من أجلها البورصة ما يلي:²

- إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية وذلك لإمكان استرداد المستثمر أمواله.
- مراعاة تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية.
- تقادي التقلبات العنيفة للأسعار.
- توفير فرص استثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر.
- تشجيع الادخار واستثمار الأموال.
- السماح لمؤسسات القطاع العام والخاص المنظمة في شركات ذات أسهم بفتح رؤوس أموالها للجمهور.
- تقييم هذه الشركات عن طريق السوق.

رابعا: أنواع البورصات

يوجد أنواع عديدة من البورصات، تذكر منها ما يلي:

1- بورصة السلع (البضائع):

يطلق عليها اسم البورصة التجارية حيث تباع فيها المواد والسلع الاستراتيجية والمنتجات الأساسية ذات الاستهلاك الواسع مثل القطن القمح السكر والتي تتوفر على بعض الشروط:

- عدم قابلية السلعة للتلف وإمكانية التخزين.
- قابلية السلع للنقل بتكاليف المعقولة.
- ان يكون للسلعة مواصفات قياسية محددة.

¹ مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية - البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص216.

² جلال بن دهان، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، مذكرة ماستر، تخصص مالية تأمينات وتسيير المخاطر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2013، ص6.

• ان يكون الطلب عليها واسع.

وما يمكن الإشارة إليه هنا هو أن التعامل في مثل هذه البورصة يتم بطريقتين أساسيتين: عاجلا وتسمى بورصة السلع الحاضرة أو آجلا وتسمى بورصة العقود.

2-بورصة المعادن النفيسة:

هي سوق منظمه لها وجود مادي يتم التفاوض فيها على المعادن النفيسة الذهب الفضة البلاتين من قبل اعوان الصرف الذين يتم تعيينهم لتلك المهمة لتخضع هذه السوق لرقابه الغرفة النقابية والدخول اليها يكون مخصص لأعوان الصرف كما يخضع سعر الذهب في هذه السوق لقانون العرض والطلب وبيع عادة في اشكال مختلفة اما في شكل سبائك ذهبية، قطع ذهبية.¹

3-بورصة العملات الأجنبية:

هي احدى اسواق التعامل في النقد الاجنبي يتم فيها تبادل العملات كما يتم فيها ايضا تحديد اسعار صرفها يتواجد هذا النوع من البورصات في كافة انحاء العالم، في المراكز المالية الكبرى مثل لندن، طوكيو، باريس ونيويورك. ترتبط هذه الاسواق فيما بينها بشبكات الاتصال المتطورة مما يضمن سهولة انتقال العملات من سوق الى أخرى، ويتحدث سعر العملات وفقا لقانون العرض والطلب عليها تخضع هذه البورصة لرقابه الغرفة النقابية والبنك المركزي والدخول فيها مخصص للوسطاء المختصين كالبنوك والمؤسسات المالية المعتمدة من طرف البنك المركزي.²

4-بورصة القيم المنقولة (الأوراق المالية):

وتعرف على انها المكان او السوق يلتقي فيه دوريا اعوان مختصون ومعتدون اين يقومون بإبرام صفقات البيع والشراء للقيم المتداولة بأسعار متفاوض عليها، وتتم كل عمليات تحت مراقبة السلطة العمومية ضمانا لحرية التعامل وشفافية المعلومات المتدفقة فيه.

خامسا: دور البورصة في الاقتصاد الوطني.

الدور الذي تقوم به بورصة الأوراق المالية تجاه الاقتصاد الوطني يتمثل فيما يلي³:

1-اجتذاب مدخرات الأفراد والمؤسسات وغيرها من مصادر تجميع الأموال، وتوجيهها لخدمة الاقتصاد

الوطني.

¹ محمد صرفي، البورصات، دار فكر جامعية، الطبعة أولى، مصر، 2008، ص 78، 79.
² زيا د رمضان، مبادئ الاستثمار المالي، دار النسر، الطبعة الثالثة، الأردن، 2005 ص 124.
³ لعجالي زكية، الاستثمار في الأسواق المالية مع دراسة حالة الأسواق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهاة الماجستير، جامعة الجزائر 03، 2010/2009، ص 4، 5.

- 2- نشر الوعي الادخاري لتعبئة الموارد المالية في المجتمع للمساهمة في إنشاء المشروعات الاقتصادية بهدف دفع عجلة النمو الاقتصادي.
- 3- تعد البورصة مجالاً رحباً لاستثمار أموال الأفراد والمصارف التجارية وشركات التأمين وصناديق الادخار ونحوها، حيث تتيح للأفراد وأجهزة تجميع المدخرات فرصة التعامل في الأوراق المالية لتوظيف الفوائض المالية المتاحة لديهم في أصول تدر إيرادات مجزية، كما تعود عليهم بزيادة في قيمة ممتلكاتهم إذا ما ارتفعت القيمة السوقية للأوراق المالية محل الاستثمار.
- 4- بالإضافة إلى ذلك فإنها تؤدي دوراً آخر لا يقل أهمية عن سابقه في تنشيط الاقتصاد الوطني ودفع عجلة التنمية الاقتصادية، وذلك بتشجيع قيام الشركات المساهمة ودعم مركزها المالي وتهيئة المناخ المناسب لاستقرارها وترشيد أسلوب عملها.
- 5- المساهمة في تحقيق كفاءة عالية في توجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية.
- 6- تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة واقعية على أساس من المعرفة الكافية ودرجة عالية من العدالة.
- وعندما تنظم سوق الأوراق المالية وتتسع دائرة التعامل فيها تصبح أكثر مرونة، ويسهل فيها تحويل الأموال المدخرة حديثاً إلى أموال تستثمر في مشروعات قائمة أو في دور التكوين، كذلك يسهل تحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى أصول سائلة عند الحاجة.
- ولذا فقد تركز الاهتمام في السنوات القليلة الماضية على تطوير وتنمية أسواق الأوراق المالية وذلك لدورها الفعال في تجميع وتوفير الأموال اللازمة للتنمية، فالتنمية الاقتصادية تتطلب تركيزاً لرؤوس الأموال، لتمويل أوجه الإنفاق الحكومي المختلفة وتمويل النمو الاقتصادي بوجه عام.
- فالحاجة إلى التدفق المستمر للمدخرات لتمويل المشروعات الجديدة كانت سبباً في قيام تلك الأسواق، خصوصاً وأن النمو الاقتصادي يعتمد إلى حد كبير على قيام المشروعات ذات الحجم الكبير، والتي تتخذ شكل الشركات المساهمة بعد أن أصبح من المعتاد على فئة قليلة من أصحاب رؤوس الأموال تمويل تلك المشروعات وحبس أموالهم فيها مدة طويلة.
- بالإضافة إلى ذلك تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيع كل من هذه الأسهم والسندات المملوكة للمشروع ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات.

فضلا عن ذلك توفر أسواق الأوراق المالية قنوات جذابة وسليمة أمام الأفراد ولاسيما صغار المستثمرين، كما أنها أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقق جملة من المنافع الاقتصادية منها منافع الحياة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب. كما تمثل حافزا للشركات المدرجة أسهمها في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها مما لا يؤدي إلى تحسن أسعار أسهم هذه الشركات.

خلاصة:

يعتبر وجود بورصات الأوراق المالية المرآة التي تعكس الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول وتقدمها، وذلك من خلال ما تقوم به فيما يخص تأمين السيولة، وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية، فتمد المشروعات بالموارد المالية للاستثمار في النشاط الإنتاجي (التوسع)، أو إضافة وحدات إنتاجية جديدة (الإنشاء)، وعن طريق البورصات تتمكن الدولة من سد احتياجاتها المالية اللازمة للقيام بأعبائها المتزايدة، وتمويل أهداف التنمية.

من خلال ما تم تقديمه في هذا المحور، ينبغي أن يكون الطالب قد تمكن من التوصل إلى أن:

- مصطلح البورصة لا يعبر عن بورصة الأموال فقط بل يشمل أيضا بورصة الذهب البضائع والعملات، حيث يرجع مصدر البورصة إلى المكان الذي يجتمع فيه التجار وتتم فيه عمليات الشراء والبيع.
- يتم التمييز بين بورصة الأوراق المالية والأسواق الأخرى من حيث نوعية التعامل والبضاعة المعروضة للبيع والشراء.

- تتميز بورصة الأوراق المالية بأنها أكثر تنظيما من باقي الأسواق المالية الأخرى، حيث توجد شروط وقواعد قانونية لتداول الأوراق المالية على مستواها.

المحور الثاني
علاقة البورصات
بالمؤسسات
والأسواق المالية
الأخرى

المحور الثاني: علاقة البورصات بالمؤسسات والأسواق المالية الأخرى

تمهيد:

النمو الاقتصادي على المدى الطويل يعتمد بشكل كبير على تطور النظام المالي ككل سواء تعلق الأمر بالقطاع المصرفي أو أسواق رأس المال لما يوفرانه من تمويل ضروري لقطاعات الاقتصاد المختلفة. وإذا كانت البنوك قد شكلت -ولا زالت- أساس التمويل في العديد من اقتصاديات العالم، فإن أسواق رأس المال أصبحت تضطلع بنفس المهمة بل فاقت قدراتها التمويلية في العديد من الدول ما تقدمه البنوك من أموال، إلا أنه يبقى من الضروري أن يحدث تكامل بين القطاع المصرفي وأسواق رأس المال لأن توسيع القطاع المالي ليشمل بالإضافة للبنوك أسواق رأس المال يفيد في تحقيق كفاءة أكبر للاستثمار.

يتكون النظام المالي من مجموعة من المؤسسات المالية والأسواق المالية المرتبطة فيما بينها، حيث تعتبر البورصة أحد هذه المؤسسات والتي تربطها علاقة وطيدة مع مختلف مؤسسات النظام المالي. ومنه سنتطرق في هذا المحور الى مختلف المؤسسات والأسواق المالية التي تربطها علاقة مع بورصات الأوراق المالية، وذلك من خلال التطرق إلى:

أولاً: المؤسسات المالية.

ثانياً: الأسواق المالية.

ثالثاً: الأسواق النقدية.

رابعاً: أسواق رأس المال.

خامساً: أسواق المشتقات المالية.

سادساً: أسواق العملات الأجنبية.

أولاً: المؤسسات المالية

تلعب المؤسسات المالية دوراً هاماً في الإقتصاد الوطني لأن وجودها يساعد الأسواق المالية على القيام بعملها خير قيام، وبدونها فإن الأسواق المالية تصبح غير قادرة على تحويل الأموال من قبل الأفراد الذين لديهم فائض إلى الأفراد الذين لديهم فرص استثمارية منتجة وعندهم نقص بالأموال.

1- تعريف المؤسسات المالية:

المؤسسات المالية هي المؤسسات الوسيطة التي تقوم بالوساطة بين من تزيد دخولهم على انفاقهم وبين من يرغب بأن ينفق أكثر من دخله من خلال تحويل النقود من مستخدم الى اخر.¹ فهي وحدة قرض أو مؤسسة استثمارية تصل وتقرب بائع (مقرض) بمشتري (مقترض) في إطار عملية مالية، فهي تضفي قيمة مضافة متغيرة بحسب قدراتها وإمكانياتها، وذلك من خلال فهم وتحليل العملية المستهدفة، تنفيذها، وفهم المحيط وإستيعابه، وتحصل الوساطة المالية عموماً على عمولة كمكافأة نظير خدماتها.²

2- أهمية المؤسسات المالية:

تعمل المؤسسات المالية على تسهيل عملية المدفوعات بين الوحدات الاقتصادية مقابل مطلوباتها من خلال حصولها على أموال المدخرين، ومن ثم قيامها بدورها بمنح القروض للأخرين، فهي بالإضافة الى توسطها بين المدخرين والمقترضين النهائيين تقوم ببيع حقوق على نفسها الى المودعين ومن ثم شراء حقوق على المقترضين منها. هذا التوسط المالي يقدم لهذه الاقتصاديات فوائد كبيرة أهمها:

أ- تقليل كلفة المعاملات لكل من المقترضين والمقرضين.

ب- تمكن المقترضين من الحصول على قروض طويلة الأجل، رغم أن الدائنين (المودعين) يقدمون قروض قصيرة.

ت- إدارة وتنظيم عملية التبادل وتوفير المعلومات اللازمة، إذ تشكل حلقة وصل في توفير المعلومات عن مصادر الاقتراض والكفاءة المالية والائتمانية للمقترضين.

ث- إن الأدوات المالية التي تطرح من قبل المؤسسات المالية تتمتع بسيولة أكبر أي يمكن تحويلها إلى نقود بسرعة وبأقل خسارة محتملة للمدخرين.

¹ بشير علوان حمد، دور المؤسسات المالية في تحفيز النشاط الاقتصادي في ظل أزمات الإقتصاد المعولم ، مجلة دراسات محاسبية ومالية، العدد 19، الفصل الثاني، العراق، 2012، ص 188.

² Olivier Toispeau, Dictionnaire de la bourse et des termes financiers, Edition SEFI, 3^{ème} édition, Québec, Canada, 1999, p242.

ج- تجميع المخاطر، اذ بقيام هذه المؤسسات بتجميع مبالغ المودعين على اختلافهم، فإنها تقلل من مخاطر الاقتراض بما يوفر حماية لمودعيها.¹

5-أنواع المؤسسات المالية:

يمكن تقسيم المؤسسات المالية الى مؤسسات ودائعية وغير ودائعية.

أ- المؤسسات الودائعية:

تمثل المؤسسات المالية التي يكون اساس عملها قبول الودائع لتوظيفها في الأنشطة المختلفة سواء بمنحها كائتمان لبعض العملاء أو استثمارها في الأوراق المالية وتمويل عمليات التجارة الدولية ومنها:

1. البنوك التجارية: ان البنوك التجارية مؤسسات تعتمد على الودائع التي تقوم بسحبها من خلال

وحدات الفائض بواسطة تشكيلة من الحسابات المصرفية لتعيد اقراضها بصورة مباشرة

(قروض) أو غير مباشرة (شراء اوراق مديونية) وإنها تقدم خدماتها للقطاع الخاص والعام

فضلاً عن ان الصفة المميزة لها هي العمل في المدى القصير الاجل.

2. مؤسسات الادخار: يمكن تقسيم مؤسسات الادخار إلى:

- مؤسسات التوفير.

- بنوك الادخار.

ان هذه المؤسسات تشابه البنوك التجارية لكنها تعد أكثر حرية في تقديم الخدمات من خلال حرية تخصيص اموالها في الاستثمار ولكنها في السنوات الاخيرة بدأت تقترب بصورة كبيرة من المصارف التجارية.

ب-المؤسسات غير الودائعية:

هي المؤسسات التي لا تحصل على الاموال بصورة ودیعة رسمية وانما بصورة مؤقتة وتقدم هذه المؤسسات خدمات مالية متخصصة. ومن هذه الشركات:

1. صناديق الاستثمار: وهي مؤسسات مالية تمتاز بسحب الاموال من وحدات الفائض إلى

وحدات العجز خلال سحب اموال وحدات الفائض بواسطة بيع الاوراق المالية الخاصة بها لتلك

الوحدات وسحب السيولة الناتجة من اجل وضعها بصيغة استثمارات غالباً ما تكون اوراقاً مالية

وبشكل استثمار محفظي، اذ يمكنها ان تستثمر في السوق الثانوية وتوفر امكانية مشاركة

صغار المدخرين.

¹ بشير علوان حمد، مرجع سبق ذكره، 2012، ص 189.

2. شركات الاوراق المالية: اذ تقوم هذه الوحدات بعدة ادوار :

- تلعب دور الوساطة من خلال خبرتها في الميدان المالي، اذ تحصل على الفرق كعائد بالإضافة إلى اجور الوساطة.
- تقديم خدمة اصدار الاوراق المالية مثل بنوك الاستثمار اذ تساعد الجهات التي بحاجة للتمويل على تحقيق حاجاتها التمويلية من خلال اصدار الاوراق المالية.
- تلعب دور التاجر أو التعامل بنوع معين من الاوراق المالية، اذ ان هذه المؤسسات تقوم بالاحتفاظ بنوع معين من الاوراق المالية بشكل مخزون وتكون بذلك مرة مشترية ومرة بائعة لذلك فهي هنا تلعب دور التاجر.
- تقديم النصح والارشاد في مجال الاعمال المالية لا سيما لعملائها.

3. شركات التأمين: هي شركات مالية تقوم بعملية الحصول على الاموال من خلال الحصول

على اقساط التأمين المختلفة (التأمين على الحياة والصحة والممتلكات) وتجميعها واستثمارها في اوراق مالية مختلفة الآجال على ان تقوم بتغطية الخسائر التي تصيب المؤمن عليها.

4. صناديق التقاعد: تعرض العديد من الشركات الخاصة والعامة على العاملين فيها خطط

تقاعدية، اذ يقوم هؤلاء بإيداع اموالهم في صناديق التقاعد لكي تستثمر في اصول مالية طويلة الاجل ويمكن بعد ان ينتهي عمر الموظف الوظيفي ان يسحب رصيده من الصندوق.

ثانيا: الأسواق المالية.

1-تعريف الأسواق المالية:

السوق المالي هو ذلك الإطار الذي يجمع الفئات التي لديها فوائض والتي تبحث عن مجالات لاستثمار فوائضها، والفئات التي تعاني عجز مالي وتبحث عن التمويل. وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق. وبالتالي فالسوق المالية تشمل جميع الأدوات المالية سواء القصيرة الأجل والتي يتم تداولها في السوق النقدي أو الطويلة الأجل والتي يتم تداولها في رأس المال. وتعد الأسواق المالية وسيلة مهمة لجمع المدخرات وذلك لما لها من دور فعال في تمويل الأنشطة الاقتصادية¹.

¹ وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل، الأردن، 2012، ص 16.

2- أهمية السوق المالي في الاقتصاد:

- تؤدي دورا رئيسيا في تخطيط السياسة النقدية ويؤثر في دور البنك المركزي في تغيير سعر الفائدة.
- يساعد في توفير سيولة عالية للأصول المالية قصيرة الأجل.
- يساعد في توفير مصادر طويلة الأجل عن طريق ما يعرف بعمليات سوق رأس المال.
- يساعد على تنمية الادخار وزيادة وتوجيه المدخرات المالية لماله من تأثير على زيادة تشجيع الاستثمار.
- يساعد وجود السوق المالي على تنظيم ومراقبة الإصدارات من الأوراق المالية.
- وجود سوق مالي يساعد في عدالة تحديد الأسعار للأوراق المالية المتداولة، ومن هنا فان ذلك يساعد على توجيه الاستثمار نحو القطاعات الأكثر نجاحا.
- وتؤدي الأسواق المالية وظيفة اقتصادية أساسية تتمثل في توجيه الأموال من أولئك الذين لديهم فوائض مالية مدخرة- لأنهم ينفقون أقل من دخولهم- إلى أولئك الذين لديهم نقص في الأموال بسبب رغبتهم في الانفاق بأكثر من دخولهم.¹

5- تقسيمات الأسواق المالية:

- أ- التقسيم حسب طبيعة المعاملات وتوقيت الإصدار: وفقا لهذا المعيار نجد التقسيمات التالية:
- السوق الأولي: هو السوق الذي يتم فيه اصدار الأوراق المالية لأول مرة، ويسمى كذلك بسوق الإصدار.
 - السوق الثانوي: هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تم إصدارها في السوق الأولي ويسمى كذلك بسوق التداول.
- ب- التقسيم حسب آجال العمليات: استخدام معيار آجال العمليات لتقسيم الأسواق المالية يبرز لنا سوقين أساسيين يتمثلان في:
- السوق النقدية: تعرف السوق النقدية على أنها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال كل المتعاملين الاقتصاديين سواء كانوا مؤسسات أو أفراد أو جهات حكومية.
 - سوق رأس المال: السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل، سواء كانت هذه الأوراق تمثل مستند ملكية كالأسهم أو تمثل مستند مديونية كالسندات.

¹ وليد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 23.

ح- **التقسيم حسب المجال المغطى:** تقسم الأسواق المالية حسب هذا المعيار إلى الأنواع التالية:

- الأسواق المالية الدولية: تعتبر أسواق المال الدولية مصدر من مصادر التمويل بالنسبة للمؤسسات العمومية والخاصة وكذا بالنسبة للحكومات من أجل تمويل العجز أو المشاريع المختلفة. وهي الأسواق التي يتم فيها تداول أوراق مالية تصدرها شركات وجهات في مختلف الدول.
- أسواق المال المحلية: هي الأسواق المالية والنقدية التي تقوم بتمويل منشآت الأعمال الوطنية والخاصة، وكذا تغطية العجز الحكومي وذلك داخل الحدود الجغرافية للدولة الواحدة.

خ- **التقسيم حسب درجة تنظيم إجراءات التداول،** وتنقسم حسب هذا المعيار إلى:¹

- أسواق منظمة: وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد.

- أسواق غير منظمة: وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية.

ت- **التقسيم حسب توقيت تسليم الأوراق المالية أو إقفال الصفقة:** وتنقسم إلى:²

- أسواق حاضرة: وهي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل أسهم، سندات، وأحيانا يطلق عليها أسواق الأوراق المالية، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزءاً منها.

- أسواق آجلة: ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية، يتم التعامل فيها من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آنياً على أن يتسلمها في تاريخ لاحق، والغرض عن وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.

ثالثاً: الأسواق النقدية.

تعتبر السوق النقدية أحد المصادر التمويلية الهامة في النشاط الاقتصادي والمرتكزة أساساً على توظيف المدخرات، حيث يلتقي على مستوى هذا السوق عارضوا السيولة مع طالبها.

¹ بوكساني رشيد، معوقات سوق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2006، ص 42.

² بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 45.

1- تعريف السوق النقدي:

هي سوق العمليات الائتمانية قصيرة الأجل والتي تسمح بتدخل مختلف المؤسسات النقدية ممثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية، إلى جانب بعض المؤسسات المالية غير البنكية مثل: شركات التأمين، الخزينة العمومية، مؤسسات التوريد والاحتياط.

وتتميز السوق النقدية بالميزات التالية:

تتميز بأنها سوق قصيرة الأجل، إذ ينحصر استحقاقها بين يوم واحد وسنة واحدة.

تتميز بقدرتها في تجميع المدخرات السائلة وفي خلق استثمارات قصيرة الأجل.

تتميز بقدر كبير من السيولة والمرونة العالية.

الأوراق المالية في سوق النقد أكثر شيوعا في عملية التداول¹.

2- المتدخلون في السوق النقدي:

ينشط على مستوى السوق النقدية العديد من المؤسسات المصرفية وغير المصرفية ويتباين دورها بين

مقرضة، ومقرضة، وبين مقرضة ومقرضة في نفس الوقت ويمكن ذكر أبرزها:

➤ البنك المركزي والبنوك التجارية.

➤ مؤسسات مالية غير مصرفية (شركات التأمين، صناديق التقاعد، شركات الادخار

➤ والتوفير... إلخ).

➤ المؤسسات المالية المتخصصة وبنوك التنمية.

➤ للخزينة العمومية.²

3- أهمية السوق النقدي.

تتمثل أهمية السوق النقدية بالنسبة للاقتصاد كما يلي:³

- توفر السوق فرصة للمؤسسات الأعمال ذات السيولة الفائضة المؤقتة من استثمارها بأدوات ذات

عائد ومخاطر منخفضة جدا وذات قابلية تسويقية عالية.

- تأمين السيولة للجهاز المصرفي، تتمكن البنوك من توظيف ودائعها بطريقة مأمونة وذات سيولة

مرتفعة.

¹ بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 42.

² صلعة سمية، مطبوعة دروس في مقياس المؤسسة والأسواق المالية، المركز الجامعي نور البشير البيض، 2017-2018، ص 36، 39.

³ الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق المال على الاستثمار في الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2006، ص

- تلعب سوق النقد دورا مهما في رسم السياسة النقدية للدولة اذ يقوم البنك المركزي بأحكام الرقابة الفعالة على السياسة الائتمانية من خلال التدخل (المباشر والغير مباشر) في تغيير أسعار الفائدة في الأجل القصير.

- توفير الأموال اللازمة للتمويل بواسطة تعبئة المدخرات الصغيرة وتحويلها إلى قروض ذات مبالغ كبيرة.

- توفير احتياجات الأشخاص من القروض الاستهلاكية.

- تغطية احتياجات قطاع التجارة من الخدمات البنكية اللازمة والاعتمادات المسندية المفتوحة لدى البنوك التجارية.

4- الأدوات المالية المتداولة في الأسواق النقدية:

من أبرز الأدوات المالية المتداولة في الأسواق النقدية ما يلي:¹

أ- **أدونات الخزينة:** هي أوراق حكومية قصيرة الأجل يتم تداولها في السوق النقدي وهي أداة من أدوات الدين الحكومية هدفها توفير إيرادات مالية للحكومة عندما تعجز إيراداتها الاعتيادية عن تلبية متطلبات الانفاق الحكومي مدتها في الغالب ثلاثة أشهر او ستة أشهر وهي قابلة للخصم ونقل فيها درجة المخاطرة.

ب- **شهادات الإيداع المصرفية:** هي عبارة عن شهادات تصدرها البنوك والمؤسسات المالية تفيد بانه تم ايداع مبلغ معين لديها لمدة محددة تنتهي بتاريخ معين وبفائدة معينة وهي قصيرة الأجل وتعتبر أداة من أدوات التعامل الهامة في السوق النقدي وهي توفر الفرصة للمودع للحصول على حاجته للسيولة قبل تاريخ الاستحقاق وبيعها في السوق.

ت- **الأوراق التجارية:** يتم تداول الأوراق باعتبارها أداة دين قصيرة الاجل قابلة للخصم وإعادة الخصم، ويتم استخدامها في المعاملات التجارية المختلفة. حيث يتم إصدارها من قبل مؤسسات مالية تتمتع بمركز ائتماني مبين أو من الشركات العريقة بهدف تمويل احتياجاتها قصيرة الأجل، وتتعهد الجهة المصدرة بدفع مبلغ محدد في تاريخ معين إلى المستثمر، وتصدر لحاملها لمدة شهر أو تسعة أشهر، لكنها تتميز بانخفاض سيولتها وارتفاع درجة المخاطر مقارنة بالأوراق المالية الأخرى، كونها غير مضمونة ويعتمد المستثمر على القدرة الإرادية للجهة المصدرة والثقة

¹ بن أمير بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية، مذكرة دكتوراه، جامعة تلمسان، الجزائر، 2013، ص 15-16.

الائتمانية بها ولذلك تصدر بمعدل عائد مرتفع نسبيا وبدخل ثابت ويتم تداولها على أساس سعر الخصم.

ث- **القبولات المصرفية:** هي سندات مسحوبة على البنك من قبل عميل يطلب فيها من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث مبلغ محدد مخصص مسبقا وتستعمل بشكل كبير في تمويل التجارة الخارجية والداخلية ويضمن هذا القبول تعهد المصرف بالدفع في حالة عدم وفاء العميل للدائن في موعد الاستحقاق، الأمر الذي يزيد من قوة وضمان السند مما يجعله قابلا للتداول في السوق النقدي. كما تتصف بقابليتها للخصم لدى البنوك المركزية وهذا ما يوفر لمالكها صفة الأمان.

ج- **اتفاقيات إعادة الشراء:** هي وسيلة إقراض واقتراض قصيرة الأجل جدا ويتم استخدامها من قبل الجهات المختصة في بيع وشراء الأوراق المالية، ويتم بموجبها الاقتراض باللجوء الى مستثمر لديه أموال فائضة عن حاجته ويرغب في اقرضها مقابل أوراق مالية لكن بصورة مؤقتة ويتم عقد إعادة شراء تلك الأوراق مع المستثمر نفسه ويسعر يفوق السعر الذي تم بيع الأوراق المالية به.

ح- **سوق اليورو دولار:** يستخدم اصطلاح الدولار الأوربي للإشارة إلى الدولارات الأمريكية التي تحتفظ بها بنوك خارج الولايات المتحدة وعلى الأخص البنوك الأوربية. ويتكون سوق الدولار الأوربي من عدد من البنوك الكبيرة في لندن وبعض البلدان الأوربية الأخرى التي يقتصر تعاملها على الدولار، بمعنى أنه تقبل ودائع وتمنح القروض بالدولار فقط. وتتسم القروض التي تقدمها تلك البنوك بضخامة القيمة وقصر مدة الاستحقاق. وتتكون الدولارات الأمريكية لدى تلك البنوك نتيجة قيام بعض البنوك والشركات التي لها ودائع في بنوك أمريكية بسحب جزء من تلك الودائع لإعادة إيداعها في صورة ودائع لأجل لدى البنوك الأوربية التي تتعامل بالدولار، وذلك للاستفادة من ارتفاع معدلات الفائدة مثلا.

5- **هيكل السوق النقدي:** يتكون سوق النقد كجزء مكون لسوق المال من:

✓ **سوق الإصدار:** وهي السوق التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لأجل قصيرة،

وبأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض وسمعته المالية.

✓ **سوق التداول:** وهي السوق التي يجري فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل، وبأسعار تتحدد

حسب قانون العرض والطلب، فهو يمثل الإطار الذي يتم فيه تداول الإصدارات النقدية بين مشتريها الأول

ومشتريين آخرين. كما يمكن تقسيم سوق التداول إلى سوقين فرعيين، وذلك على حسب نوع العمليات التي تتم في كل منهما وهما سوق الخصم وسوق القروض قصيرة الأجل.

- **سوق الخصم**: يتم فيه خصم أدوات الائتمان قصيرة الأجل، ومن أهمها الأوراق التجارية كالكمبيالات، القبولات المصرفية وأذونات الخزينة.

- **سوق القروض قصيرة الأجل**: تشمل جميع أنواع القروض التي تعقد لآجال قصيرة تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة، وتتمثل الأطراف المتعاملة فيها في المشروعات والأفراد من جهة والبنوك التجارية ومؤسسات الإقراض المتخصصة في منح الائتمان قصير الأجل من جهة أخرى.

كما ينقسم السوق النقدي إلى سوقين هما: السوق ما بين البنوك والسوق المفتوحة.¹

✓ **سوق ما بين البنوك**: ويقصد بها السوق النقدية بالمفهوم الضيق. حيث يتم التعامل بين البنوك والمؤسسات المالية غير البنك المركزي الذي يشكل الوسيط الرئيسي في هذه العملية والذي لا يتدخل إلا عند ظهور اختلالات كبيرة في إحداث التوازن، ويبقى دوره هو تنظيم هذه السوق ومراقبتها، وتتميز هذه السوق بعدم وجود مكان مادي لها حيث تتم العمليات عبر الهاتف أو الفاكس ويتم تأكيدها بعد ذلك من طرف البنك المركزي بالإشعارات الدائنة أو المدينة (حسب الحالة) التي ترسل بعد ذلك إلى المؤسسات.

✓ **السوق المفتوحة**: وهي عبارة عن سوق نقدية فرعية مفتوحة لكل الأعوان الاقتصاديين الذين لديهم سيولة لكي يقدموا لأعوان آخرين هم بحاجة إليها، وعادة ما يتم التفاوض في هذه السوق على أدوات الخزينة وسندات الخزينة العمومية المتداولة وكذا سندات المؤسسات والهيئات المالية.²

رابعاً: سوق رأس المال.

تمثل أسواق رأس المال مؤسسة مالية رئيسية لتمويل النشاط الاقتصادي المعاصر، وبدون رواجها لا يمكن لأي اقتصاد تحريك المدخرات نحو قنوات الاستثمار بما يؤدي إلى تحقيق وظائف الأسواق المالية وأهدافها.

1- تعريف أسواق رأس المال: تعرف أسواق رأس المال على أنها مكان النقاء بين عارضي رؤوس أموال طويلة الأجل، والطالبين لها. وذلك بغية تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية من أصحاب الفوائض المالية إلى أصحاب العجز المالي، وفق شروط معينة.³

¹ رشام كهيبة، محاضرات في الأسواق المالية، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، 2015-2016، ص 12.

² بن أحمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص 14.

³ عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية (أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، صناديق الاستثمار)، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص 13.

وهو السوق الذي يتداول فيها أدوات الاستثمار طويلة الأجل التي يزيد أجل استحقاقها عن عام سواء أوراق ملكية أو ديون.

2- خصائص سوق رأس المال: تتمثل أهم خصائص سوق رأس المال فيما يلي:

- يرتبط سوق رأس المال بالأوراق المالية طويلة الأجل.
- له دور فعال في تمويل المشروعات الانتاجية طويلة الأجل.
- سوق رأس المال أكثر تنظيماً من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين به من الوكلاء المتخصصين.
- الاستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة من السوق النقدي وأقل سيولة أيضاً.
- العوائد مرتفعة نسبياً للأسواق في رأس المال مقارنة مع الاستثمار في الأسواق الأخرى.
- يشترط توفر سوق ثانوي يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه، وذلك لتنشيط الاستثمار في سوق رأس المال.¹

3- هيكل سوق رأس المال: ينقسم سوق رأس المال الى:

- 1- السوق الآجلة: وتسمى أيضاً بسوق المشتقات المالية، وهي الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات شراء أو بيع الأوراق المالية ثم تنفيذها في تاريخ لاحق في المستقبل، ففي السوق الآجلة يتم عقد العمليات مباشرة ولكن تؤجل تصفيتهاموعد لاحق، وبذلك لا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق المالية فيها عند عقد الصفقة، ولكن بعد فترة معينة حسب الاتفاق المبرم بين الطرفين والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر
- 2- السوق الحاضرة: وهي الأسواق التي تتعامل في أوراق مالية طويلة الأجل (أسهم، سندات) يتم تسليمها واستلامها فور اتمام الصفقة، أي تسليم الأوراق المالية ويدفع الثمن فور الانتهاء من اتمام الصفقة.² تتكون سوق الأوراق المالية من سوقين متكاملين هما السوق الأولية أو سوق الاصدار، والسوق الثانوية أو سوق التداول.
- أ- السوق الأولية: وهو السوق الذي يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة، والتي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية.

¹ صلعة سمية، مرجع سبق ذكره، ص 51، 52.

² مرعي عبد الرحمن، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سورية، مذكرة دكتوراه، سوريا، 1997، ص 09.

ب- **السوق الثانوية:** وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق تداولها في السوق الأولية وبالتالي فإن التعامل في هذه السوق لا يعدو أن يكون نقلا لملكية تلك الأوراق من مستثمر إلى آخر. كما يسمى هذا النوع من الأسواق بسوق التداول -المكان المخصص لتداول الإصدارات السابقة. وبناء على ذلك فإنه في حين أن السوق الأولية توفر تمويلا فعليا للمؤسسات والشركات المصدرة للأوراق المالية، نجد أن السوق الثانوية لا توفر أي تمويل فعلي لهذه المؤسسات والشركات، وبعبارة أخرى فإن التعامل في السوق الثانوية يكون في أوراق مالية سبق إصدارها وبيعها للمستثمرين.¹ وتنقسم السوق الثانوية الى نوعين مهمين من الأسواق وهما السوق المنظمة (البورصة) والسوق غير المنظمة.

• **السوق المنظمة:** هي السوق التي يتداول فيها الأوراق المالية طويلة الأجل وتحدد فيها الأسعار وفقا لقوى العرض والطلب.² وتعرف أيضا ببورصة الأوراق المالي وهي المكان الذي تجري فيه المعاملات على الأوراق المالية في أوقات محددة بواسطة أشخاص مؤهلين متخصصين بهذا النوع من العمل وهم الوسطاء وفق اجراءات وقوانين ونظم محددة.³

• **السوق غير المنظمة:** يستخدم هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لإجراء التعامل، ويقوم بالتعامل ببيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات تتمثل في خطوط تليفونية أو أطراف للحساب الآلي أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة. وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساسا في الأوراق المالية غير المقيدة في الأسواق المنظمة وعلى الأخص السندات، ذلك لأن التعامل في الأسهم عادة ما يكون على نطاق أضيق، حيث يكاد أن يقتصر على أسهم شركات صغيرة أو محلية يملك معظم أسهمها المؤسسين أو أفراد عائلاتهم، وفي مقدمتها السندات الحكومية وسندات بعض منشآت الأعمال.⁴ وعادة ما وتتضمن السوق غير المنظمة أسواقا فرعية أخرى هي:

✓ **السوق الثالثة:** تعد تتكون السوق الثالثة من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية في تلك الأسواق. وتمثل هذه البيوت في الواقع أسواقا مستمرة على استعداد في أي وقت لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت. وكما هو واضح فإنها تمارس دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة. أما العملاء الذين يتعاملون في هذه السوق فهم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة ومحافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك لحساب الغير. كما يمكننا إيجاد بعضا من بيوت السمسرة الصغيرة التي لا تجد ممثلين لها

¹ محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، مصر، 1996، ص 46-47.

² السيد محمود يعقوب، مشاهد عثمان ابراهيم، سوق الأوراق المالية في السودان النشأة والتطور والرؤى المستقبلية، بنك السودان المركزي، السودان، 2011، ص 11.

³ أسار فخري عبد اللطيف، دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية، البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، العراق، ص 04.

⁴ سحنون جمال الدين، شروط بروز أسواق الأوراق المالية، دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2008، ص 42.

في السوق المنظمة، وبالتالي فهي تلجأ إلى بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالث لتجد سبيلا لإجراء تعاملاتها.

✓ السوق الرابعة: تعبر هذه السوق عن تلك السوق التي تجمع بين بيوت السمسرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية بأحجام كبيرة، وتعد هذه استراتيجية متبعة للحد من العملات التي يدفعونها للسماسرة، ويتم التعامل بين البائعين والمشتريين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة معتمداً بذلك على شبكة قوية من التليفونات والكمبيوتر. والملاحظ هنا أن الوسيط لا يحتفظ بمخزون من الأوراق المالية المتعامل فيها، مما يجعله في مأمن من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها، كما أنه لا يسأل عن نصائح بشأن الأوراق المالية التي يوجه المستثمر أمواله إليها، فهو بالتالي لا يقوم بدور السمسار أو التاجر، ومن ثم فإن أتعابه نقل كثيراً عمولة السمسرة.¹

خامسا: أسواق المشتقات المالية.

لقد قام المهندسون الماليون باستحداث أدوات استثمار مالية جديدة، إضافة إلى الأدوات القديمة تسمى هذه الأدوات " المشتقات المالية"، والتي يتم تبادلها في نوعين من الأسواق المالية هي الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة.

1- تعريف المشتقات المالية: تعرف الأدوات المالية المشتقة على أنها نوع من العقود المالية التي تشتق قيمتها من قيمة أصل آخر يطلق عليه الأصل الأساسي، وهي أدوات مالية ترتبط أداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في سوق الأوراق المالية.² وهي تنفرع إلى أربعة أنواع وهي: عقود الخيار، العقود الآجلة، العقود المستقبلية وعقود المبادلات.

2- أنواع المشتقات المالية.

أ- **العقود المستقبلية:** هي عقود تمنح الحق لمشتريها في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي بسعر محدد مسبقا، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق، حيث يتطلب التعامل في العقود المستقبلية القيام بإيداع هامش مبدئي لدى السمسار مع إجراء تسوية يومية للسعر.

ب- **العقود الآجلة:** وهي عبارة عن اتفاق على شراء أو بيع أصل معين في وقت مستقبلي مقابل سعر معين، ويكون عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت،³

¹ سحنون جمال الدين، مرجع سبق ذكره، ص 43.

² مداحي محمد، محاضرات في الأسواق المالية، جامعة اكلو محند أولحاج، الجزائر، 2017-2018، ص 73.

³ طارق عبد العال حماد: "المشتقات المالية، الدار الجامعية، طبع نشر وتوزيع، سنة 2001، ص: 12

وتجدر الإشارة إلى أن العقود الآجلة هي عقود شخصية، حيث تخضع للتفاوض المباشر بين الطرفين، بما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية والتي قد لا تتناسب غيرهما.

ت- **عقود الخيارات:** ونقصد به عقد بين طرفين يعطي لمشتري العقد الحق، وليس الالتزام، في أن يشتري من أو يبيع كمية محددة من سلعة أو أداة أخرى بسعر محدد¹ على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التنفيذ. وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد إذا كان التنفيذ في غير صالحه، ولذلك فإنه يدفع للمحرر مكافأة أو علاوة.

ث- **عقود المبادلات:** عقود المبادلة هي عبارة عن اتفاق بين طرفين لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية لمدة معينة من الزمن.² وتسمى أيضا بالمقايضات وهي التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين (أصل) مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر، بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد.³

3- المتعاملون على سوق المشتقات المالية: يصنف المتعاملون في المشتقات المالية إلى فئتين:⁴

الفئة الأولى: المستخدمون النهائيون، وهم الذين يقومون بإبرام عقود المشتقات المالية، إما لغرض التحوط أو المضاربة، وتشمل هذه الفئة مجموعة واسعة من المؤسسات، مثل المصارف، وشركات التأمين، وشركات الاستثمار، وصناديق الاستثمار، وصناديق التقاعد.

الفئة الثانية: فئة الوسطاء وصناع السوق الذين يلبون احتياجات المستخدمين النهائيين، من خلال استعدادهم الدائم للبيع أو الشراء، محققين أرباحهم من خلال الفروق بين أسعار البيع وأسعار الشراء التي يعرضونها، وتشمل هذه الفئة شركات الاستثمار، والمصارف الفاعلة في الأسواق العالمية.

وقد أمكن حصر مستخدمي المشتقات المالية فيما يلي:⁵

- **تجار التجزئة:** يستخدم هؤلاء المشتقات وذلك بقصد حمايتهم ضد التعرض لمخاطر أسعار الفائدة وأسعار الصرف في أسواق العملات الأجنبية.

¹ COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION (CFTC), Staff Report on Commodity Swap Dealers & Index Traders with Commission Recommendations, Washington, September 2008, p: 68.

² Michael Chui, Derivatives markets, products and participants: an overview, presentation and paper from the workshop on "Data requirements for monitoring derivative transactions organised by the People's Bank of China and the Irving Fisher Committee in 27-29 September 2010, Bank for International Settlements, 2012, P: 05.

³ خضيرات عمر ياسين محمود، دور الهندسة المالية الإسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الإسلامي: الواقع والرهنات، جامعة غرداية، الجزائر، 23-24 فيفري 2011، ص 12.

⁴ مبارك سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، ط 1، 2005، ص 919.

⁵ بن علي بلعوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق جبار، إدارة المخاطر: إدارة المخاطر-المشتقات المالية-الهندسة المالية، دار الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2013، ص 85.

- **صناديق المعاشات:** تستخدم هذه الصناديق المشتقات بقصد حماية العائد على الاستثمار في السندات أو بغرض تأمين محفظة الأوراق المالية التي تمتلكها ضد التعرض لمخاطر السوق.
- **بنوك الاستثمار:** تستعمل هذه البنوك المشتقات المالية بغرض المحافظة على سعر البيع لكمية كبيرة من أحد الأصول المالية حيث يبدو أن السوق الحاضرة لن تعود قادرة على استيعاب المعروض بأسعار السوق.
- **الشركات العقارية:** وهي تلك التي تبيع المباني والأراضي أو تعطي للغير الحق في استخدامها بتأجيرها لعدد من السنوات، وتستخدم هذه الشركات المشتقات المالية للحماية ضد تحركات سعر الفائدة على قروض السندات التي تمثل دين في ذمة الشركة.
- **الشركات:** تلجأ الشركات إلى أدوات المشتقات المالية بغرض الحماية ضد تأثير أسعار الفائدة المنخفضة على عائد الاستثمار للفائض النقدي.
- **المصدرون والمستوردون:** يستخدم هؤلاء المشتقات المالية ضد تقلبات أسعار الصرف على المقبوضات والمدفوعات.
- **المتحوطون:** يهتم المتحوطون بالإقلال من المخاطر التي يوجهها بالفعل، والغرض منم التحوط هو جعل النتائج أكثر تأكدا ولكنه لا يحسن النتائج بالضرورة.
- **المضاربون:** في حين أن المتحوطين يريدون أن يتقادوا التعرض للتقلبات والتحركات السعرية الخاصة بأصل معين، فإن المضاربين يرغبون في اتخاذ مركز في السوق وهم إما يراهنون على أن السعر سيرتفع أو على أن السعر سينخفض.

سادسا: أسواق العملات الأجنبية.

- تحوز أسواق العملات الأجنبية على اهتمام قسم كبير من المستثمرين في عصرنا الحاضر، إذ أنها أصبحت منتشرة في شتى أنحاء العالم مثل: نيويورك لندن، باريس، فرانكفورت، طوكيو... وغيرها.
- وتتميز سوق العملات الأجنبية عن غيرها من الأسواق المالية بحساسيتها المفرطة للظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، مما يزيد من درجة المخاطرة عند الاستثمار فيها من بينها:
- مخاطر أسعار الفائدة، والناجمة عن التغير في أسعار الفائدة المصرفية.
 - مخاطر السيولة وهي تلك المخاطر الناجمة عن عدم توفر السيولة عند حلول موعد الاستحقاق.
 - مخاطر الائتمان أو مخاطر التسديد، وتأتي هذه المخاطر بسبب عدم تسديد الطرف المشارك في عملية الشراء للعملة الأجنبية نتيجة الافلاس.

هو سوق يفتقر إلى الإطار المادي الذي يتوفر لسوق الأوراق المالية، أي لا يوجد مكان معين يتم تبادل العملات الأجنبية فيه، بل يتم التعامل بواسطة أدوات الاتصال الحديثة وتكنولوجيا المعلومات.¹ تتأثر أسعار العملات الأجنبية بعدة عوامل اقتصادية وسياسية منها:

- السياسات الضريبية وأسعار الفائدة.
- سوق الاستيراد والتصدير.
- الدورات الاقتصادية.
- حرية التحول إلى الخارج.
- القروض الدولية والمساعدات الخارجية
- الأحداث السياسية.
- الظروف الاقتصادية الدولية.
- ظروف التضخم والانكماش الاقتصادي
- وضعية ميزان المدفوعات والموازنة العامة للدولة.

وأخرى فنية وهي:

- ظروف السوق النقدي وظروف المتعاملون فيه.
- العرض والطلب للعملات الأجنبية.
- التغيرات في أسواق المال الأخرى وفي سوق النقد.

¹ دريد كامل ال شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2009، ص 60-61.

خلاصة:

يعتبر النظام المالي شبكة من المؤسسات المالية والوسطاء الماليين ورجال الاعمال والافراد فضلاً عن المكونات التي تشارك فيه وتنظم عملياته وفق آليات وتشريعات. فالمؤسسات المالية باعتبارها أحد مكونات النظام المالي تؤدي دوراً هاماً في الاقتصاد، إذ تنعكس الأهمية الاقتصادية لها في الوظائف التي تؤديها بشكل خاص بالإضافة إلى الوظائف التي تقوم بها في الأسواق المالية بشكل عام، فوجودها يساعد هذه الأسواق على القيام بعملها خير قيام وبدونها يصعب على تلك الأسواق تحويل الأموال من قبل الأفراد الذين لديهم فائض إلى الأفراد الذين لديهم فرص استثمارية منتجة وعندهم نقص في الأموال.

كما تؤدي الأسواق المالية دوراً فعالاً في تنشيط الحياة الاقتصادية فخلال أدائها لوظيفتها المتكونة من شقين أساسيين وهما تعبئة المدخرات وتوجيهها لتمويل الاستثمارات من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية. فهي تتكون من سوقين سوق النقد الذي يتعامل فيه بأدوات مالية قصيرة الأجل، وسوق رأس المال والذي يتعامل فيه بأدوات مالية طويلة الأجل. فسوق الأوراق المالية بدورها تنقسم إلى سوقين، السوق الأولي الذي يدعى بسوق الإصدار أو الاكتتاب حيث يتم فيه إصدار الأوراق المالية المتكونة من الأسهم والسندات. والسوق الثانوي وهو سوق تداول الأسهم والسندات التي سبق إصدارها في السوق الأولي، حيث أن السوق الثانوي ينقسم إلى أسواق منظمة أي البورصة وأسواق غير منظمة.

من خلال ما تم تقديمه في هذا المحور، ينبغي أن يكون الطالب قد تمكن من التوصل إلى أن:

- بورصة الأوراق المالية هي جوهر الأسواق المالية لأنها تمثل الجانب المنظم للأسواق المالية طويلة الأجل.

- ترتبط البورصة ارتباطاً وثيقاً مع الأسواق الأخرى، فهي تتوقف أساساً على حجم الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية، كما أنها توفر السيولة اللازمة للأسواق المالية.

- تمثل المؤسسات المالية جانباً مهماً من المعاملات المالية التي تتم في البورصة بشكل خاص وفي الأسواق المالية بشكل عام، فهي تساعد على توفير اللازم كما أنها تساهم في تصريف الإصدارات وتنشيط عملية التداول.

المحور الثالث

وظائف

البورصات

المحور الثالث: وظائف البورصات.

تمهيد:

تمارس بورصة الأوراق المالية دورا مهما في زيادة معدلات النمو الاقتصادي بسبب ما توفره من رؤوس أموال لقطاعات واسعة من الأعمال من جهة، وما تضيفه من أرباح وفوائد لمقدمي تلك الاموال من جهة أخرى. فقد أصبحت بورصة الأوراق المالية من المواضيع المهمة التي تبحث في علم الاقتصاد بسبب دورها الفاعل في الاقتصاديات الحديثة، وما تلعبه من تأثير على مستوى الاقتصاد العالمي، بحيث أصبحت هذه الاسواق مرآة عاكسة لحالة الاقتصاد من زيادة او تباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي لكثير من البلدان، بسبب ما تشكله من نقطة تلاقي بين كل من قطاعي الأعمال والمالية، فقطاع الأعمال ينتج السلع والخدمات وقطاع المال يمول ذلك الانتاج، فكلما زاد الانتاج زادت معه الايرادات ومن ثم زيادة عوائد البورصة والتي تنعكس بشكل زيادة في الناتج المحلي الاجمالي وبالتالي حدوث النمو في الاقتصاد القومي. وفي سبيل تحقيق كل ذلك تقوم بورصة الأوراق المالية بمجموعة من الوظائف ذات الأهمية الكبيرة والتي سنقوم بعرضها من خلال هذا المحور. وذلك من خلال تقديم:

أولاً: الوظائف الاقتصادية لبورصة الأوراق المالية.

ثانياً: الوظيفة التسعيرية والإعلامية لبورصة الأوراق المالية.

ثالثاً: الوظيفة التوزيعية والاستراتيجية للبورصة.

رابعاً: الوظائف الأخرى لبورصة الأوراق المالية.

أولاً: الوظائف الاقتصادية لبورصة الأوراق المالية.

تضلع بورصة الأوراق المالية بوظيفتين أساسيتين هما نقل المخاطر وتحويل الانتظار حيث تقوم البورصة من خلال عملية نقل المخاطر، تحول المخاطر المرتبطة بالأصول المادية الى مخاطر مرتبط بأصول مالية وكذلك تحول المخاطر من مخاطر كلية الى مخاطر محدودة. وفيما يلي توضيح كيف تقوم البورصة بذلك:¹

1- تحويل الخطر:

يعتبر الاستثمار المادي من مجالات الأعمال التي تواجه المخاطر، وذلك نتيجة لعدم التأكد المرتبط بحجم الطلب على السلع والخدمات التي يقدمها هذا الاستثمار بالإضافة إلى العوامل الأخرى التي تؤثر على الأرباح المستقبلية لهذا الاستثمار، ويرجع تزايد حجم الإصدارات التي تتم على مستوى بورصة الأوراق المالية إلى عدة عوامل منها:

- محدودية المخاطر المرتبطة بالمساهمة في الشركات بحد أقصى يعادل حجم الاستثمار المبدئي في الشركة ولا تمتد المخاطر إلى باقي ممتلكات الأسهم؛
- محدودية رأس المال للمشاريع الفردية وشركات الأشخاص في تمويل بعض الاستثمارات ذات التكاليف الاستثمارية المرتفعة مثل شركات الحديد والصلب وغيرها من الشركات كثيفة رأس المال؛
- لا يمكن للبنوك أن تحول إلا قدرًا محدودًا من التكاليف الاستثمارية للمشاريع ذات التكاليف الاستثمارية المرتفعة في ضوء التزاماتها بالحفاظ على استثمارات المودعين لديها ونسب السيولة الواجب الاحتفاظ بها وغيرها من الالتزامات التي تفرضها البنوك المركزية على البنوك في مجالات الاستثمارات المختلفة.

2- تحويل الملكية أو تحويل الانتظار:

تمكن بورصة الأوراق المالية المستثمر من بيع الأوراق المالية التي يملكها في البورصة في أي وقت وبدون انتظار تاريخ الاستحقاق في حالة السند أو انقضاء أعمال المؤسسة في حالة السهم. وهذا يشجع المستثمر على الاكتتاب في الأوراق المالية المختلفة التي تصدرها المؤسسات وبما يمكنها من الحصول على التمويل الذي تحتاجه. ومن خلال هذه الوظيفة يتغير ملاك المنشأة ودائنيها من وقت لآخر دون انقضاء الشركة.

¹ أحمد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة للطبع، مصر، 1998، ص ص 26-28.

فوجود بورصة الأوراق المالية يمنع وجوب انتظار المستثمرين حتى تاريخ استحقاق الأوراق المالية التي يملكونها حتى يستردوا أموالهم، كذلك يمنع المستثمرين من المطالبة بعلاوة سيولة، أي يساهم في تخفيض تكلفة الإصدارات المالية طويلة الأجل.

إضافة إلى الوظيفتين السابقتين، تضطلع بورصة الأوراق المالية إلى مجموعة من الوظائف الاقتصادية أهمها:¹

- تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات الاستثمارية. فمن المؤكد أن التنمية الاقتصادية تتطلب تعبئة رأس المال وتوجيهها للمشروعات المختلفة لتمويل الأنشطة والتوسع، وتتوقف تعبئة رأس المال بدورها على معدلات الادخار وفرص الاستثمار، فالمشروعات تحتاج إلى رؤوس أموال ضخمة تلبي هذه الحاجة، ويتحقق لها ذلك من خلال الأسواق المالية لقدرتها على تسهيل تحويل الموارد الاقتصادية الحقيقية من المدخرين إلى المستثمرين.
- تخصيص رأس المال على المشروعات الاستثمارية بحسب أهميتها ودرجة مخاطرها، وتوجيهها نحو أكفأ المشروعات.
- يتميز التمويل عن طريق أسواق رأس المال أنه لا يترتب عنه آثار تضخمية، عكس التمويل المصرفي القائم على خلق الائتمان.
- تعكس أسواق المال عموماً الوضع الاقتصادي للبلد، وهذا مفيد لكل الأطراف، إذ توفر بذلك مؤشرات للجهات الحكومية بغرض الرقابة على الأداء الاقتصادي، وتفيد الأفراد والشركات في اتخاذ القرارات الاقتصادية السليمة وتوجيه أموالهم واستثماراتهم نحو القطاعات الواعدة والنشطة.
- رفع الكفاءة الاقتصادية للمشروعات من خلال الأسواق المنظمة (البورصات)، حيث تلزم إدارة البورصة الشركات المدرجة بإعداد ونشر نتائجها المالية بصفة دورية (ربع سنوية) وفق معايير محاسبية ومالية متفق عليها، وهو ما يزيد من الشفافية ويعزز الحوكمة بهذه الشركات ويقلل حالات تضارب المصالح.
- يسهل وجود الأسواق المالية على المستثمرين المحليين والأجانب تقييم الشركات والقطاعات المختلفة، فضلاً عن تشكيل تصور عن أداء الاقتصاد عموماً وتوجهاته المستقبلية.

¹ عبد الكريم أحمد قندوز، الأسواق المالية، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 21، صندوق النقد العربي، 2021، ص 20، 21.

- موازنة الآجال وحسن ادارة المال، فوجود أسواق للأوراق المالية تمكن حملة الأسهم وهم مستثمرون في أدوات متوسطة وطويلة الأجل من تحويلها إلى سيولة في أي لحظة، بمعنى آخر تساعد الأسواق هنا في تضيق الفجوة بين الاستثمار قصير الأجل والاستثمارات طويلة الأجل.
- زيادة الوعي لدى أفراد المجتمع عموماً، وتوفير قنوات جديدة لادخار واستثمار أموالهم، مع الاحتفاظ بإمكانية تسهيلها في أي لحظة عند الحاجة.
- توفير طرق للتحوط وإدارة الأخطار سواء للأفراد أو قطاع الأعمال من خلال إمكانية التنوع أو استخدام أدوات التحوط كعقود الخيارات.
- توفر قنوات للحكومة لتنفيذ السياسات المالية والنقدية وتحقيق نتائجها المرجوة. (مثلاً: تقليل التضخم).
- توفر البورصة مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصاً أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار التي تناسبهم- الاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية، حيث تعمل سوق الأوراق المالية على زيادة الترابط مع العالم الخارجي عن طريق ارتباطها بالأسواق المالية العالمية وجذب الاستثمارات الأجنبية وتوطيد التكنولوجيا؛

ثانياً: الوظيفة التسعيرية والإعلامية لبورصة الأوراق المالية.

1- الوظيفة التسعيرية: تقوم البورصة بإعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار للأوراق المالية المتداولة، وظروف الاستثمار، حيث أن أسعار الصفقات تعلن بطريقة ظاهرة، ويمكن لجميع المتعاملين رؤيتها، ثم تسجل حركة الأسعار لجميع العروض والطلبات في تسعيرة البورصة، وبالتالي تساعد الأفراد والمشروعات على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

يلعب السوق المالي دوراً أساسياً في تسعير الأصول المالية وذلك من خلال تفاعلات قوى العرض والطلب داخله، أي من خلال التقاء وتفاعل المشتريين مع البائعين لهذه الأصول المالية، فالمشترون يرغبون في تعظيم معدل العائد لمستوى معين من المخاطرة وذلك بعرض أقل سعر ممكن، بينما يسعى البائعون للحصول على التمويل اللازم بأقل كلفة ممكنة، ويتم التفاعل بين المشتريين والبائعين سعياً وراء تحقيق رغباتهم، إلى أن ينتهي بتخصيص مدخرات المجتمع من الأفراد أو المؤسسات القادرين على استخدام هذه المدخرات الاستخدام الأفضل، بهذا يحصل المشتري للأصول المالية على أعلى عائد ممكن، بينما يحصل البائع لهذه الأصول على التمويل المطلوب بأقل تكلفة ممكنة، فالأوراق داخل هذا السوق بمثابة إشارات لتخصيص الموارد.

2- **الوظيفة الإعلامية:** يقدم سوق الأوراق المالية معلومات دائمة عن الشركات المقيدة على مستواه، وتعاملاتها في شراء وبيع الأوراق المالية، ومؤشرات أسعار أوراقها المالية، ومعلومات عن أوضاع السوق سواء للمستثمرين، أو المدخرين مما يجذب المدخرات، ويقلل من المخاطر. هذا، وتقدم المعلومات المالية بأقل تكلفة للأفراد والمؤسسات الاستثمارية فيما يتعلق بالأوراق المالية المتداولة في السوق، والوضع المالي لجهات إصدارها، بما يمكن المستثمر من المفاضلة بشكل معقول بين الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المختلفة مع حماية المستثمر من مخاطر المضاربات الوهمية.

ثالثا: الوظيفة التوزيعية والاستراتيجية للبورصة.

1- **الوظيفة التوزيعية:** وتتمثل في توجيه وتوزيع المدخرات نحو الاستثمارات المجزية، من خلال خلق الحقوق المالية المقررة على الأوراق المالية والتي بموجبها يحصل المستثمر على العوائد المجزية.

كما تقوم بتوزيع القيم المتداولة على المستثمرين، بعرض مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصا أوسع للاستثمار في مختلف الأدوات، وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة.

كما توفر كذلك بدائل للنقود، تفوقها في وظيفة الاحتفاظ بالثروة، هي الأسهم والسندات التي تدر على صاحبها عائدا يساوي قيمة الثروة مضروبة في نسبة العائد، بما يمكن المستثمر من استخدام الدخل المتولد من الثروة المالية في أغراض الاستهلاك أو الادخار، حيث يشكل الادخار حينئذ مصدر تراكم للثروات المالية.

كما يوفر السوق الحماية للمستثمرين في الأوراق المالية من أنواع عديدة من مخاطر تغير سعر صرف العملات وأسعار الفائدة.

إن أهمية وضرورة وجود الأسواق المالية لمختلف دول العالم على اختلاف درجة تقدمها ونموها، تكمن في أن الأوراق المالية بمختلف أشكالها (أسهم بأشكالها وسندات بأنواعها وأوراق مالية أخرى) ، ما كان لها أن تؤدي وظائفها بكفاءة في حالة غياب الأسواق التي تتداول فيها.¹

2- **الوظيفة الاستراتيجية:** حيث يؤدي انتعاش البورصة نتيجة لتداول الأسهم والسندات إلى تدفق الاستثمار على السوق الأولية والمتمثل في تأسيس الشركات الجديدة التي تطرح أسهمها للجمهور

¹ بن لكحل نوال، دور الأسواق المالية في تحقيق تنمية دول المغرب العربي: الجزائر-المغرب-تونس-الأبعاد والافاق، أطروحة دكتوراه، الجزائر، 2013-2014، ص 28-30.

في اکتتاب عام، كذلك من شأن انتعاش البورصة وانخفاض الأسعار فيها أن يؤدي إلى تشجيع زيادة الاستثمار الأجنبي الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الاستثمار المحلي.

رابعاً: الوظائف الأخرى لبورصة الأوراق المالية.

تتضمن بورصة الأوراق المالية إضافة إلى الوظائف المذكورة أعلاه، مجموعة من الوظائف الأخرى، والتي يمكن توضيحها من خلال كالتالي:

- **تأمين المنافسة ووسيلة لالتقاء العرض والطلب:** تؤمن البورصة جو المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات، ففي فترة الانتعاش الاقتصادية يلاحظ كثرة التعامل فيها ويدفع الأمل بريح أكبر إلى المتعاملين في البورصة وإلى استباق الحوادث وبالتالي إلى دفع عجلة الاقتصاد إلى الأمام، وفي حالة الركود يلاحظ كساد الأوراق المالية. وتعتبر البورصة سوقاً مثالية يلعب فيها قانون العرض والطلب دور رئيسي في تكوين وحدة السعر خلال عمليات البورصة.

- **إيجاد سوق دائمة مستمرة ومفتوحة:** إن تأكد المستثمرين من وجود سوق مستمر ومستثمرين دائمين للأوراق المالية تشجعهم على دخول البورصة وشراء الأوراق بدون تردد. ولكي تكون البورصة سوق مستمرة دائمة يجب تحقق الشرطين التاليين:

- أن يكون في أوقات عمل البورصة عدد كبير من البائعين والمشتريين يرغبون في إجراء الصفقات.
- إمكانية التعامل على المكشوف.

• كما يجب أن كون البورصة مفتوحة لجميع المستثمرين دون النظر إلى مراكزهم المالية، والاجتماعية ومنع السيطرة على السوق والأسعار من جانب فئة قليلة من الضاربين، والاستعانة بالقوانين والتشريعات واللوائح لضبط التعامل في الأوراق المالية.¹

- **أداة غير رسمية للرقابة الخارجية على كفاءة السياسات الاستثمارية، التمويلية، التشغيلية والتسويقية للشركات** الدرجة أوراقها المالية فيها، وعليه فإن الشركات تتبع ادارتها سياسات كفئة تحقق نتائج أعمال جيدة، وتحسن أسعار أسهمها في السوق، أما الشركات التي تعاني من سوء الإدارة فإن نتائج أعمالها لن تكون مرضية لذلك فلن أسعار أسهمها تنخفض في السوق.

¹ يخلف عبد الرزاق، الاستثمار في بورصة القيم المنقولة دراسة لواقع البورصات العربية وافاقها المستقبلية، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2001، ص 18.

- أداة جذب الاستثمارات الأجنبية، وتوطيد التكنولوجيا عن طريق الاستفادة من التطورات المالية على جذب المدخرات من الأفراد والمؤسسات وبالتالي امتصاص فائض السيولة النقدية واتجاه هذه المدخرات نحو الاستثمار بدلا من الاستهلاك.¹
- المضاربة: تقوم المضاربة بدور هام من خلال تحقيق وتأمين التوازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية من جهة، حيث يحاول المضارب جني ربح من وراء تقلبات الأسعار وتأمين تحقيق التوازن والاستقرار سعري الذي يغطي الفجوة الزمنية ما بين الوقت الحاضر وما بين الوقت الذي تم التعاقد عليه في المستقبل، هذا ما يحول الى عدم وقوع انهيار مفاجئ للأسعار في البورصة.
- كما تشجع المضاربة على دخول عدد كبير من المتعاملين في البورصة وقد تدفعهم الى زيادة استثماراتهم في الأوراق الجديدة أو زيادة عدد استثماراتهم القديمة، وذلك تحسبا منهم للحصول على الربح المتوقع.²

¹ بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص 48.

² يخلف عبد الرزاق، مرجع سبق ذكره، ص 20.

خلاصة:

أصبحت الأسواق المالية ضرورة ملحة أكثر بسبب توسع المعاملات الاقتصادية بين الأفراد والشركات، ووجدت أساسا للقيام بمجموعة من الوظائف والأدوار لأجل تنمية اقتصادية حقيقية. فهي تؤدي مجموعة من الوظائف الهامة، والمتنوعة بين وظيفة اقتصادية وتمويلية، ووظيفة تسعيرية، إعلامية، توزيعية واستراتيجية. حيث تقوم بدور فعال في النظام المالي، فهي تعمل كحلقة وتصل بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، كما تعمل على تعبئة وجذب الفوائض المالية من مختلف الأعوان الاقتصاديين، وتوجيه هذه المدخرات الى القطاعات الأكثر ربحية.

فالهدف الرئيسي الذي تطمح إلى تحقيقه الأسواق المالية هو تمويل مختلف الأنشطة الاقتصادية أي توفير الاحتياجات التمويلية الضرورية لمختلف الأعوان الاقتصاديين وبتكلفة ملائمة، فالأسواق المالية تعتبر محركا للنمو الاقتصادي من خلال ما توفره من مصادر التمويل للنشاط الإنتاجي وتحويل المدخرات إلى استثمارات ومن ثم العمل على زيادة الإنتاج وزيادة معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي.

من خلال ما تم تقديمه في هذا المحور، ينبغي أن يكون الطالب قد تمكن من التوصل إلى أن:

- توفر البورصة قنوات ومداخل سليمة تساهم من خلالها في تحقيق النمو الاقتصادي، البورصة أداة هامة لحشد المدخرات وتخصيصها نحو الاستثمارات المنتجة وخلق السيولة وتنويع الثروة، هذا بالإضافة إلى تمويل عملية التنمية الاقتصادية.
- تمثل البورصة أداة اقتصادية فعالة في التكيف مع المتغيرات الاقتصادية وذلك بفضل الوظائف الاقتصادية الهامة التي تقوم بها.
- تعتبر عملية المضاربة واحدة من بين الوظائف الهامة التي يرغب فيها المتعاملون في البورصة.

المحور الرابع

الأبعاد الإدارية والتنظيمية
لبورصة الأوراق المالية

المحور الرابع: الأبعاد الإدارية والتنظيمية لبورصة الأوراق المالية.

تمهيد:

تشكل بورصة الأوراق المالية بتنظيماتها المختلفة، الأولية منها والثانوية، ركنا أساسيا من اركان هيكل القطاع المالي في اقتصاد يقوم على أساس التعامل الحر، وتعتبر بمثابة العمود الفقري لسوق راس الأموال التي تشكل جانبا مهما من جوانب نشاط السوق المالية بمفهومها الواسع وتلعب دورا أساسيا في تطوير وتنظيم أساليب التمويل المتوسط والطويل الاجل للمشروعات، وتوفير هذا التمويل بالأحجام المطلوبة والمناسبة من حيث الشروط والتكاليف، وبالتالي تمكن الاقتصاد من ان ينمو بمعدلات ترفع بشكل مستمر من مستوى المعيشة. ولتمكين البورصة من أداء المهمة المخولة لها، وجب خضوعها لإطار تشريعي وتنظيمي وتنظيمات رقابية وذلك من طرف لجان وهيئات مختصة بالنظام الداخلي للبورصة تمكن من في حماية المستثمرين والتأكد لخضوعهم لقوانين وتنظيماتها

يتناول هذا المحور مختلف الهيئات التنظيمية المشرفة على سير بورصة الأوراق المالية، وذلك من

خلال تقديم:

أولا: المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية "IOSCO".

ثانيا: الجهات المنظمة لعمل البورصة.

أولاً: المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية "IOSCO"

1- التعريف بالمنظمة.

المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) هي الهيئة الدولية التي تجمع بين منظمي الأوراق المالية في العالم وهي معترف بها كجهة معيارية عالمية لقطاع الأوراق المالية. تقوم المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) بتطوير وتنفيذ وتعزيز الالتزام بالمعايير المعترف بها دولياً لتنظيم الأوراق المالية. وهي تعمل بشكل مكثف مع مجموعة العشرين ومجلس الاستقرار المالي (FSB) بشأن أجندة الإصلاح التنظيمي العالمي.¹ وتنظم عضويتها أكثر من 95% من أسواق الأوراق المالية العالمية في أكثر من 130 سلطة قضائية: يمثل منظمو الأوراق المالية في الأسواق الناشئة 75% من أعضائها العاديين.

هي أرفع جسم مهني عالمي في مجال الرقابة والإشراف على أسواق المال وقد تأسست المنظمة الدولية للهيئات المشرفة على أسواق المال (IOSCO) في العام 1983، وتتخذ من العاصمة الإسبانية مدريد مقراً لها، وتضم المنظمة 231 عضواً (في جانفي 2022) من الجهات والهيئات المنظمة للأسواق المالية. وتسعى جميع الهيئات المشرفة على أسواق المال للحصول على عضوية منظمة IOSCO لأن هذه العضوية تعتبر بمثابة شهادة عالمية على أن الأطر القانونية والرقابية التي تنظم قطاع الأوراق المالية في الدولة العضو تتوافق والمعايير والمتطلبات الدولية. ويعتبر الانضمام إلى الدول الموقعة على مذكرة التعاون متعددة الأطراف الخاصة بمنظمة IOSCO أمر بالغ الأهمية ومن أهم الإنجازات التي تحققها أي هيئة رقابية تنظم وتراقب قطاع الأوراق المالية، كون هذه المذكرة تلزم أعضاؤها بالتعاون التام في مجال الرقابة على أسواق المال والحفاظ على حقوق المستثمرين حيث تضمن المذكرة تعاون الدول الأعضاء في تبادل المعلومات والتعاون المشترك بما يضمن منع الغش والتلاعب بالأسعار أو التداول بناءً على معلومات داخلية أو أي إجراء من شأنه أن يوتر على سلامة التعامل في أسواق المال في الدول الأعضاء.²

¹ الموقع الرسمي للمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco تم الاطلاع بتاريخ 2022/01/12.

² الموقع الرسمي لهيئة سوق رأس المال الفلسطينية <https://www.pcma.ps/authority/Collaboration/Pages/IOSCO.aspx> تم الاطلاع بتاريخ 2022/01/12.

2- أهداف المنظمة:

تهدف المنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) الى 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، وقد كان لها دور فعال في الجهود المبذولة لمعالجة الأزمات المالية التي تأثرت بها الأسواق المالية العالمية مؤخراً، كما تتمتع المنظمة بحضور فاعل في مجالات تنظيم وتطوير المعايير والأسس المنظمة للأسواق المالية، وتسعى المنظمة لتحقيق اهدافها الرئيسية، وهي:¹

- التعاون في تطوير وتنفيذ وتعزيز الالتزام بالمعايير المتسقة والمعترف بها دولياً للتنظيم والرقابة والإنفاذ من أجل حماية المستثمرين والحفاظ على أسواق عادلة وفعالة وشفافة، والسعي إلى معالجة المخاطر النظامية.
- تعزيز حماية المستثمرين وتعزيز ثقة المستثمرين في نزاهة أسواق الأوراق المالية، من خلال تعزيز تبادل المعلومات والتعاون في الإنفاذ ضد سوء السلوك والإشراف على الأسواق ووسطاء السوق.
- تبادل المعلومات على المستويين العالمي والإقليمي حول خبرات كل منهم من أجل المساعدة في تطوير الأسواق، وتعزيز البنية التحتية للسوق وتنفيذ اللوائح المناسبة.
- تقديم المساعدة الفنية عالية الجودة والتعليم والتدريب والأبحاث لأعضائها والجهات التنظيمية الأخرى، بناء أسواق رأس مالية عالمية سليمة وإطار تنظيمي عالمي قوي.
- توحيد الجهود للوصول إلى مستويات فعالة للرقابة على المعاملات الدولية للأوراق المالية.

3- مبادئ المنظمة:

ويتطلب الحصول على العضوية الكاملة وتحديد الانضمام إلى مجموعة الدول الموقعة على مذكرة التعاون متعددة الأطراف MMOU جهوداً شاقة ورحلة طويلة في سبيل تلبية المتطلبات والشروط القانونية والفنية لمذكرة التعاون متعددة الأطراف بما يشمل إجراء تعديلات وتطوير للأطر القانونية والفنية. يوجد 38 مبدأ من مبادئ تنظيم السوق، وفيما يلي نعرض تلك المبادئ:²

¹ الموقع الرسمي للمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية.

² Objectives and Principles of Securities Regulation, INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO), 2017, p: 4-13.

أ- المبادئ المتعلقة بالجهة المنظمة.

1. يجب أن تكون مسؤوليات الجهة التنظيمية واضحة ومحددة بموضوعية.
2. يجب أن تكون الجهة المنظمة مستقلة من الناحية التشغيلية وخاضعة للمساءلة في ممارسة وظائفها وصلاحياتها.
3. يجب أن تتمتع الهيئة التنظيمية بالسلطة الكافية والموارد المناسبة والقدرة على أداء وظائفها وممارسة صلاحياتها.
4. يجب أن تتبنى الهيئة التنظيمية عمليات تتسم بالتنظيم بالوضوح والتناسق فيما بينها.
5. يجب أن يلتزم موظفو الجهة التنظيمية بأعلى المعايير المهنية، بما في ذلك معايير السرية المناسبة.
6. يجب أن تقوم الجهة التنظيمية أو تساهم في عملية تحديد المخاطر النظامية ومراقبتها والتخفيف من حدتها وإدارتها، بما يتناسب مع ولايتها.
7. يجب أن تقوم الجهة التنظيمية أو تساهم في عملية مراجعة اللوائح التنظيمية بانتظام.
8. يجب أن تسعى الهيئة التنظيمية إلى ضمان تجنب تضارب المصالح وعدم توافق الحوافز أو إزالتها أو الكشف عنها أو إدارتها بأي طريقة أخرى.

ب- مبادئ التنظيم الذاتي.

عندما تستخدم الجهة المنظمة للسوق المنظمات ذاتية التنظيم (SROs) التي تمارس مسؤوليات الرقابة المباشرة في مجالات اختصاصها، يجب أن تخضع هذه المنظمات لإشراف الجهة التنظيمية ويجب أن تراعي معايير الإنصاف والسرية عند ممارسة الصلاحيات وتفويض المسؤوليات.

ت- المبادئ الخاصة بتطبيق القواعد التنظيمية للأسواق المالية:

1. يجب أن يكون للجهة التنظيمية سلطات شاملة في مجال التفتيش والتحقق والمراقبة.
2. يجب أن تتمتع الجهة المنظمة للسوق بسلطات الإلزام الشامل بتطبيق القواعد التنظيمية للسوق.
3. يجب أن يضمن النظام التنظيمي الاستخدام الفعال والموثوق لسلطات التفتيش والتحقق والمراقبة وسلطات الإلزام بالتشريعات والتحقق من فاعلية برامج الالتزام والرقابة الداخلية.

ث- المبادئ الخاصة بالتعاون في تنظيم لوائح الأسواق المالية:

1. يجب أن يكون للجهة التنظيمية سلطة مشاركة المعلومات العامة وغير العامة مع الجهات الأخرى المنظمة للأسواق سواء المحلية أو الأجنبية المماثلة لها.
2. يجب على المنظمين إنشاء آليات مشاركة المعلومات التي تحدد متى وكيف سيتم تبادل المعلومات العامة وغير العامة مع الجهات المحلية والأجنبية المماثلة لها.
3. يجب أن يسمح النظام التنظيمي بتقديم المساعدة إلى الجهات المنظمة الأجنبية التي تحتاج إلى إجراء تحقيقات في أداء وظائفها وممارسة سلطاتها.

ج- المبادئ الخاصة بالمصدرين للأوراق المالية:

1. يجب أن يكون هناك إفصاح كامل ودقيق وفي الوقت المناسب عن النتائج المالية والمخاطر والمعلومات الأخرى التي تعتبر جوهرية لقرارات المستثمرين.
2. يجب معاملة حاملي الأوراق المالية في الشركة معاملة عادلة ومنصفة.
3. يجب أن تكون المعايير المحاسبية التي يستخدمها المصدرون لإعداد البيانات المالية ذات جودة عالية ومقبولة دولياً.

ح- المبادئ الخاصة بالمدققين ووكالات التصنيف الائتماني ومقدمي خدمات المعلومات:

1. يجب أن يخضع المدققون لمستويات مناسبة من الرقابة.
2. يجب أن يكون المدققون مستقلين عن الجهة المصدرة التي يقومون بمراجعة حساباتها.
3. يجب أن تكون معايير التدقيق عالية الجودة ومقبولة دولياً.
4. يجب أن تخضع وكالات التصنيف الائتماني لمستويات مناسبة من الرقابة. يجب أن يضمن النظام التنظيمي أن وكالات التصنيف الائتماني التي تستخدم تصنيفاتها لأغراض تنظيمية تخضع للتسجيل والإشراف المستمر.
5. يجب أن تخضع الكيانات الأخرى التي تقدم للمستثمرين خدمات تحليلية أو تقييمية، للرقابة والتنظيم المناسبين لتأثير أنشطتها على السوق أو الدرجة التي يعتمد عليها النظام التنظيمي.

خ- المبادئ الخاصة بآليات الاستثمار الجماعي:

1. يجب أن يضع النظام التنظيمي معايير للأهلية والحوكمة والتنظيم والسلوك التشغيلي لأولئك الذين يرغبون في تسويق أو تشغيل مخطط استثمار جماعي.

2. يجب أن ينص النظام التنظيمي على القواعد التي تحكم الشكل القانوني والهيكل القانوني لخطط الاستثمار (صناديق الاستثمار) الجماعي وفصل وحماية أصول العملاء.
3. يجب أن تشترط اللوائح ضرورة الإفصاح، على النحو المنصوص عليه في المبادئ الخاصة بمُصدري الأوراق المالية، وهو أمر ضروري لتقييم مدى ملاءمة مخطط الاستثمار الجماعي (الصندوق) لمستثمر معين وتحديد قيمة العائد على الاستثمار في هذا الصندوق.
4. يجب أن تضمن اللوائح وجود أساس سليم ومعلن عنه لتقييم الأصول والتسعير واسترداد الوحدات في مخطط الاستثمار الجماعي.
5. يجب أن تضمن اللوائح أن صناديق التحوط و / أو مديري / مستشاري صناديق التحوط يخضعون للإشراف المناسب.

د- المبادئ الخاصة بالوسطاء في السوق:

1. يجب أن تنص اللوائح على الحد الأدنى من الشروط الواجب توافرها في الوسطاء للدخول إلى السوق.
2. يجب أن يكون هناك رأس مال أولي ومستمر قابل للزيادة، ومتطلبات احترازية أخرى لوسطاء السوق والتي تعكس المخاطر التي يتحملها الوسطاء.
3. يجب أن يُطلب من وسطاء الامتثال لمعايير التنظيم الداخلي والسلوك التشغيلي، بهدف حماية مصالح العملاء وأصولهم وضمان الإدارة السليمة للمخاطر، والتي من خلالها تقبل إدارة الوسيط تحمل المسؤولية عن هذه الأمور.
4. يجب أن تكون هناك إجراءات للتعامل مع فشل وسيط السوق في أداء أعماله، من أجل تقليل الضرر والخسارة للمستثمرين واحتواء المخاطر النظامية.

ذ- المبادئ الخاصة بالسوق الثانوية والأسواق الأخرى:

1. يجب أن يخضع إنشاء أنظمة التداول وبورصات الأوراق المالية للترخيص والرقابة من طرف الجهة المنظمة.
2. يجب توفر إشراف تنظيمي مستمر على البورصات وأنظمة التداول بهدف ضمان الحفاظ على نزاهة التداول، من خلال قواعد عادلة ومنصفة تحقق توازنًا مناسبًا بين متطلبات المشاركين المختلفين في السوق.
3. يجب أن تعزز اللوائح شفافية التعامل في البورصة.
4. يجب تصميم اللوائح لاكتشاف وردع التلاعب والممارسات غير العادلة الأخرى.

5. يجب أن تهدف اللوائح التنظيمية إلى ضمان الإدارة السليمة والتقليل من مخاطر التخلف عن السداد واضطراب السوق.

ر - المبادئ المتعلقة بالمقاصة والتسوية.

1. يجب أن تخضع أنظمة تسوية الأوراق المالية وإيداع الأوراق المالية المركزية، والمستودعات التجارية والأطراف المقابلة المركزية، للمتطلبات التنظيمية والإشرافية المصممة لضمان العادلة والفعالية والكفاءة والتقليل من المخاطر النظامية.

ثانياً: الجهات المنظمة لعمل البورصة.

تدار بورصة الأوراق المالية بواسطة لجان معينة تشرف على عمل البورصة وتعمل على مراقبة تطبيق وتنفيذ القوانين، وذلك من أجل حماية المتدخلين في البورصة ويتعلق الأمر باللجان التالية:¹

1- اللجنة العليا لبورصة الأوراق المالية.

وهي أحد التنظيمات الرئيسية لإدارة البورصة، تتكون من مكتب ولجان فرعية ومجموعة أعضاء يختلف عددهم وطريقة تعيينهم بحسب البورصات واختلافها،¹ عموماً تقوم اللجنة بأربعة مهام هي:

أ- الاشراف على سير العمل في البورصة والعمليات الجارية فيها.

ب- تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للبورصة، ومراقبة ومتابعة مدى التزام الأعضاء بها.

ت- الاشراف على الأسعار، كتحديد جدول اسعار الأوراق المالية والاعلان عنها.

ث- قبول السماسرة وشركات السمسرة للعمل لصالح العملاء.

2- اللجان الفرعية لبورصة الأوراق المالية:

وتشكلها اللجنة العليا لتساعدها في تأدية مهامها ووظائفها، وتختلف تشكيلة هذه اللجان بحسب الظروف والمتطلبات، وتكون مسؤولة عن الأعمال المنوطة بها امام البورصة، وقد تختلف اسما هذه اللجان من سوق الى أخرى، لكن المهام تبقى ذاتها ومن هذه اللجان ما يلي:

- لجنة التأديب: وتختص بالفصل في المنازعات التي ترتكب اثناء العمل، وتنظر الشكاوى المرفوعة امامها.
- لجنة التحكيم: وتختص بالفصل في المنازعات التي تقع بين اعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين، وغيرها من النزاعات.
- لجنة التسعيرة: وتقوم بتحديد جدول الأسعار ونشره في وسائل الاعلام المختلفة.

¹ احمد محي الدين أحمد، اسواق الأوراق المالية واثارها الإنمائية، المملكة العربية السعودية، 1995، ص 315.

- لجنة قيد الأوراق المالية: تختص بالنظر في الطلبات التي تقدمها الشركات الراغبة في ادراج او أوراقها المالية في جدول التسعيرة، ويكون ذلك وفق شروط موجودة في اللائحة مسبقا.
- لجنة المقاصة: تختص بأجراء المقاصة بين العمليات التي يجريها اعضاء البورصة فيما بينهم وباقي المتعاملين.
- لجنة المراقبة: وتختص بمراقبة أعمال السوق من صحة تنفيذ القرارات واللوائح وغير ذلك من أنشطة البورصة.
- الجمعية العمومية: تختص بالتصديق على الميزانية المتقدم بها اليها، وتبدي الآراء في المسائل التي تهم الأعضاء، وتتعلق بالبورصة وأعضائها.
- لجنة السماسرة: تختص هذه اللجنة بقبول السماسرة وهذا وفق الشروط التي وردت في قوانين ولوائح البورصة.

خلاصة:

إن لأسواق المال أهمية في تحريك النشاط الاقتصادي وتحفيزه عبر تدوير رؤوس الأموال وتنشيط الأعمال، ومما لا شك أن نجاح واستمرارية نشاط الأسواق المالية مرتبط بوجود إطار تشريعي وتنظيمي واضح ومحدد مع توفر الاستقرار السياسي والاقتصادي والأمني.

يختلف تنظيم البورصة، فيما يخص السلطات والهيئات المكونة لها، من بلد إلى آخر. كما تتغير هذه الهيئات بتغير قوانين البلد، حيث يمكن إضافة هيئات جديدة للهيئات القائمة لم تكن موجودة من قبل بمجرد إنشاء سوق معينة لتداول فيها أدوات مالية حديثة، أو كأن تضاف أو تحذف بعض الصلاحيات لبعض الهيئات القائمة. وتهدف عملية إنشاء الهيئات وتحديد الصلاحيات المخولة لها، في مجملها، إلى محاولة تحسين تسيير البورصات ومحاربة الغش في التعامل والحفاظ على الادخار وتوجيهه بما يخدم الاقتصاد الوطني ويزيد في ثروة المدخرين. إضافة الى ضمان السير الحسن للمعاملات والتأكد من صحتها وسلامة الممارسات، بهدف حماية المدخرين وتقاديا لكل التجاوزات التي يمكن أن تحدث في البورصة.

من خلال ما تم تقديمه في هذا المحور، ينبغي أن يكون الطالب قد تمكن من التوصل إلى أن:

- تخضع البورصة إلى تنظيمات رقابية من طرف لجان وهيئات مختصة بالنظام الداخلي للبورصة من أجل ضمان السير الحسن للمعاملات والتأكد من صحتها وسلامة المعاملات.
- من أجل التسجيل في البورصة تخضع الشركات الراغبة في ذلك إلى جملة من الشروط والإجراءات القانونية والمالية.
- يتم التداول في البورصة داخل صالة التعامل عن طريق الوسطاء المرخص لهم بالعمل فيها وذلك طبقا لطريقة التداول المنفق عليها والتي تحددها الهيئة المشرفة على السوق.

المحور الخامس

المؤسسات العاملة
في بورصة الأوراق
المالية

المحور الخامس: المؤسسات العاملة في بورصة الأوراق المالية.

تمهيد:

السوق المالية هي مكان التقاء عارضي الاموال وطالبيها، تتداول فيها أوراق متنوعة بوساطة متخصصين وتحت رقابة السلطات العمومية. ولهذه السوق أهمية كبيرة تنبع من الدور الذي تلعبه في توظيف السيولة المدخرة لدى الافراد والربط بين عارضي وطالبي الأموال. هناك من ينظر للمتدخلين في عمليات البورصة على أنهم يمثلون ثلاثة أطراف رئيسية وهم: المصدرين، المستثمرين والوسطاء أو السماسرة. وفي المقابل هناك من يعتبر الوسطاء من بين الأطراف المسهلة والمساعدة على حسن سير البورصة أكثر مما هم من المتدخلين الحقيقيين، وذلك على اعتبار أن دورهم الاستثماري قليل الأهمية نسبياً. وبصورة عامة يمكن تجميع الأطراف المتدخلة في البورصة في الأطراف التالية:

أولاً: المقرضون والمقترضون والوسطاء الماليون

ثانياً: المستثمرون التأسيسيون

ثالثاً: وسطاء عمليات البورصة

أولاً: المقرضون والمقترضون والوسطاء الماليون

يمكن تقسيم المتدخلون في البورصة إلى ثلاث فئات كما يلي:¹

1- المقرضون أو المستثمرون:

تتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات المالية، حيث يتمثل الأفراد في أولئك الذين تزيد دخولهم النقدية عن إحتياجاتهم الإستهلاكية، أما المؤسسات المالية فتتمثل في البنوك وبيوت السمسرة وشركات الإستثمار القادرة على إستثمار بعض أموالها في مشاريع إستثمارية تعود عليهم بالنفع الوفير أي التي تعود عليهم بعوائد عالية وبمخاطر ضئيلة، كما يمكن للمؤسسات المالية القيام بدور المقرض أو المستثمر في البورصة إذا ما استطاعت هذه المؤسسات من الحصول على عوائد مقبولة إضافة إلى توفر عامل الأمان وعامل السيولة، وهذا ما يسعى إليه كل مستثمر رشيد من أجل إنماء أمواله والمحافظة عليها.

2- المقترضون أو المصدرون:

تتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات التي تكون بحاجة إلى الأموال، حيث أن إيراداتهم النقدية تقل عن إحتياجاتهم الإستهلاكية، وفي هذه الحالة تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال المطلوبة بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في البورصة وأسواق رأس المال، ولكن يشترط في مصدر الورقة المالية أن يكون مؤسسة أو بيت سمسرة أو شركة إستثمارية، أما بالنسبة للأفراد فيمكن الإقتراض من المؤسسات المالية في صورة القرض المباشر حيث يتطلب في هذه الحالة أن يكون هناك عقدا مبرم بين المقرض (المؤسسات المالية) والمقترض والذي يمثل الأفراد، وعادة ما يدون في هذا العقد القيمة الإسمية للقرض والمدة الزمنية للقرض وسعر الفائدة وتواريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ إستحقاق سداد القرض.

3- الوسطاء أو الوكلاء:

وتمثل هذه الفئة الوسطاء الذين يقومون بدور الوسيط بين جمهور المستثمرين أو المقرضين وفئة المقترضين أو المصدرين للأوراق المالية، وعادة ما يقوم الوسطاء بمجموعة من الأعمال والتي يمكن إيجازها فيما يلي:

- أعمال السمسرة: والتي تتضمن قيام السمسار بمجموعة من الأعمال بناء على الأوامر التي يصدرها إليه العميل؛

¹ حسني علي خريوش، مرجع سبق ذكره، ص ص 25-31.

- صناعة السوق: حيث يقوم الوسطاء أو الوكلاء بدور صانع السوق وذلك بممارسة مهمة بيع شراء الأوراق المالية بموجب ترخيص تمنحه إياه إدارة السوق، ويقوم الوسيط في هذه الحالة بممارسة نشاطه في السوق الثانوية أو السوق الموازية إما لصالح عملائه أو لصالح نفسه، ويتطلب على الوسيط توفير السيولة للسوق والمحافظة على حركة استقرار الأسعار وحجم التعامل؛
- قيام الوسيط بتغطية الإصدارات الأولية: أي أن يتعهد الوسيط بتغطية إصدار أولي معين، ويتطلب في هذه الحالة أن يكون الوسيط مؤسسة مالية كبنك استثمار، لأنه إذا لم يستطع الوسيط تسويق الإصدارات الأولية يقوم هو بنفسه بشرائها لحسابه الخاص وبالتالي لا يمكن تحقيق ذلك إلا إذا كان الوسيط مؤسسة مالية؛
- العمل على إطالة فترة استحقاق الدين: لأنه في العادة يكون الوسيط هو مؤسسة مالية، وبالتالي يستطيع إطالة فترة استحقاق الدين بعمل آلية محددة لعمليات الدفع سواء كان ذلك بإطالة فترة استحقاق الدين أو الفوائد المترتبة عليه؛
- تقليل المخاطر والنفقات: حيث تتوفر مؤسسات أو شركات الاستثمار بصفتها وسيطا ماليا على هيئات استثمارية متخصصة في كافة المجالات، فهي غالبا ما تعمل على تخفيض المخاطر والتكاليف التي يتحملها المستثمر.

ثانيا: المستثمرون التأسيسيون

هم عبارة عن هيئات (مجموعات) تتميز بالدرجة الأولى بالقدرة على التمويل، يتمثل نشاطها في توظيف الأموال لصالحها أو لصالح الزبائن، وتتشكل هذه الفئة من:¹

1- البنوك:

التي توظف إدارات زبائنها مثل هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.

2- شركات التأمين:

التي توظف إحتياطياتها أي إشتراكات المؤمنين، وهي تعد من كبار المستثمرين التأسيسيين.

3- كل الهيئات والأجهزة:

التي تجمع إشتراكات أعضائها وتوظفها في أسواق المال، مثل النقابات التي تشترك فيها العديد من المؤسسات والتي تحصل على أموال طائلة توظف في الأسواق المالية.

¹ Catherine Karyotis, Mondialisation des marchés et circulation des titres, Revue Banque édition, Paris, 2005, p46.

4- صناديق معاشات الدول المتقدمة:

والتي أصبحت تقوم بدور كبير في الأسواق المالية، وإشتهرت خاصة منها صناديق المعاشات الأمريكية التي تستثمر في أمريكا، فرنسا والتي أصبحت تشترك في العقار الفرنسي بنسبة كبيرة جدا.

5- صناديق المضاربة:

والتي تستهدف الأموال العائمة، وهي عبارة عن صناديق تجمع أموال المدخرين، وتسمى هذه الصناديق بالصناديق ذوي الدخل الساخن، وهي لا تستثمر في الإنتاج وإنما في تحقيق الربح من ساحة مالية (الأسواق المالية) إلى أخرى.

6- صناديق الإستثمار:

والتي تقوم بإستثمار الأموال المجمعة في الصندوق وذلك بشراء جزء من رأس مال المؤسسة التي يستثمرون فيها الأموال، وتقوم هذه الصناديق بدور كبير في تطوير المؤسسات الناشئة التي لا يمكنها الإقتراض من البنوك ولا الدخول إلى الأسواق المالية (وبالتحديد إلى البورصة)، وتعد صناديق الإستثمار أحد الأدوات التي يتم التعامل بها من طرف شركات الإستثمار، ويمكن التمييز بين صناديق الإستثمار التالية: صناديق النمو، صناديق الإستثمار ذات رأس مال المخاطر، صناديق الإستثمار ذات الإيراد، صناديق الإستثمار ذات الإيراد والنمو.

7- شركات الإستثمار:

هي مؤسسات مالية غير مسموح لها بقبول الودائع، ومن ثم فإن مصادر التمويل بالنسبة لها تتمثل في مواردها الذاتية وفيما تقترضه من المؤسسات المالية الأخرى، كما يمكن لها أن تحصل على الأموال من خلال ما تصدره من أسهم وسندات.

تتميز شركات الإستثمار بمساهمتها في التقليل من نسبة المخاطرة، حيث يمكن الحصول على مجموعة متنوعة من الإستثمارات موزعة على عدد كبير من الشركات، هذا ما يؤدي إلى تقليل المخاطرة المتعلقة بسوء أداء إحدى هذه الشركات أو إفلاسها، كما توجد ميزة أخرى وهي إدارة هذه الإستثمارات من قبل خبراء في البورصة.

8- شركات التوظيف برأس مال متغير:

تتميز هذه الشركات بميزة توزيع المخاطرة على عدد كبير من الشركات لتقليل الخطورة الناتجة عن إفلاس إحداها، هذا إلى جانب قيام محترف متفرغ بإدارة محفظة الأوراق المالية، وكما هو الوضع مع

شركات الإستثمار توجد شركات توظيف متخصصة في الإستثمار في مجموعة متنوعة من القطاعات أو أنواع الشركات، وبالتالي يمكن للمستثمر إنتقاء شركات ذات دخل مرتفع أو ذات معدل نمو رأس مالي مرتفع أو متخصصة في الإستثمار في دول المحيط الهادي أو في مجال تكنولوجيا المعلومات أو أي مجال آخر كما هو الحال مع شركات الإستثمار.¹

9- شركات الإستثمار برأس مال متغير :

تعد هذه الشركات وسطا بين شركات الإستثمار برأس مال محدد وشركات التوظيف برأس مال متغير، فبالنسبة لشركات الإستثمار برأس مال محدد هي شركات محدودة تصدر أسهما، أما بالنسبة لشركات التوظيف برأس مال متغير يعتمد عدد الأسهم التي يتم إصدارها على مقدار الأموال التي يريد المستثمرون وضعها في الشركة، وعندما يستعيد المستثمرون أموالهم ويبيعوا الأسهم، فسيتم إلغاء هذه الأسهم. ويكون لهذه الشركات عادة عدد من صناديق الإستثمار المصنفة حسب مجالها، وهذا ما يمكن المستثمرين من إنتقاء مجال الإستثمار الذي يفضلون إستثمار أموالهم فيه والانتقال من مجال إستثمار إلى آخر بأدنى قدر من النفقات والتكاليف الإدارية.

10- أندية الإستثمار:

كبدل لوسائل الإستثمار المجمع التي يديرها مدير إستثمار متخصص، توجد أندية الإستثمار، وهي عبارة عن مجموعة من المستثمرين العاملين في القطاع الخاص والذين قاموا بتجميع أموالهم وقرروا بصورة مشتركة كيفية إستثمارها، وتتميز وسيلة الإستثمار هذه بتوزيع أموال الإستثمار على عدد كبير من الإستثمارات بدلا من اللجوء إلى إدارة فرد واحد أو شركة واحدة، هذا بالإضافة إلى عدم الإضرار لدفع النفقات الخاصة بشركات الإستثمار أو شركات التوظيف أو أية شركة إدارة أموال أخرى، وعلى الرغم من إمكانية خسارة خبرة المتخصصين الذين يقومون بإدارة الأموال في تلك الشركات، إلا أن هناك حرية إنتقاء الأسهم بالإضافة إلى وجود علاقات إجتماعية إضافية، فضلا عن ذلك، يتراوح العدد المثالي لتكوين أي نادي إستثمار ما بين 3 أعضاء و20 عضوا، ومع وجود أكثر من 20 عضوا في نادي الإستثمار، سيتحول إلى شركة وتكون هناك إلزامية دفع ضريبة الشركات.

¹ مايكل بيكت، كيف تعمل البورصة؟ دليل المستثمر الصغير، دار الفاروق، الطبعة الأولى، مصر، 2006، ص30.

ثالثاً: وسطاء عمليات البورصة.

1-تعريف وسطاء عمليات البورصة أهميتهم ووظائفهم:

أ-تعريف وسطاء عمليات البورصة:

يمكن تعريف وسيط عمليات البورصة بأنه كل شخص طبيعي أو معنوي له دراية وخبرة في شؤون البورصة، وعليه أن يباشر نشاطه من بيع وشراء الأوراق المالية لحساب العملاء في المواعيد الرسمية لعمل البورصة مقابل عمولة محددة¹.

يندرج تحت مفهوم وسيط عمليات البورصة الفئات التالية:

• السماسرة:

هي طائفة من الأخصائيين في الشؤون المالية، ذوي خبرة وكفاءة في التعامل في الأوراق المالية وطرق تداولها، تباشر نشاطها من بيع وشراء -الأوراق المالية- لحساب العملاء في المواعيد الرسمية مقابل عمولة يحددها كل من البائع والمشتري، وتعتبر السماسرة مسؤولة لحصة كل عملية ولا يجوز لها بأن تكون محايدة تماماً في عقد الصفقات².

• صناع السوق:

هي فئة مختصة تعمل داخل الأسواق المنظمة، يقع على عاتقها تلبية طلبات العملاء الراغبين في شراء أو بيع الورقة المالية التي سيتعاملون بها³، ولقد سميت هذه الفئة بصناع السوق لأنها تقوم ببيع وشراء الأوراق المالية لحسابها إنتظاراً لقابلية أوامر العملاء، مما يعني أن معظم شركاتها تقوم بعمليات السمسرة وتجارة الأوراق المالية وهي تتحمل المخاطر الناتجة عن ذلك، بينما يعمل السماسر لحساب الغير فقط مقابل عمولة ولا يتحمل أية مخاطر⁴.

• المتخصصون:

هم أعضاء في السوق المالية يتخصص كل منهم في التعامل في ورقة مالية أو مجموعة من الأوراق المالية، حيث لا يمكن أن يتعامل في ورقة مالية أكثر من متخصص واحد، يقوم المتخصصون بالحفاظ على شكل السوق في صورة عادلة ومنظمة وذلك فيما يتعلق بالأسهم التي يتعاملون بها بصورة خاصة.

¹ مصطفى رشدي شحبة، زينب حسن عوض الله، الإقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، القاهرة، 1993، ص46.

² عبد الغفار حنفي، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، 1997، ص457.

³ نوزاد الهيبي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، طرابلس، 1998، ص76.

⁴ عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الإستثمار، الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003، ص39.

ب- أهمية وسطاء عمليات البورصة:

وتظهر هذه الأهمية بشكل واضح من خلال:¹

- **الخبرة والتخصص:**

حيث لا يمكن ممارسة مهنة الوساطة في عمليات البورصة إلا من طرف أشخاص مختصين في هذا الميدان، يمتازون بالخبرة والكفاءة اللازمة لتنفيذ العمليات وإبرام العقود التي تحتاج إلى مهارات وتقنيات خاصة لا يمكن أن تتوفر إلا في المختصين في هذا الميدان.

- **التقليل من تكاليف المعلومات المفيدة لإتخاذ القرار الإستثماري:**

عادة ما يحتاج المتعاملون بالأوراق المالية بيعا وشراء إلى معلومات كثيرة متعلقة مثلا بالشركات المقيدة في البورصة، حالتها المالية، سمعتها، تقلبات الأسعار وغيرها من المعلومات الأخرى التي تفيد في إتخاذ القرار الإستثماري الرشيد، والوسطاء الماليين في البورصة يتميزون بالدراية الكاملة لمختلف هذه المعلومات والقدرة على إتخاذ القرار المناسب والذي من شأنه أن يقلل من حدة تكلفة هذه العملية.

- **إقتصاد الوقت:**

يسمح اللجوء إلى وسطاء عمليات البورصة بإقتصاد الوقت، سواء الوقت اللازم لتنفيذ الأوامر أو الوقت الخاص بالمستثمرين الذين لا يضيعون وقتا في البحث عن مشتريين أو بائعين للقيم المنقولة أو في البحث عن الأوراق المناسبة لإحتياجاتهم، بل يكتفي هؤلاء بإعطاء أمر للوسطاء البورصيين الذين يتكفلون بالقيام بهذه المهام ثم إعلام العميل بنتائج العملية في الوقت المحدد.

ج- وظائف الوسطاء في عمليات البورصة:

يمكن حصر أهم الوظائف التي يقوم بها الوسطاء الماليين في البورصة فيما يلي:²

- **تنفيذ أوامر العملاء:**

يلتزم الوسطاء بتنفيذ أوامر عملائهم سواء في حالة البيع أو الشراء مقابل عمولة يحصلون عليها، إذ أن هذا هو الغرض الأساسي من عملية الوساطة، ويجب أنه يقوم الوسيط بتنفيذ الأوامر طبقا للتعليمات الصادرة من العملاء وإذا لم تكن هناك تعليمات فإنه يلتزم بالتنفيذ طبقا لما تقتضيه قواعد التعامل.

- **تقديم النصح والمشورة:**

¹ المرجع أعلاه، ص48.

² Paul Jacques Lehmann, Bourse et marchés financiers, Edition Dunod, 2^{ème} édition, Paris, 2005, p78.

يقدم الوسطاء النصح للعملاء بشأن قرارات الإستثمار وما قد ينطوي عليه من عمليات البيع والشراء للقيم المالية، وتسمى هذه الوظيفة بالوساطة الإستشارية.

• تسيير وإدارة المحافظ المالية:

يمكن أن تنص الإتفاقية بين العميل والوسيط بأن يقوم هذا الأخير بإدارة محفظة العميل فيقوم بتوفير المعلومات عن القيم المنقولة والشركات المصدرة لها وتحليلها، وكذلك معلومات حول طريقة تسيير المحفظة والأرباح المحققة وغيرها من المعلومات المفيدة في تسيير المحافظ على أحسن وجه، وقد يصل الأمر إلى قيام الوسيط بإدارة محفظة العميل بإتخاذ قرارات إستثمارية نيابة عنه ويحدث هذا بالنسبة للمستثمرين من ذوي الخبرة في الشؤون المالية.

• توظيف الأموال:

يقوم الوسطاء بهذه الوظيفة عن طريق البحث عن مقتنين أو مكتتبين جدد للأوراق المالية المصدرة لصالح مصدرها الذي يقوم باللجوء العلني للإدخار وذلك مقابل عمولة يتلقاها الوسيط بموجب عقد يحرر لهذا الغرض من قبل الطرفين.

• خفض التكاليف:

يعمل وسطاء عمليات البورصة على تقليل تكاليف التعامل في البورصة إستنادا إلى المعلومات والخبرة والكفاءة والقدرات المتخصصة التي تتاح لديه وبما تحقق إستفادة المتعاملين منها¹.

2- الشروط الواجب توفرها في وسطاء عمليات البورصة:

من أجل ممارسة مهنة الوساطة في عمليات البورصة، تم وضع شروط صارمة وهذا من أجل حماية حقوق وأصول الأطراف المتعاملة في البورصة وأيضا من أجل ضمان القيام بالمعاملات المالية بكل كفاءة وفعالية، وقد تختلف تلك الشروط من بلد إلى آخر بالإضافة إلى وجود شروط تتعلق بالأشخاص الطبيعية وأخرى تتعلق بالأشخاص المعنوية، ويمكن تلخيص أهم تلك الشروط فيما يلي:

أ- الشروط المتعلقة بالأشخاص المعنوية:

قبل التطرق إلى أهم الشروط التي يجب أن تتوفر في الوسطاء في حالة ما إذا كانوا يتمثلون في المؤسسات المالية -الأشخاص المعنوية- نذكر طبيعة تلك المؤسسات المرخص لها بممارسة الوساطة في البورصة والمتمثلة فيما يلي:¹

¹ فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2006، ص 101.

• البنوك:

تعتبر البنوك أحد أهم المؤسسات المالية المؤهلة للقيام بدور الوساطة في العمليات البورصية، إذ قامت معظم البنوك بفتح فروع مختصة بالوساطة البورصية فأحتلت بيوت السمسرة المنتمية إليها مكانة هامة في هذا الميدان، وبهذا أصبحت البنوك تقدم خدمات أخرى عن خدماتها التقليدية كإحتفاظ بالأوراق المالية، وتقديم النصائح والإرشادات المتعلقة بالتوظيف بالأوراق المالية وغيرها.

• شركات التأمين:

تحتل شركات التأمين بفضل الخدمات التي تقدمها مكانة هامة في الوسط المالي، ولقد إمتد نشاطها إلى القيام بدور الوساطة في العمليات البورصية حيث فتحت هذه الأخيرة فرعا في المجال تقوم شركات التأمين في إطار هذا النشاط بشراء وبيع القيم المنقولة لصالح زبائنها وإستثمار أموالها عن طريق شراء مختلف الأوراق المالية.

• صناديق التقاعد:

تقوم هذه الصناديق بتوفير حد معين من الدخل للموظفين وذلك بعد بلوغ سن المعاش، حيث يتم دفع الإشتراكات الشهرية من طرف الموظفين والمستخدمين طبقا لمستوى الأجر المحصل، إن تراكم الإشتراكات المدفوعة يشكل سيولة كافية لدى هذه الصناديق مما جعلها تبحث عن توظيفها في مصادر أكثر مردودية ألا وهي البورصة، ونظرا لكثرة توجه صناديق التقاعد إلى توظيف سيولتها في الأوراق المالية حازت هذه الأخيرة على مكانة معتبرة على مستوى السوق المالي، وبذلك أصبحت تقوم بدور الوسيط المالي في البورصة سواء لحسابها أو لحساب زبائنها عن طريق فتح فروع لها خاصة بالوساطة في العمليات البورصية.

• شركات الإستثمار:

عن طريق قيام هذه الشركات بتجميع الأموال من مختلف المستثمرين وإستخدامها في شراء الأوراق المالية، تمكنت هذه الشركات ورغم حداثتها من توفير خدمات متعددة للمستثمر في مجال الوساطة في العمليات البورصية.

• بيوت السمسرة:

¹ عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الإستثمار)، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 1997، ص310.

هي بيوت تتمتع باستقلالية تامة، أنشئت خصيصا لممارسة دور الوساطة في العمليات البورصية، تتكون هذه البيوت من مجموعة من السماسرة الذين يقومون بخدمات السمسرة مثل: متابعة المؤسسات للدخول إلى البورصة والدراسات والفحوصات المالية مع تقديم النصائح والإرشادات اللازمة في مجالات متعددة.

ب- الشروط المتعلقة بالشخص الطبيعي:

- تتمثل أهم الشروط الواجب توفرها في الشخص الطبيعي فيما يلي:
- الأهلية العلمية وذلك بكونه متحصلا على مؤهل جامعي أو ما شابه ذلك.
- أغلب التشريعات تشترط الجنسية والأهلية القانونية.
- إثبات حسن السيرة والنزاهة التجارية وأن لا يكون قد حكم عليه في قضايا تمس الشرف.
- أن لا يمارس أي أعمال تجارية غير أعمال البورصة، فلا يكون عضوا في مجلس إدارة إحدى الشركات ولا مستشارا أو خبيرا بها أو بأحد المصارف.
- اجتياز دورة متخصصة معدة للتأهيل للوظيفة.
- وفي الإختبارات الخاصة بالوظيفة يراعى أن يكون الوسيط ملما بالمحاور الأساسية التالية: التحليل الإقتصادي الكلي والجزئي، المحاسبة المالية وإعداد القوائم المالية، التحليل المالي والأساسي والفني والكمي للأوراق المالية، القوانين المتعلقة بسوق المال، قواعد السلوك المهني، لوائح العمل الداخلية بالبورصة...إلخ.

3- قواعد وأخلاقيات وسيط عمليات البورصة:

يتوجب على وسطاء عمليات البورصة الإلتزام ببعض القواعد والأدبيات من أجل ممارسة عملهم على أحسن وجه ومن أجل جلب المتعاملين لتوظيف أموالهم في المجال المالي بكل ثقة وأمان. وعليه، على وسطاء عمليات البورصة أن يحترموا بعض القواعد التي سوف تساعدهم حتما في سلك الطريق السليم في علاقاته مع العملاء واتخاذ القرارات الملائمة خاصة إذا ما تعارضت مصالحهم الشخصية مع مصالح أحد العملاء، بالإضافة إلى أن إحترام تلك القواعد من شأنه أن يعود بالنفع على الوسيط ذاته وعلى مؤسسة الوساطة التي يعمل بها وعلى البورصة بصفة عامة.

تتمثل القواعد المنصوص عليها في مجال التعامل بالقيم المنقولة فيما يلي:¹

¹ Ogien Dov, Pratique des marchés financiers, Edition Dunod, Paris, 2005, p84.

أ- الإخلاص الصارم:

على الوسطاء في العمليات البورصية أن يظهروا إخلاصا كاملا في كل تعاملاتهم، خاصة مع العملاء الذين وضعوا ثقتهم فيهم، وقدموا لهم ما لديهم، وساروا وفق توجيهاتهم الخاصة بالتوظيف في مختلف القيم، ويتضح إخلاص الوسطاء في تقديم مصالح العملاء وجعلها في قمة إنشغالهم وعلى وجه الخصوص عند إنجازه للعمليات لصالح هؤلاء، ويظهر إخلاص الوسيط في:

• المعرفة الجيدة للعميل:

وهي قاعدة أساسية يتم الإرتكاز عليها عند قبول تنفيذ الأوامر أو تقديم النصائح والإرشادات لأي عميل، فمن أجل القيام بهاتين الوظيفتين على أكمل وجه، على الوسطاء أن يبذلوا كل مجهوداتهم وبطريقة عملية للإطلاع على الحالة المالية والشخصية وكذا الغاية من التوظيف بالنسبة لكل عميل من عملائه. إن الإطلاع فقط على العوامل سالفة الذكر لا يكفي، بل لابد من دراستها وفهمها ومحاولة توجيهه أو تنبيهه هذا الأخير إذا ما اختلف محتوى الأمر عن المعلومات المقدمة عند فتح الحساب.

وبالطبع من المحتمل أن تتغير أوضاع العميل أو أهدافه الخاصة بالتوظيف، فمن مهمة الوسطاء هنا أن يتابعوا كل هذه التغيرات وأن يتمموا أو يعدلوا الملف وفقا لأي تغيير، مرفقا بذلك كل الوثائق اللازمة والمتضمنة للمعلومات الجديدة، الشيء الذي يضمن كفاءة العمليات المنجزة لصالح الزبون.

• التحليل المعمق:

لابد أن تقوم كل التوجيهات والتوصيات المقدمة للعميل على أساس دراسة وتحليل معمق لكل المعلومات المتحصل عليها من العميل من جهة، ولكل المعلومات المتعلقة بأي عملية ينوي إنجازها لصالحه من جهة أخرى.

• الأوامر غير الملتزمة:

إن الأوامر غير الملتزمة التي يقدمها العميل قد تخرج عن نطاق المعلومات والأهداف المدونة على وثيقة فتح الحساب، فيلتزم الوسطاء في هذه الحالة بتنبيه الزبون وتحذيره بتعارض بيانات الأمر مع البيانات أو المعلومات المقدمة سابقا ومدى خطورة هذه العملية على ممتلكاته .

فقد يصر العميل رغم كل ذلك على تنفيذ الأمر، وفي هذه الحالة ولحماية الوسيط ومؤسساته من العواقب الوخيمة التي قد تنجم من هذه العملية، على هذا الأخير أن يلجأ إلى تغيير أهداف التوظيف المسجلة على وثيقة فتح الحساب، وإستبدالها بالأهداف الجديدة المعبر عنها من طرف العميل، إضافة إلى تسجيل علامة "غير ملتزم" على وثيقة الأمر.

- أصول العميل ملك له:

رغم وضع الأصول المالية للعميل لدى مؤسسة الوساطة، إلا أنها تبقى دائما ملكا خاصا به، ولا يمكن التصرف فيها إلا وفقا لإرادة أو تعليمات هذا الأخير، وتتنطبق هذه القاعدة أيضا على كل عمليات القرض أو الإقتراض التي يمكن إتمامها بين الوسيط وعملائهم، فمع أن القوانين لا تمنع عقد مثل هذه العمليات، إلا أنه يجب على الوسيط تفادي إستغلال معرفته لوضعية العميل وإستعمالها لأغراض شخصية.

- دقة وكمالية المعلومات المقدمة للعميل:

يعد الإعلام المستمر للعميل بكل ما يتعلق بأصوله من بين أهم واجبات الوسيط تجاه زبائنهم، فعلى الوسيط أن يتخذوا الإجراءات اللازمة التي تضمن إستلام العميل لكل المعلومات في الأوقات المناسبة وكذا صحة ودقة وكمالية هذه المعلومات والتي تخص عادة كل ما يمس حافظة الأوراق المالية، فبالإضافة إلى مختلف الوثائق التي يتم إرسالها إلى العميل والتي تؤكد تنفيذ العمليات وتبين ما له وما عليه (إشعار التنفيذ، كشوفات الحساب الشهرية أو الثلاثية)، يعتني الوسيط بإحاطة العميل بكل المعلومات والمميزات الخاصة بكل قيمة من القيم المشكلة لمحفظته أو التي تكون جزءا منها في المستقبل القريب، وما تجدر الإشارة إليه هنا، هو حرص الوسيط على تقديم معلومات دقيقة وصحيحة متقادين بذلك إخفاء أو تغيير وجهة أي معلومة بهدف إعطاء صورة أحسن لمردودية الحافظة تختلف عما هي عليه في الحقيقة.

- ب- الطابع السري للمعلومات المتعلقة بالعمل:

يضع العميل ثقته بالوسيط عند تصريحه بكل المعلومات الشخصية بما فيها المدخول السنوي، الشهري... إلخ، فمن الواجب أن يلتزم الوسيط بإحترام السرية التامة لهذه المعلومات وكل المعلومات الأخرى الخاصة بالعمليات المنجزة أو الأوامر المصدرة ويتعلق الأمر بما يلي:

- المعلومات الخاصة بحساب العميل والعمليات المنجزة بإسمه:

لابد أن يكتسي هذا النوع من المعلومات الطابع السري إذ لا يجب أن يتم التصريح بها لأي شخص كان إلا إذا سمح العميل بذلك، كذلك يمس الطابع السري أيضا في هذه الحالة عدم الإفشاء عن شخصية العميل أو القرارات التي يتخذها في مجال التوظيف.

- المعلومات المرتبطة بنوعية وإصدار الأوامر:

يقوم العميل من خلال تعامله مع مؤسسة الوساطة، بإصدار عدة أوامر شراء أو بيع لقيم مختلفة، ونظرا لعلاقة الثقة التي يجب أن تزرع بين العميل والوسيط فعلى هذا الأخير أن يخدم العميل إلى أقصى درجة محافظا بذلك على سرية النقاشات والأوامر أو إستراتيجيات التوظيف التي يتم إتباعها، إضافة إلى ضرورة إستخدام المعلومات المتحصل عليها لصالح العميل فقط دون أي شخص آخر حتى ولو كان هذا الشخص الوسيط ذاته.

- ج- جلب ثقة الجمهور المتعاملين:

يتخذ الوسطاء في العمليات البورصية عدة طرق وأساليب لكسب أكبر عدد من العملاء وإنجاز أكبر قدر من العمليات، ولتحقيق هذه الأهداف من الضروري أن يمارس الوسطاء كل نشاطاتهم في إطار يسمح بإعطائه صورة قيمة تجعله محل ثقة وإحترام تجاه كل المتعاملين، ولا يجوز للوسطاء أن يقوموا بأية عملية لصالح العميل إلا في إطار الحقوق المخولة له من طرف هذا الأخير مثل طبيعة الحساب المفتوح وطبيعة النشاط الذي يقوم به والقوانين التي تحكمه، وفي هذا الشأن نجد:

- الحسابات "بطاقة بيضاء":

لا يمكن لأي مؤسسة وساطة أن تبادر بتسجيل أو تنفيذ عملية ما لحساب أي عميل، إلا إذا أعطى هذا الأخير أمرا بذلك أو قام بتحويل أو فتح حساب على أساس حساب "بطاقة بيضاء" وفقا لما جاء في قرارات هيئة التشريع المؤهلة.

يسمح الحساب "بطاقة بيضاء" بإعطاء الحق الكامل للوسطاء بتقرير تنفيذ أي عملية بيع أو شراء لصالح العميل إذا ما وجدوا أن هذه العملية مربحة، بما في ذلك تحديد السعر، الكمية، المكان والزمان، كما لا يمكن للوسطاء أن يقبلوا فتح مثل هذا الحساب إلا إذا تمتعت المؤسسة بهذا الحق، وكان الممثل شريكا أو مديرا.

- لا يمكن إتمام إنجاز العمليات إلا من طرف الأشخاص المعتمدين:

إن قبول الأوامر، تنفيذها أو تقديم النصائح والإرشادات للزبائن، لا يمكن أن يتم إلا من طرف شخص معتمد لممارسة هذه الوظيفة بما فيها الشركاء أو المدراء وذلك لتجنب الأخطاء، وضمان خدمة على أقصى حد من الكفاءة مما يزيد من إحترام وثقة العملاء والمتعاملين عامة.

د- إنسجام الوسيط ومسئوليته تجاه المؤسسة:

يعمل الوسطاء لحساب المؤسسة التي توظفهم، وتوفر لهم كل شروط العمل لهذا فهم يلتزمون بالأخذ بعين الاعتبار ذلك أثناء مزاولتهم لكل مهامهم، مع إحترام كونهم أعضاء من المؤسسة وأنهم مسؤولون تجاه هذه الأخيرة مسؤولية تامة، إذ لا تسمح لهم القوانين بإجراء أية عملية في إطار نشاط المؤسسة دون إعلام الإدارة بذلك، الشيء الذي يضمن مصلحة العملاء أولاً والمؤسسة ثانياً مع الحفاظ على سمعة هذه الأخيرة وثقة الجمهور بها.

هـ- التحلي بدرجة عالية من المعرفة:

يعتبر عمل الوساطة في العمليات البورصية عملاً يتطلب درجة عالية من المعرفة في جل الميادين الإقتصادية والسياسية، وخاصة فيما يتعلق بسوق الأوراق المالية مما يسمح باكتساب كفاءة معتبرة تمكن من توجيه الحسّن للعملاء والقيام بكل الوظائف على أكمل وجه.

إن الإكتساب الأولي للكفاءة والمعرفة لا يكفي، بل يجب السعي دائماً وراء تطويرها وتجديدها لتفادي الغلط أو الإدلاء بمعلومات قديمة أو خاطئة، ولا يتم ذلك إلا عن طريق البقاء على علم بكل المستجدات والتغيرات الإقتصادية والسياسية، ميولات السوق وأسعار الفائدة على المستوى الوطني والعالمي، إستراتيجيات ووسائل التوظيف الجديدة، بما فيها المعرفة الجيدة لمميزات أدوات التوظيف المتاحة على مستوى السوق.

و- السير أو العمل وفقاً لقوانين بورصة القيم المنقولة:

يحكم السير العادي لنشاط القيم المنقولة مجموعة قوانين تسنها الهيئات المؤهلة للقيام بمثل هذا العمل، حيث تعمل هذه القوانين على توجيه النشاط ووضع القواعد الأساسية والحدود التي لا يمكن تجاوزها للحفاظ على مصلحة الجمهور المتعاملين، مؤسسات الوساطة وقطاع القيم المنقولة بشكل عام.

خلاصة:

نخلص من كل هذا إلى أن الأطراف المتدخلة في البورصة متعددة ومتفاوتة، سواء من حيث الطبيعة أو الإمكانيات. إذ تتراوح من الفرد المدخر لجزء بسيط من دخله إلى بيوت السمسرة الضخمة والمستثمرين التأسيسيين بما في ذلك البنوك والشركات العملاقة وتنتهي بالحكومات المتدخلة في بورصاتها الخاصة أو في بورصات أجنبية. تتنافس هذه الأطراف كلها في البورصة، فمنها من يطلب مصادر التمويل ومنها من يوفرها.

فالبورصة هي بمثابة أداة تفاعل ومكان التقاء لقوى الاستثمار المختلفة. والربط بين عارضي وطالبي رؤوس الاموال وذلك بتوسط السماسرة.

يتمتع الوسيط بخبرة وكفاءة في المجال الاقتصادي والمالي، فهو الوحيد المخول له مفاوضة القيم المنقولة محل التداول داخل البورصة. كما يقوم بإدارة المحافظ المالية لما يتمتع به من كفاءة وخبرة في مجال عقد الصفقات داخل البورصة نظرا للدور الذي يلعبه ا في البورصة باعتباره المنفذ الأساسي لعمليات تداول الأوراق المالية.

من خلال ما تم تقديمه في هذا المحور، ينبغي أن يكون الطالب قد تمكن من التوصل إلى أن:

- يمكن تقسيم المتدخلين في البورصة إلى ثلاث فئات وهي : المقرضون أو المستثمرون، المقترضون أو المصدرون والوسطاء أو الوكلاء.

- تتشكل فئة المستثمرين التأسيسيين من البنوك، شركات التأمين، كل الهيئات والأجهزة، صناديق معاشات الدول المتقدمة، صناديق المضاربة، صناديق الاستثمار، شركات الاستثمار، شركات التوظيف برأس مال متغير، شركات الاستثمار المرتبطة بمؤشر، شركات الاستثمار برأس مال متغير، صناديق الاستثمار المتداولة المرتبطة بمؤشر وأندية الاستثمار.

- تتمثل وظائف الوسطاء في تنفيذ أوامر العملاء، تقديم النصح والمشورة، تسيير وإدارة المحافظ المالية، توظيف الأموال وخفض التكاليف.

المحور السادس

الأوراق والمنتجات المالية
المتداولة في بورصة الأوراق
المالية

المحور السادس: الأوراق والمنتجات المالية المتداولة في بورصة الأوراق المالية.

تمهيد:

تعتبر البورصة مركز تجميع وتركيز رؤوس الأموال ثم تحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل في الأسهم والسندات كما أن إمكانية تصريف هذه الأسهم والسندات جعلت البورصة تلعب دور المصدر العام لرؤوس الأموال القصيرة الأجل. وهناك علاقة وثيقة بين القروض القصيرة الأجل والبورصة تكمن في أن المتعاملين في البورصة لا يستعملون فقط رأس مالهم الخاص دائما يحصلون على قروض قصيرة الأجل من البنوك أيضا.

تمثل الأوراق المالية السلعة التي يتمحور حولها نشاط سوق الأوراق المالية، ومن ثم فإنها تمثل عصب الحياة لهذه السوق، وتعد الورقة المالية صكا يعطي كامل الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحق في امتلاك أصل معين أو الحقين معا، بعبارة أخرى تمثل الأوراق المالية إما مستند ملكية أو دين يبين بموجبه حقوق ومطالب المستثمر، ويمكن تقسيم الأوراق المالية إلى أدوات ملكية، أدوات دين وأدوات هجينة وسنحاول في هذا المبحث التطرق إلى هذه الأدوات بشيء من التفصيل من خلال ما يلي:

أولاً: الأسهم.

ثانياً: السندات.

ثالثاً: المشتقات المالية.

أولاً: الأسهم

1- الأسهم العادية:

تمثل الأسهم العادية حصة في شركة تعطي لمالكها نصيباً في ملكية الشركة، وهي تعتبر من الأصول المالية طويلة الأجل أي ليس لها تاريخ إستحقاق محدد طالما أن الشركة قائمة ومستمرة. يحصل حاملي هذه الأسهم على جملة من الحقوق أهمها: الحصول على نصيبهم من الأرباح عند توزيعها، والحصول على نصيبهم من موجودات الشركة عند تصفيتها، كذلك لحاملي الأسهم العادية الأولوية في الإكتتاب عند طرح الشركة لأسهم جديدة، من جهة أخرى يحق لحاملي الأسهم العادية الحضور في إجتماعات الهيئة العامة للمساهمين وفي التصويت في القضايا المطروحة على هذه الهيئة، إلى جانب الحق في إنتخاب مجلس الإدارة ومساءلتهم، وإمكانية الترشح لعضوية مجلس الإدارة، إذا كان يملك الحد الأدنى المطلوب من الأسهم¹.

تتمتع الأسهم بخاصيتين هما: المسؤولية المحدودة حيث لا يسأل حملة الأسهم عن ديون الشركة إلا في حدود حصتهم في رأس المال، وحق المطالبة المتبقي حيث يعتبر حملة الأسهم آخر المتعاملين في إستيفاء حقوقهم من أرباح وأصول الشركة، ففي حالة تصفية الشركة مثلاً يكون لحملة الأسهم العادية المطالبة فقط بالمبالغ المتبقية من أصول الشركة بعد إستيفاء حقوق الأطراف الأخرى كالعمال والمصالح الضريبية والدائنين وغيرهم².

تتضمن الأسهم العادية عدة أنواع من حيث الشكل، حيث نميز بين الأسهم الإسمية وهي تلك الأسهم التي تحمل إسم صاحبها تدون فيها البيانات المقيدة في السجل، وعندما تنتقل ملكية هذه الأسهم إلى شخص آخر يسجل إسم المالك الجديد في جدول خاص موجود على ظهر السهم ويسمى جدول التنازلات، حيث يصادق إثنان من أعضاء مجلس إدارة الشركة على ذلك، ثم تسجل هذه العملية في دفاتر الشركة المصدرة، والأسهم لحاملها وهي تلك الأسهم التي لا يذكر فيها إسم المساهم ويعتبر مالكا لها بالحيازة المادية، ويحصل التنازل عن هذه الأسهم أي إنتقال ملكيتها بتسلمها من يد إلى أخرى ولو كان ذلك بالسرقة.

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص154.

² عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2005، ص17.

2- الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة بأنها أداة هجينة تجمع بين صفات السند والسهم العادي، كونه يحصل على عائد ثابت سنويا يسمى مقسوم أرباح السهم الممتاز الذي يستقطع من صافي الربح بعد الضريبة، ولذلك فهو يمثل التزاما ثابتا، كما أنه يمثل حق من حقوق الملكية لأنه يمثل جزء من المشاركة برأس المال الشركات¹، ويتم إصدار الأسهم الممتازة في حالات معينة مثل وجود مستثمرين لا يرغبون في درجة مخاطرة عالية نسبيا مقارنة مع الأسهم العادية، أو رغبة الجهة المصدرة في الحصول على عائد أكبر من الأرباح التي ستوزع على حامليها، وقد اكتسبت هذه الأسهم صفة الممتازة كون لها حق الأولوية قبل حملة الأسهم العادية على دخل الشركة وأصولها، غير أنه لا يحصل حاملي الأسهم الممتازة على الأرباح المحتجزة للشركة، وإنما هناك حد أقصى لمقدار العائد الذي يحصلون عليه، ويحدد بنسبة مئوية معينة من القيمة الإسمية².

حيث يتضح من خلال إسم الأسهم الممتازة وضعها المميز، حيث يحق لحامليها الحصول على حصة من الأرباح سواء كانت الشركة تكسب أم لا، وهذا ما يجعلها تجذب المستثمرين الذين يريدون الحصول على دخل أو الذين يرون فيها ميزة تتعلق بالضرائب بسبب حصولهم على عوائد بدلا من فائدة الدين، كما أنه لا يحق لحاملي الأسهم العادية الحصول على حصة أرباحهم حتى يحصل أصحاب الأسهم الممتازة على نصيبهم أولا، كذلك فإن أصحاب هذه الأسهم يأتون في الترتيب بعد أصحاب سندات الدين المضمونة والدائنين فيما يتعلق بالمستحقات سواء عند تصفية الشركة أو دفع حصص الأرباح، وإذا كانت الشركة تمر بظروف سيئة ولا يمكنها تحمل دفع حصص أرباح الأسهم الممتازة، فسيتم تجميع مستحقات هذه الأسهم ودفعها دفعة واحدة عندما تزدهر أحوال الشركة وذلك إذا كان حاملو هذه الأسهم لهم الحق الخاص بتراكم حصص الأرباح، أما أصحاب الأسهم الممتازة الذين ليس لديهم هذا الحق، يكون لديهم الحق عادة في فرض قيود على الشركة إذا لم يحصلوا على نقودهم، وأحيانا عندما لا يتم دفع حصص الأرباح يمنح لحاملي الأسهم بعض حقوق التصويت³.

إنطلاقا مما سبق، يمكن أن نميز بين الأنواع التالية من الأسهم الممتازة:⁴

– أسهم ممتازة قابلة للإسترداد وأسهم قابلة للتحويل.

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 179.

² عبد القادر السيد متولي، مرجع سبق ذكره، ص 148.

³ محمود أمين زويل، مرجع سبق ذكره، ص 16.

⁴ بريان كويل، مرجع سبق ذكره، ص 26.

- أسهم ممتازة متراكمة الأرباح وهي تلك التي تمثل تراكم الأرباح التي لم توزعها الشركة لحملة الأسهم الممتازة وذلك في حالات إستثنائية، لكن بمجرد حصول الشركة على أرباح كافية تقوم بتسديد أرباح الأسهم الممتازة قبل أن يحق لحاملي الأسهم العادية إستلام أرباحهم.
- أسهم ممتازة غير متراكمة الأرباح بمعنى أنه لا يتراكم أي ربح غير مدفوع وهو يسقط إن لم تتمكن الشركة من دفعه من الأرباح المتوفرة لديها.
- أسهم ممتازة مشتركة الربح والتي يحصل حاملوها على ربح أساسي بالإضافة إلى منحهم بعض الحق في مشاركة حاملي الأسهم العادية في الأرباح الزائدة.

ثانياً: السندات

فالسندات تمثل جزء من القروض طويلة الأجل أو متوسطة الأجل، يحق لحامله أن يحصل على فائدة ثابتة سنويا فهو يمثل مجالات للإستثمار يتوافر فيه الأمان ولكن سعر الفائدة يكون متواضعا نسبيا مثل سندات البنك العقاري وتكون لمدة عشر سنوات¹.

يمكن أن نميز قيم مختلفة للسندات أهمها هي: القيمة الإسمية وهي القيمة التي يصدر بها السند، أي تكون مدونة على السند عند إصداره وهي تبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ الإصدار حتى تاريخ الإستحقاق أو السداد، القيمة السوقية والتي تتحدد وفق ظروف السوق كمعدل الفائدة والطلب والعرض، أما بالنسبة للقيمة الدفترية فهي لا توجد لأن عائد السند ثابت ومحدد مسبقا، كذلك الأمر بالنسبة للقيمة التصفوية فهي غير موجودة لأنه عند تصفية الشركة يعتبر حاملي السندات من بين الأوائل لأخذ أموالهم والفوائد المترتبة عليها.

تتميز السندات بعدة خصائص فهي توفر لحملتها ثبات وإستمرارية العائد والأمان في إسترداد المبلغ، كما أنها تساعد على تدعيم السعر السوقي وتدعيم موقف المقترض من ناحية القدرة على السداد لإلتزامه بإسترجاع جزء من الإصدار قبل إستحقاق السند، كذلك تمكن السندات من تقليص متوسط فترة إستحقاق السند وبالتالي الحد من تذبذب سعره، بالإضافة إلى ذلك ترتبط السندات بخاصية الإستدعاء حيث يمكن للشركة المصدرة لها إعادة شرائها من حامليها على أن يكون هذا محدد في القرار الأولي، وتقوم الشركة بإستدعاء سندات المتداولة عندما تنخفض أسعار الفائدة في السوق وفي نفس الوقت تقوم بإحلال سندات أخرى تتماشى مع معدل الفائدة الحالي لتحقيق ربح أكثر.

¹ محمود أمين زويل، مرجع سبق ذكره، ص25.

لكن وفي مقابل هذه الخصائص يمكن أن يتعرض المستثمرين إلى مجموعة من الخسائر عند تعاملهم بالسندات وذلك في حالة إقتنائهم لسندات يفوق سعرها سعر إستدعائها من قبل المقترضين حسب شروط صندوق الإستهلاك، كذلك يمكن أن يتعرض المستثمرين لفقدان جزء من سنداتهم إذا تعرضوا لعمليات الإستدعاء بالقرعة.

فضلا عن ذلك، تنقسم السندات إلى أنواع مختلفة، حيث يمكن أن نجد السندات حسب الضمان، سندات حكومية، السندات القابلة إلى التحويل إلى أسهم وسندات الدخل، وذلك كما يلي:

1- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم:

وهي سندات عادية قابلة للتحويل إلى أسهم، حيث يحق لحاملها تحويلها إلى أسهم في فترة لاحقة، ولهذا النوع من السندات مزايا عديدة: فهي تسمح للمستثمر التمتع بمزايا أمان السند والمزايا السعرية للسهم العادي فغالبا ما تكون أسعار هذه السندات أعلى من أسعار السندات العادية، كما أنها تتيح للوسطاء الماليين فرصة القيام بقدر كبير من التعامل والمتاجرة في البورصة¹.

2 - سندات الدين المضمونة وغير المضمونة:

إن السندات التي ليس لها ضمان محدد لدعم سداد الفائدة بصورة منتظمة يطلق عليها سندات الدين غير المضمونة، بالتالي تكون هناك إمكانية لزيادة معدل الفائدة عليها وذلك مقارنة بسندات الدين المضمونة من خلال الأصول، وتختلف هذه السندات عن الأسهم العادية في العديد من الأمور، فمثلا في سندات الدين المضمونة البريطانية يتم في الغالب ضمانها بإستخدام أصل ثابت من أصول الشركة، ولكن في الولايات المتحدة الأمريكية يكون هناك رهن متغير على أصول الشركة بصورة عامة، كما أن دفع فوائد على هذه السندات يتم بصورة منتظمة بغض النظر عن حالة الشركة ووضعها المالي، وبما أن نسبة الفائدة ثابتة فإن سعر الورقة المالية في السوق سيرتفع عندما تنخفض نسب الفائدة والعكس صحيح لضمان أن الربح العائد من إستثمار المال في هذه الورقة المالية يكون متوازيا مع العوائد التي يمكن الحصول عليها في أي إستثمار آخر في سوق المال².

3- السندات الحكومية المضمونة:

هذا النوع من الأوراق المالية تقوم بإصداره الحكومة، فهو آمن ومضمون، وبالرغم من أن هذه السندات هي شكل من أشكال سندات الدين غير المضمونة غير المدعمة بأي من الأصول المالية، فإن الدولة

¹ المرجع أعلاه، ص 92.

² مايكل بيكت، مرجع سبق ذكره، ص 13.

ككيان من المفترض أن تضمنها، وبالتالي فإن العجز عن سداد السندات الآجلة منها أمر غير وارد إلى حد كبير، فلا توجد نسبة مخاطرة تقريبا.

لقد ظهر هذا النوع من الأوراق المالية نتيجة الاعتقاد أنه عندما تقل الإيرادات الضريبية بسبب أن الإقتصاد غير منتعش قليلا ويريدون تجاوز هذا العجز قصير الأجل ولا يريدون خسارة الناخبين بزيادة الضرائب لتغطية نفقات الدولة، فإن الفرق يجب تعويضه عن طريق الاقتراض عن طريق إصدار نوع من سندات الدين غير المضمونة ذات نسبة فائدة محددة وتاريخ إستهلاك معين عندما تقوم خزانة الدولة بشراء هذه الأوراق المالية مرة أخرى، يطلق على البعض من هذه الأوراق بسندات الخزانة، والبعض الآخر له تسميات مختلفة ولكن لا يوجد فرق بينهما وإنما هي مجرد أسماء للتمييز، وتتحدد نسبة الفائدة الخاصة بهذه الأوراق المالية بواسطة نسب الفائدة السائدة في ذلك الوقت والجهة التي إقتضت منها الحكومة.

فضلا عن ذلك، هناك سندات عامة أخرى لها نسبة مخاطرة أعلى قليلا من السندات الحكومية المضمونة، وهي تتضمن السندات التي تصدرها السلطات المحلية والحكومات الخارجية¹.

إلى جانب أنواع السندات السابقة الذكر، تجدر الإشارة إلى أنه ظهرت إتجاهات جديدة للسندات هي:²

• السندات الرديئة:

تنشأ هذه السندات في حالة ما إذا كانت نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة مرتفعة كثيرا، وينشأ ذلك عندما يرغب أعضاء مجلس الإدارة إمتلاك حصة كبيرة في رأس المال الخاص بشركتهم، فيتم إصدار قروض تستخدم حصيلة لشراء جانبا كبيرا من أسهمها المتداولة في السوق.

• سندات الدخل:

هي نوع من السندات لا تدفع الشركة المصدرة لها فوائد عليها إلا في حالة تحقيق الشركة للأرباح، ويتضمن هذا النوع من السندات شروطا أهمها: تجميع الفوائد، إنشاء صندوق للإطفاء، القابلية للتحويل إلى أسهم عادية، حق التصويت في حالة دفع الفوائد لعدد من السنوات.

• سندات لا تحمل معدل كويون:

هي سندات تباع بخصم عن القيمة الإسمية على أن يسترد المستثمر قيمته الإسمية بحلول تاريخ الإستحقاق.

¹ المرجع أعلاه، ص 18.

² عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، ص 273-274.

• **سندات بمعدل فائدة متغير:**

هي نوع مستحدث لمواجهة التضخم، يحدد سعر الفائدة مبدئي على أن يعاد النظر فيه كل ستة أشهر وذلك ليتلاءم مع معدلات الفائدة السائدة في السوق.

ثالثاً: المشتقات المالية.

1- تعريف المشتقات المالية أهميتها وأهم خصائصها:

هي عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد، وتلزم الطرف الآخر بإحترام التزام مماثل، وقد يتعلق العقد بأصل مالي أو بعملة معينة، كما قد يربط العقد الطرفين بطريقة ملزمة أو قد يعطي لواحد منهما إمكانية تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، ويعتمد السعر السوقي للمشتقات على سعر الأصل المتعاقد عليه منذ نشأة العقد¹.

تكمن أهمية المشتقات المالية لكون إصدارها يكون بهدف تحسين إدارة رأس المال بدلاً من تجميع المزيد منه، بالإضافة إلى أنها تعتبر عنصر لجذب رؤوس الأموال الأجنبية من خلال تشجيع الحكومات المحلية لأسواق المشتقات وأيضاً لأنها تساهم بشكل كبير في إدارة الموجودات والمطلوبات كمخاطر سعر الفائدة لدى البنوك وإستخدامها لزيادة السيولة حيث أنها تنوب عن الأوراق الأصلية، هذا إلى جانب أنها تسعى إلى تحقيق أهداف تسمح لها بالوصول إلى مستوى أعلى كفاءة، وتتمثل أهم هذه الأهداف في التحوط ضد مخاطر التغير المتوقع في أسعار الأصول محل التعاقد كالتغير في معدلات العائد وأسعار الأسهم أسعار الصرف وأسعار السلع بما في ذلك الذهب، وكذا المضاربة بها للإستفادة من تقلبات أسعار السوق لهذه المشتقات، بالإضافة إلى إستخدامها بهدف الإستثمار طويل الأجل والمتمثل في الإحتفاظ بهذه المشتقات لفترة زمنية طويلة أو حتى تاريخ إستحقاق العقد².

من جانب آخر، أصبحت المؤسسات المالية تتنافس فيما بينها وتتسابق لإبتكار أحدث الأدوات المالية وطرحها في الأسواق لجذب المستثمرين للتعامل بها، وذلك بفضل الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأدوات والمنتجات المالية الأخرى، ومن أهم هذه الخصائص:³

- أن التعامل بها يكون أقل تكلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالأسهم والسندات.

¹ Gérard Marie Henry, Les marchés financiers, Armand colin, Paris, 1999, p65.

² بربان كويل، مرجع سبق ذكره، ص21.

³ هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية و أدواتها، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص110.

- يمكن للمؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين عموماً التحوط من المخاطر المحتملة وذلك باستخدام أموال أقل مما لو إشترت موجودات تظهر في الميزانية.
- تقليل التكاليف للمصدرين والمستثمرين وترفع من العوائد، وتوسع مجموعة بدائل التمويل والإستثمار وتقلل مخاطر الخسارة إذا ما أحسنت إدارة مخاطرها.
- تدعيم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية لزيائنها وتساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعاً.

2- أنواع المشتقات المالية:

يكمن الغرض الأساسي للمشتقات المالية في إيجاد طرق وسبل مناسبة تساعد المستثمرين في إستراتيجيات مواجهة المخاطرة، وأيضاً من أجل الحصول على ميزة أفضل لإكتساب فرص مربحة متنوعة أو لتحويط المحفظة الإستثمارية ضد المخاطر المختلفة، ومن أجل ذلك تتضمن المشتقات المالية أنواعاً عديدة مثل المستقبلية، الخيارات، العقود الآجلة والمبادلات وذلك ما سيتم تقديمه من خلال هذه المفاهيم:¹

أ- الخيارات:

تعبر الخيارات عن عقود تعطي الحق بشراء أو بيع أدوات مالية أو سلعة بكمية معينة وسعر محدد وخلال مدة زمنية معينة ولكن لا يلتزم المستثمر لعمل ذلك، بحيث يمكن أن تكون الأداة المالية سهم أو سند أو سعر فائدة أو سعر عملة أو عقد مستقبلي أو أي أداة مالية متداولة في الأسواق العالمية، ويمنح المشتري هذا الحق مقابل مبلغ من المال يمثل علاوة الخيار تدفع لمصدر الخيار، ويطلق على السعر الذي يتم به تنفيذ بيع أو شراء الأصل محل الخيار بسعر التنفيذ أو الممارسة.

ومن الخيارات خيار أوروبي الذي لا يمكن تنفيذه إلا في تاريخ محدد وخيار أمريكي والذي يمكن تنفيذه في أي لحظة منذ شرائه حتى تاريخ التنفيذ المحدد، كما يمكن أن نميز بين خيار الشراء والذي يعطي الحق لمالكة بشراء أي من الموجودات المالية وخيار البيع الذي يعطي الحق لمالكة في بيع الموجودات المالية لمحذر الخيارات بسعر محدد في المستقبل.

أما فيما يتعلق بعلاوة الخيار والتي يطلق عليها أحياناً بالعلاوة الزمنية أو سعر الخيار فهي تتأثر بعدة عوامل منها سعر التنفيذ، تاريخ النفاذ، سعر الفائدة الخالي من المخاطرة، أسعار الأسهم الحالية ودرجة

¹ حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبلية، الخيارات، المبادلات)، دار اليازوري، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011، ص19.

تقلبها، توزيعات الربح المتوقعة، ويعتمد تأثير كل واحدة من هذه العوامل على نوع الخيار (شراء أو بيع) وعلى طريقة تنفيذه¹.

ب- المبادلات:

وهي تعتبر إتفاق بين طرفين لمبادلة موجودات أو سلسلة من التدفقات النقدية خلال مدة محددة من الوقت سبق تحديدها، فالتبادل بالأساس هو إستبدال سلعة بسلعة أخرى في ظل وجود طرفين لكل منهما الرغبة في التنازل عن سلعته مقابل حصوله على سلعة الطرف الآخر.

وتجدر الإشارة إلى أنه تستعمل عقود المبادلة لتحقيق غرضين أساسيين هما تخفيض مخاطر تغير أسعار الفائدة وتخفيض كلفة التمويل، ويمكن التمييز بين أنواع كثيرة من هذه العقود وهي:²

- مبادلة أسعار الفائدة: وهي عقود مقايضة أسعار الفوائد من الأدوات المالية ذات الفاعلية العالية جدا، يمكن إنشاؤها بتكلفة منخفضة جدا وبكلفة أقل من تكلفة أخذ قروض بأسعار فائدة ثابتة وإستثمار القروض بسندات ذات أسعار فائدة متغيرة لدفع فوائد الشركة المتغيرة على سعر الليبور.

- مبادلة العملة: والتي تتضمن في أبسط صورها مبادلة أصل قرض ومدفوعات فائدة ثابتة على قرض بعملة ما بأصل قرض ومدفوعات ثابتة على القرض مكافئ تقريبا بعملة أخرى، ويمكن إستخدام مبادلة العملة في تحويل قرض بعملة ما إلى قرض بعملة أخرى.

- المبادلات الخيارية: هي عقد خيار لمبادلة أسعار فائدة يعطي حامله الحق وليس الإلتزام للدخول في صفقة مبادلة أسعار فائدة ثابتة أو متغيرة، خلال مدة محددة مستقبلية بشروط يتم الإتفاق عليها وقت التعاقد على الخيار، ويكمن الغرض من المبادلة الخيارية في إتاحة الفرصة للعميل المقترض للإستفادة من أسعار الفائدة المنخفضة خلال فترة معينة قادمة، وبالتالي يمكنه إحتواء تكلفة التمويل عندما يتمكن من تثبيت سعر الفائدة عند نسبة معينة.

ج- العقود الآجلة:

تعرف العقود الآجلة بأنها عقد ينظم في وقت معين ويتم تنفيذه في وقت لاحق وحسب شروط متفق عليها في العقد، ويكون على شكل موجود معين بموجود آخر وبسعر محدد عند التعاقد وبوقت تسليم متفق عليه في المستقبل، فهي لا تختلف عن المستقبلات بإستثناء معيار التداول حيث يتم تداول المستقبلات في الأسواق المالية، بينما لا يتم تداول العقود الآجلة ولا يوجد بها سوقا ثانوية، وتبعاً لذلك

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 351.

² المرجع أعلاه، ص 146-148.

فإن العقود الآجلة لا توفر الحماية لطرفي العقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد، حيث لا يمكن التخلص منها بيعا في الأسواق المالية كما هو الحال بالنسبة للمستقبليات¹.

إلى جانب ذلك، تتميز العقود الآجلة بالخصائص التالية:²

- المرونة: حيث لا تكون العقود الآجلة بصفة عامة معيارية، هذا يعني أن كلا من البائع والمشتري يتفاوضان على شرط العقد لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف.
- لا تتمتع بالسيولة مقارنة بالمشتقات الأخرى، فإذا رغب البائع أو المشتري الخروج من الإتفاق الآجل فإنه يحتاج إلى أن يجد شخصا آخر يحل محله ويقبل أن يتم بيع العقد له.
- تتضمن مشكلة محتملة وهي المتعلقة بمخاطر الإئتمان أو مخاطر العجز عن السداد.
- يتحدد الربح والخسارة من العقد الآجل مباشرة من خلال العلاقة بين سعر السوق الفعلي للأصل محل التعاقد وسعر التنفيذ الذي تم تصميمه في العقد من خلال الإتفاق بين الطرفين.
- تتحدد قيمة العقد الآجل في تاريخ إنتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عن بداية العقد.

ج- العقود المستقبلية:

وهي عقود تلزم صاحبها بشراء أصل من البائع بسعر متفق عليه في تاريخ لاحق محدد في المستقبل، وعادة ما يلتزم كل من الطرفين بإيداع نسبة معينة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتم من خلاله، تختلف عقود المستقبلية عن الخيارات في أنه يكون لمشتري الخيارات الحق في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه، بينما تكون العقود المستقبلية واجبة التنفيذ كما أنه لا يجوز إسترداد قيمة العلاوة المدفوعة في حالة الخيارات، بينما يتعين على طرفي عقود المستقبلية إيداع هامش مبدئي يمثل نسبة من قيمة العقد لدى بيت السمسرة يمكن إسترداده في حالة تنفيذ العقد.

ويشترط في العقود المستقبلية توافر مجموعة من العناصر هي البائع، المشتري، تاريخ العقد، نوع الأصل محل العقد والذي يمكن أن يكون بضاعة ورقة مالية مؤشر عملة...، تاريخ التسليم (التسوية) أي تاريخ إتمام عملية التبادل، الكمية، سعر التنفيذ أو سعر التسوية ومكان وطريقة التسليم.

أما بالنسبة لخصائص العقود المستقبلية فهي تتمثل في:³

¹ عاطف وليم أندروس، مرجع سبق ذكره، ص 24.

² بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق جبار، مرجع سبق ذكره، ص 124-125.

³ المرجع أعلاه، ص 131-132.

- يتم شراء العقود المستقبلية بسعر محدد متفق عليه مسبقاً في تاريخ التعاقد على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد، وبذلك يتم تجنب أو تخفيض مخاطر تقلب الأسعار وتغيرها، إذ لا ينظر إلى السعر في السوق الحاضر عند التنفيذ والذي يكون مرتفعاً.
- يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح عن طريق وسطاء أو بيوت مقاصة توكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد.
- أن تكون السلعة من النوع القابل للتخزين بما يتيح توفيرها في التاريخ المحدد في العقد، كما يشترط في السلعة أن تكون قابلة للتميط من حيث الكمية والجودة وأن تكون ذات قيمة مقارنة بحجمها، هذا بالإضافة إلى ضرورة وجود طلب نشاط على السلعة بما يحقق السيولة لسوقها.
- لضمان تنفيذ الإلتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري والبائع) يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشوء العقد هامشاً معيناً تتراوح قيمته عادة بين 5% و15% من القيمة الإجمالية للعقد ولا يتم إسترداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد، ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد.

خلاصة:

تعتبر سوق الأوراق المالية المكان الذي يتم فيه بيع، شراء وتبادل الأوراق المالية من أسهم، سندات، مشتقات وأوراق هجينة بواسطة وسطاء ماليين، تسمح هذه العملية بتحويل الموارد المالية من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز، وبالتالي فهي تؤدي إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها.

من خلال ما تم تقديمه في هذا المحور، ينبغي أن يكون الطالب قد تمكن من التوصل إلى أن:

- لا يتحصل حملة الأسهم على حقوقهم إلا إذا حققت الشركة أرباحا وقررت توزيعها، كما أن أصحاب الأسهم الممتازة لهم الأولوية في الحصول على حقوقهم قبل حملة الأسهم العادية.
- السندات غير المضمونة لا ترتبط بأي أصل من أصول الشركة، لأن سمعة الشركة مصدرة هذه السندات تعتبر هي الضمان.
- تمثل المشتقات المالية من بين أهم الأدوات المالية المبتكرة والتي تدخل ضمن أدوات الهندسة المالية، حيث يكمن الهدف الأساسي من وجودها في التغطية ضد المخاطر المرتبطة بتداول الأموال، وفي الوقت الحالي أصبحت المشتقات المالية تستخدم أيضا من أجل الاستثمار والمضاربة.

المحور السابع

قواعد البيع والشراء
في بورصة الأوراق
المالية

المحور السابع: قواعد البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية.

تمهيد:

تعتبر السرعة في تنفيذ أوامر الشراء والبيع في البورصة من المؤشرات التي تدل على حسن تسيير وتنظيم تلك المؤسسة. فبتطور وسائل الاتصال أصبح من الممكن لأي مستثمر أين ما وجد على سطح الكرة الأرضية معرفة في أي لحظة زمنية تطور أسعار الأوراق المالية في أي بورصة عبر العالم، كما أصبح بإمكانه أيضا عقد صفقات مع مختلف المستثمرين دون تحمل مصاريف ومتاعب التنقل، وذلك بسبب ربط البورصات والأسواق المالية بشبكة اتصال عالمية جعلت من هذا العالم المالي الواسع قرية صغيرة.

تحدد أوامر البورصة شروط بيع أو شراء الأوراق المالية، وكذا مسؤولية الوسيط حسب نوع الأمر المقدم له. ومن هنا فإن هذه الأوامر تختلف باختلاف هذه الشروط، فهي قد تختلف باختلاف سعر ووقت التنفيذ أو كليهما معاً، بالإضافة إلى الخصوصيات التي قد يشترطها المستثمر.

إنطلاقاً من ذلك سيتم تقديم هذا المحور من خلال العناصر التالية:

أولاً: دور السوق الأولية في تصريف الإصدارات.

ثانياً: إصدار وتنفيذ الأوامر البورصية.

أولاً: دور السوق الأولية في تصريف الإصدارات الجديدة

يتم خلق السوق الأولية بصفة أساسية من طرف الوسطاء الماليين ويظهر ذلك من خلال نشاطهم الرئيسي والمتمثل في مقابلة البائعين بالمشتريين، كذلك يقومون بشراء الإصدارات الجديدة للأوراق المالية من المصدر عند سعر متفق عليه على أمل إعادة بيعها إلى جمهور المستثمرين بسعر أعلى، ويتمثل العائد الذي يحققه الوسطاء في الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع للورقة المالية، ومقابل ذلك قد يتعرض الوسطاء إلى مخاطر عدم وجود مشتريين لها، إلا أنهم إذا ما قاموا بالوساطة بين البائع والمشتري مقابل عمولة فلا يتعرضون لأية مخاطرة، ويعتمد وسطاء عمليات البورصة في تصريف الإصدارات الجديدة أي بيع الأوراق المالية الجديدة على عدة طرق أهمها:¹

1- طريقة أقصى جهد:

في ظل هذه الطريقة لا يقوم الوسطاء بتغطية الإكتتاب في الأوراق المالية المصدرة، ولكنهم يبذلون قصارى جهدهم في بيع هذه الأوراق ويتم إرجاع الأوراق المالية غير المباعة إلى المصدر، وتستخدم هذه الطريقة في حالة بيع الأوراق المالية لنوع معين من الشركات وهي: الشركات الجديدة صغيرة الحجم حيث يواجه الوسطاء درجة عالية من المخاطر في حالة تغطية عملية الإكتتاب وبالتالي فهم يفضلون القيام بترويج هذه الأوراق على أساس أقصى جهدهم، بمعنى أنهم يبذلون قصارى جهدهم في عملية البيع، ومن جهة أخرى قد ترى الشركة المصدرة أن إصداراتها الجديدة من الأوراق المالية سيتم بيعها بسهولة نظراً لشرائها في السوق وللداء الجيد الذي تتمتع به، وعليه قد تقرر الشركة استخدام أقصى جهد لإنخفاض تكلفتها عنه في حالة قيام الوسيط بتغطية الإكتتاب.

2- طريقة الوكالة:

لا يشترط إصدار نشرة إكتتاب في بعض الإصدارات الجديدة، فقد يقوم المصدر بالبيع مباشرة لمجموعة من المستثمرين مع استخدام خدمات وسطاء عمليات البورصة فمثلاً قد يتم البيع مباشرة إلى مؤسسات مالية ويقتصر دور الوسطاء هنا على البحث عن مشتريين مقابل أتعاب محددة، ويقتصر هذا النظام على إصدار السندات والأسهم الممتازة.

أما في حالة إصدار الأسهم العادية ففي العادة يتم عرضها مباشرة على حملة الأسهم العادية بالشركة (إكتتاب خاص)، ويقتصر دور الوسطاء في بيع الأسهم التي لم يتم تغطيتها عن طريق المساهمين

¹ وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية (الواقع والآفاق)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003/2002، ص ص 67-70.

الحاليين للشركة، وحتى يقوم الوسطاء الماليين بوظيفتهم على أكمل وجه، يجدر بهم القيام بأربع مهام رئيسية هي:¹

- توجيه النصح والإرشاد والمشورة بشأن حجم الإصدار ومدى ملاءمة توقيته وما إذا كان هناك وسائل تمويل بديلة أكثر ملاءمة، وهو ما يعني في الواقع احتمال إعادة النظر في القرارات المبدئية التي سبق أن إتخذتها الشركة في هذا الشأن.

- القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة وما قد يتطلب ذلك من إتصالات بجهات أخرى مثل لجنة الأوراق المالية.

- التعهد بتصرف كل الكمية أو حد أدنى منها، وقد يدفع الوسطاء مقدما للجهة صاحبة الإصدار قيمة الكمية التي تعهدوا بتصرفها، وفي بعض الحالات قد يقتصر تعهد الوسطاء على بذل أقصى جهدهم لتصرف الإصدار دون أن يلتزموا بتصرف قدر محدد منه ويكون ذلك مقابل عمولة، وإذا ما تبقى جزء لم يتم تصريفه يرد إلى الجهة صاحبة الإصدار، وفي حالات أخرى قد يقتصر دور الوسيط المالي على القيام بمهمة وكيل البيع الذي يعرض الإصدار الجديد على حملة الأسهم الحاليين على أساس أنهم الأولى من غيرهم بشرائه.

- التوزيع الفعلي للإصدار: وذلك ببيعه للجمهور أو لعملاء البنك الذين يتعاملون معه من خلال نشاط السمسرة الذي يمارسه.

وتعتبر مهمة التوزيع أساس عملية الإصدار، إذ يبدأ التمهيد لها منذ التفكير في إصدار الورقة حيث يتم التفاوض بين الشركة والوسطاء على حجم الإصدار ونوعه أي ما إذا كان أسهم أو سندات، ثم يبرم إتفاق يتضمن كافة الشروط ماعدا السعر الذي ستباع به الورقة، وكلها أنشطة تلعب دورا أساسيا في التأثير على مهمة التوزيع.

ثانيا: إصدار وتنفيذ الأوامر البورصية.

1- مفهوم أمر البورصة:

يقصد بأمر البورصة ذلك التوكيل الذي يعطيه المستثمر أي العميل، لأحد الوسطاء كي يبيع ويشترى له في البورصة أوراقا مالية معينة، ولا يكون لهذا الأمر مفعوله إلا إذا أعطي للشخص المختص، أي وسيط عمليات البورصة، كما يجوز أن يوجه الأمر إلى أحد مستخدمي الوسطاء المكلفين بالعمل داخل

¹ المرجع أعلاه، ص72.

البورصة الذي ينقله بدوره إلى الوسيط، وفي جميع الأحوال يجب تنفيذ الأمر وإجراء العملية وفقا للقواعد المقررة في البورصة¹.

يعتبر الوسيط المالي مسؤولا مسؤولية تامة على تنفيذ الأوامر، لذلك ومنعا لأي إلتباس قد يقع فيه الوسيط مستقبلا، يجب تحديد أمر البورصة بكل وضوح حيث يجب تبيان²:

- نوع الورقة المالية موضوع الصفقة (التعامل)؛

- كمية الأوراق المالية موضوع الصفقة؛

- السعر المطلوب موضوع الصفقة الذي تتم على أساسه؛

- بيان نوع الورقة المالية فيما إذا كانت أسهم عادية أو أسهم ممتازة؛

- في حالة ما إذا تعلق الأمر بالسندات يجب ذكر الفائدة وسنة الإصدار؛

تعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحرير أي أمر وتسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر يجب أن يكون مكتوبا ودقيقا لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط.

وبما أن الوسيط هو المسؤول عن تنفيذ الأوامر، فله أن يطلب من عميله تقديم ضمانات مالية لتغطية الأوامر الصادرة عنه، ففي حالة البيع تكون الضمانات هي عبارة عن الأوراق المالية ذاتها موضوع الصفقة، وفي حالة الشراء فهي عبارة عن مبلغ من المال يقدمه العميل إلى الوسيط³.

لكن وقبل قيام المستثمر بإصدار الأوامر يجب أن يفتح حسابا لدى أحد السماسرة أو الوسطاء الماليين وبعدها يقوم بتحديد أوامر البورصة بأمر مكتوب، تلكس، هاتف أو أي وسيلة اتصال أخرى، حيث لا تخرج أوامر العملاء عن كونها أوامر للبيع أو أوامر للشراء⁴، كما أنها تأخذ إحدى الصورتين التاليتين: أوامر بكميات كسرية وأوامر بكميات غير كسرية ويقصد بهذه الأوامر⁵:

الأوامر غير الكسرية هي تلك التي يشتمل الأمر فيها على 100 سهم أو مضاعفاتها (200 سهم، 300 سهم... إلخ)، أما الأوامر الكسرية فيقصد بها تلك الأوامر التي تشمل على أقل من 100 سهم، وفي

¹ محمد يوسف ياسين، البورصة (عمليات البورصة، تنازع القوانين، إختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2004، ص99.

² محمد صبري هرون، أحكام الأسواق المالية، دار النقائس للنشر والتوزيع، الأردن، 1992، ص67.

³ شمعون شمعون، البورصة: بورصة الجزائر، أطلس للنشر، بدون سنة نشر، الجزائر، ص49.

⁴ منير إبراهيم هندي، الأسواق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الطبعة الثانية، الإسكندرية، 2002، ص124.

⁵ المرجع أعلاه، ص123.

حالة ما إذا إحتوى الأمر على 230 سهم مثلا: حينئذ يعامل كما لو كان أمرين أحدهما كسري 30 سهم والآخر غير كسري 200 سهم.

2- أنواع الأوامر:

قبل قيام وسطاء عمليات البورصة بتنفيذ عمليات البيع والشراء ينبغي أن يستلموا تعليمات أو أوامر محددة من العملاء، حيث تختلف تلك الأوامر (الخاصة ببيع وشراء الأوراق المالية) باختلاف سعر ووقت التنفيذ أو كليهما معا، بالإضافة إلى بعض الخصوصيات التي يشترطها المستثمر، وفي هذا الصدد تقسم الأوامر إلى أربع مجموعات كما يلي:

أ- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

يقصد بهذه الأوامر تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمها، وفي هذا المجال يوجد نوعان من الأوامر هي:

• أوامر السوق:

هي تلك الأوامر التي يطلب فيها العميل من الوسيط تنفيذ الصفقة على وجه السرعة وبأفضل سعر يمكن أن يجري عليه التعامل، بمعنى أن الأوامر التي تعطى للوسيط لا يحدد فيها السعر وهي تنفذ وفقا لشروط السوق¹، ونظرا لأن الأمر لا يتضمن سعرا معيناً فإن الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق معدودة. من أهم مزايا هذا النوع من الأوامر: هي السرعة وضمان تنفيذ العملية، أما من أهم عيوبه: فهي أن المستثمر لا يمكن أن يعرف السعر الذي ينفذ به الأمر كما أن عليه قبول السعر السائد في السوق كقضية مسلم بها، وفي الأسواق ذات الكفاءة العالية كبورصة نيويورك مثلا قد لا يكون لتلك العيوب وزن كبير لدى المستثمر على أساس أن التغيرات السعرية من لحظة إلى أخرى عادة ما تكون محدودة².

• الأوامر المحددة:

في هذا النوع من الأوامر يضع العميل سعرا معيناً لتنفيذ الصفقة، ومن ثم ليس أمام الوسيط سوى الانتظار لإغتمام الفرصة وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة أمر الشراء أو أعلى منه في حالة أمر البيع، وعادة ما يضع المستثمر حد أقصى للفترة الزمنية التي يجب أن ينفذ خلالها الأمر وذلك على النحو الذي سيرد عند مناقشة الأوامر التي تجمع بين وقت وسعر التنفيذ، هذا وبدلاً أن ينتظر الوسيط حتى يصل سعر السوق إلى السعر المحدد، عادة ما يقوم بتسجيل

¹ محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص103.

² منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص125.

الأمر لدى المتخصص الذي يتعامل في الأسهم محل الصفقة والذي يعمل بدوره كما لو كان ممثلاً للوسيط، إذ يقوم بتنفيذ الأمر عندما يصل سعر السوق إلى السعر المحدد.¹

ب- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

هي تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفاصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها، وقد تكون هذه الأوامر محددة أو مفتوحة، وتتمثل هذه الأوامر في:²

• أوامر محددة بيوم أو أسبوع أو شهر:

يقصد بالأمر الذي مدته يوم ذلك الأمر الذي يظل سارياً لما تبقى من ساعات اليوم -وهو يعتبر أمر السوق وذلك لأنه لا يحدد سعراً محدداً للتنفيذ- وغالباً ما يكون هذا النوع من الأوامر مبنياً على توقعات مسبقة بأن ذلك اليوم هو أفضل يوم للتعامل في الورقة المالية المعنية، وأهم ما يميز الأمر بيوم أن ظروف السوق والظروف الاقتصادية إضافة إلى ظروف الشركة تكون عرضة للتغير بين لحظة وأخرى، ومن ثم فإن ما قد يكون ملائماً للمستثمر في يوم ما قد لا يكون ملائماً له في يوم آخر.

أما الأمر الذي مدته أسبوع فهو ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه، بينما الأمر الذي مدته شهر ينتهي بنهاية الشهر الذي أصدر فيه الأمر، وتجدر الإشارة إلى أن الأمر قد يتحدد بفترة أكبر من ذلك: شهرين أو أكثر وقد تمتد مدته لتتحول إلى أمر مفتوح.

• الأمر المفتوح:

يقصد به ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغاؤه، ويرتبط بالأوامر المفتوحة نوعان من المخاطر هي مخاطر النسيان ومخاطر تغير المعلومات فقد ينسى المستثمر أنه أصدر أمراً مفتوحاً نظراً لطول الفترة التي إنقضت منذ إصداره، وحتى إذا ما نبهه الوسيط بوجود الأمر فقد لا يكون الأمر ملائماً لتنفيذه، كذلك قد تصل إلى السوق معلومات مشجعة بشأن الشركة التي أصدرت الورقة، في هذه الحالة تعطى الأولوية لأوامر البيع المحددة التي سبقت الإشارة إليها بينما قد لا تتاح فرصة لأوامر البيع المفتوحة.

ج- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:

من بين هذه الأوامر نجد:³

¹ المرجع أعلاه، ص 127.

² المرجع أعلاه، ص 129.

³ Joel Priolon, Les marchés financiers, Edition Economica, Paris, 2004, p97.

- الأمر المحدد للسعر خلال فترة زمنية:

يقصد بها تلك الأوامر التي تحدد سعرا معيناً للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوماً أو شهراً أو أكثر.

- الأمر المفتوح في حدود سعر معين:

يقصد بها تلك الأوامر التي لا تحدد زمناً معيناً للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه.

د- الأوامر الخاصة:

- أوامر الإيقاف:

هي عبارة عن الأوامر المحددة المتبوعة بأمر الإيقاف، وتعني إشارة قف: تدنية المخاطر بمعنى تدنية الخسائر الناتجة عن التقلبات في الأسعار، ونجد ضمن هذه الأوامر:¹

- أمر الإيقاف المتعلق بالبيع: حيث يجب على الوسيط تنفيذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو إنخفض عنه.

- أمر الإيقاف المتعلق بالشراء: يقوم الوسيط بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها، إلا أنه إذا كانت توقعات أو معلومة تدل على أن الشركة في حالة جيدة يمكنه إصدار أمر الإيقاف.

- أوامر الإيقاف المحددة:

تعالج هذه الأوامر عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الإيقاف، ففي هذا النوع من الأوامر يضع المستثمر حداً أدنى لسعر البيع وحداً أقصى لسعر الشراء، ولا يتم التعامل بذلك السعر أو بسعر أفضل منه.

من أخطر عيوب هذا النوع من الأوامر أن أسعار السوق قد تتغير بسرعة إنخفاضاً في حالة البيع وارتفاعاً في حالة الشراء، بحيث لا يتمكن الوسيط من تنفيذ الصفقة بالسعر المحدد في الوقت الذي تستمر فيه الأسعار في الإنخفاض مما يعني تضائل القيمة السوقية لما يملكه المستثمر من أوراق.²

- أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال:

يقصد بهذا الأمر أن يترك للوسيط الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه، وقد تكون حرية الوسيط في هذا النوع من الأوامر مطلقة فهو الذي يختار الورقة محل التعامل والسعر وما إذا كانت الصفقة بيعاً أو

¹ Philippe Spieser, Information économique et marchés financiers, Edition Economica, Paris, 2000, p102.

² المرجع أعلاه، ص133.

شراء وتوقيت تنفيذها، أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية الوسيط على توقيت التنفيذ والسعر الذي تبرم على أساسه الصفقة.¹

3- تكاليف تنفيذ الأوامر:

تنطوي عملية تنفيذ الأوامر في البورصة على نوعين من التكاليف هي:²

أ- **التكاليف المباشرة:** تشمل كافة التكاليف المتعلقة بالمعاملات إلى جانب تكاليف أخرى، وتكمن أهم هذه التكاليف فيما يلي:

* **عمولة السمسرة:** يتقاضى السمسار من المستثمرين (المتعاملين) عمولة مقابل الخدمات التي يقوم بها وتكون هذه العمولة محددة مسبقاً أو يتم تحديدها بالتفاوض بين السمسار والمتعاملين.

* **ربح صناع السوق:** يحصل صناع السوق على ربح يتمثل في الفرق الذي يحصلون عليه بين السعر الذي تشتري به الأوراق المالية وسعر بيعها ويعرف بالهامش، وذلك مقابل الوساطة التي يقومون بها بين البائعين والمشتريين لهذه الأوراق، كما يمكن لصناع السوق الإحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية لتلبية معظم الطلبات، لأن توقيت الرغبات يكون متبايناً مما يحملهم تكاليف فرق هذه المدة وهي ما تعرف "بتكلفة الإحتفاظ بالأوراق المالية" أو "ثمن الإنتظار".

* **الخصم على السعر:** يتوقف الخصم على السعر على ظروف السعر وأحوال المتعاملين، ويمنحه المشتري للبائع وبإمكان المستثمرين الكبار المساومة بدرجة كبيرة على خصم السعر مقارنة بالمستثمرين الصغار.

* **عمولات البنوك:** يلتزم المستثمر الذي يلجأ إلى أحد الفروع البنكية لإيداع أوامره بدفع عمولة إضافية نظير الخدمات التي يقدمها له على تلك التي تعطى للوسيط مثل المشورة وتنفيذ الصفقات.

ب- **التكاليف غير المباشرة:** تتمثل أهم هذه التكاليف في:

* **تكلفة الفرصة البديلة:** تتمثل في العائد الذي بإمكان المستثمر تحقيقه لو قام بتوظيف وإستثمار الأموال المتاحة في إستثمارات أخرى غير التي إستثمر فيها.

* **تكلفة الوقت والجهد المبذول:** تتمثل في جهد المستثمر المبذول والوقت اللازم لدراسة وتحليل وتقييم الأوراق المالية المراد الإستثمار فيها.

¹ المرجع أعلاه، نفس الصفحة.

² المرجع أعلاه، ص 161.

خلاصة:

تتم في البورصة والأسواق المالية بصفة عامة العديد من العمليات يقوم بها متدخلون وهيئات كثيرة. فجل المعاملات الحاصلة في بورصة القيم المنقولة مثل عقود التداول، ومضمونها من حيث المبدأ هو البيع والشراء فهي عبارة عن عقود بيع وشراء مبرمة بين أطراف مختلفة.

فرغم الاختلاف الحاصل بين البورصات من حيث الكفاءة عامة ومستوى التداول فيها خاصة إلا أنها تبقى دائماً مرآة لاقتصاديات الدول، بيد أن مضمون نشاط البورصة يتجلى أساساً في عملية التداول، التي لا تقتصر فقط على بعدها التجاري المتمثل في البيع والشراء الوارد على مختلف الأوراق المالية، بل يتجاوز ذلك ليمس الجانب التقني والمعاملاتي والذي تحدد من خلال العقود ثلاثية الأطراف، وما أتت به من آليات جديدة في ميدان المعاملات المالية.

من خلال ما تم تقديمه في هذا المحور، ينبغي أن يكون الطالب قد تمكن من التوصل إلى أن:

- يتوقف نجاح السوق الأولية على دور وسطاء عمليات البورصة، ويظهر ذلك من خلال تمكنهم من تصريف الإصدارات الجديدة بكل فعالية.
- ترتبط الآليات الخاصة بنشاط البورصة بتنفيذ الأوامر البورصية وتسعير الأوراق المالية، والتي يقوم بها الوسطاء الماليين بصفقتهم الجهات الفاعلة في البورصة وذلك من خلال الترخيص المقدم لهم رسمياً من الجهات الرقابية للبورصة.

المحور الثامن

تسعير الأوراق المالية
في البورصة

المحور الثامن: تسعير الأوراق المالية في البورصة.

تمهيد:

لا تختلف عملية تحديد الأسعار في البورصة عن مثيلتها في الأسواق العادية، حيث يلتقي الباعة والمشترون للأصول المالية ويتنافسون في الحصول عليها، وبذلك تتفاعل قوى العرض والطلب وتتحدد الأسعار لمختلف الأدوات المالية.

والتسعير في البورصة تتمثل في الطرق المتبعة في تحديد العرض والطلب لكل ورقة متداولة، وبالتالي تحديد سعرها داخل البورصة ونشره، والذي يتم على أساسه تنفيذ أوامر العملاء المسلمة للوسطاء عند سعر محدد، وتتم هذه العملية بعدة تقنيات وعلى عدة مراحل. وعليه سيتم تقسيم هذا المحور الى:
أولاً: التسعير في البورصة.

ثانياً: تقنيات التسعير التي يقوم بها الوسطاء الماليون في البورصة.

أولاً: التسعير في البورصة.

1- مفهوم سعر البورصة:

سعر البورصة هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية أثناء إحدى جلسات البورصة، وترتبط العمليات التي تجرى في البورصة على إحدى الأوراق ببعضها أشد ارتباط، بحيث يقوم مجموعها بتحديد السعر وفقاً لقانون العرض والطلب¹.

يتم تسجيل مختلف الأوراق المالية المسعرة في جدول التسعيرة بعد انتهاء كل جلسة، ويتم الإعلان الرسمي عنه لكي يتم بموجبه التداول الفعلي للأوراق المالية المقيدة في التسعيرة.

يحدد سعر البورصة عند تلاقي أوامر الشراء والبيع في وقت محدد وفق طرق وتقنيات محددة، ويعكس هذا السعر مختلف القيم التي تلاقت عندها طلبيات الشراء والبيع لورقة مالية معينة وذلك طبقاً لقانون العرض والطلب، ويمكن أن نستخلص الحالات التالية لاتجاه سعر البورصة:

- يتجه سعر البورصة نحو التوازن عندما تكون: أوامر البيع تساوي أوامر الشراء.
- يتجه سعر البورصة نحو الانخفاض عندما تكون: أوامر البيع أكبر من أوامر الشراء.
- يتجه سعر البورصة نحو الارتفاع عندما تكون: أوامر البيع أقل من أوامر الشراء.

2- العوامل المؤثرة على أسعار البورصة:

تعتبر بورصة الأوراق المالية سوق حساسة بشكل كبير في حالة وجود تصريحات وحتى عند الإمتناع عن التصريحات، فكثرة هذه الأخيرة تضر بالسوق الأمر الذي قد يخدم فئة معينة وتستفيد من وراء ذلك، كما أن تسريب معلومات والذي يحدث في حالة إنعدام الشفافية ومن شأن ذلك أن يؤدي إلى إستفادة البعض على حساب الآخرين مما يؤدي في النهاية إلى إنعدام الثقة في السوق، ومن أجل ذلك ظهرت الحاجة إلى تكوين ثقافة قومية حول سوق المال والنقد وذلك بمساعدة وسائل الإعلام مثل قراءة نشرة البورصة وتفسير المصطلحات المستخدمة².

يتأثر سعر البورصة بعدة عوامل، تتمثل أهمها فيما يلي:³

أ- **العوامل الخاصة:** والمتعلقة بكل ورقة على حدى كالربح الذي تعطيه الورقة، ملائمة الورقة التي صدر عنها، نوع العملية التي تدفع بها قيمته وزيادة رأس مال المؤسسة...إلخ.

¹ محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص104.

² محمود أمين زويل، مرجع سبق ذكره، ص67.

³ محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص104.

ب- **العوامل العامة:** هذه العوامل منها ما هو ذو صفة إقتصادية كأسعار المواد الأولية وخطر هبوط سعر العملة والتضخم النقدي وكذلك إرتفاع معدل الفائدة أو إنخفاضه، ومنها ما هو ذو صفة سياسية كتولي الحكم من قبل حزب من الأحزاب والخوف من التأميم والسياسة المالية للدولة وخطر الحرب وغير ذلك، وبصفة عامة تتعلق هذه العوامل بمجموع الأوراق المالية فقد يكون هناك إتحاف عام نحو الصعود أو إتحاف عام نحو الهبوط، وعادة ما تتعلق هذه العوامل بالعوامل المالية والعوامل الإقتصادية والسياسية وذلك كما يلي:¹

• عوامل إرتفاع الأسعار بالبورصة:

توجد عوامل مالية وعوامل إقتصادية وعوامل سياسية، حيث ترتبط العوامل المالية بإنخفاض سعر الخصم لدى البنك المركزي وذلك يعني سهولة الحصول على قروض لإنخفاض سعر الفائدة أي أن الإتحاف إلى زيادة السيولة مما يؤدي إلى زيادة القوة الشرائية أي زيادة الطلب، وهو ما يؤدي إلى إرتفاع سعر الأوراق المالية بالبورصة، كما يمكن أن ترتفع أسعار البورصة بإرتفاع سعر الصرف الأجنبي وكذلك بزيادة أرباح الأسهم فإرتفاع قيمة كويون الأرباح يعد مؤشرا على الأداء الطيب للشركة فيقبل المستثمرون على شرائها مما يؤدي إلى إرتفاع أسعارها في البورصة.

أما العوامل الإقتصادية فهي ترتبط بإرتفاع أسعار المواد الأولية والذي يؤدي إلى موجات من إرتفاع الأسعار لكافة السلع الصناعية ثم إلى زيادة أسعار الأسهم، وكذلك بإنخفاض تكاليف الإنتاج من خلال إكتشاف وسائل تكنولوجية حديثة مما يؤدي إلى زيادة هامش الربح وتوزيع كويونات الأرباح بمعدلات عالية ومن ثم زيادة أسعار الأوراق المالية لزيادة الطلب عليها.

وتتعلق العوامل السياسية بالتفاؤل بتولي وزارة جديدة تقوم بتخفيض الرسوم الجمركية، والتكذيب الرسمي الحكومي لأخبار سيئة مثل موقف السيولة وكفاية المعروض من الدولار.

• عوامل إنخفاض الأسعار في البورصة:

وهي أيضا عوامل مالية وإقتصادية وهي عكس عوامل إرتفاع الأسعار بالبورصة، مثل إرتفاع سعر الخصم وإنخفاض سعر الصرف وهبوط أرباح الأوراق المالية وزيادة الرسوم الجمركية وإنخفاض أسعار المواد الأولية وزيادة تكاليف الإنتاج بسبب تقادم الآلات والمعدات.

¹ محمود أمين زويل، مرجع سبق ذكره، ص 52-53.

ثانياً: تقنيات التسعير التي يقوم بها الوسطاء الماليون في البورصة.

1- التسعيرة الدورية:

في ظل هذه التقنية لا يتم تنفيذ أوامر المتعاملين المسلمة إلى الوسطاء مباشرة، بل تبقى مخزنة إلى غاية إتمام مبادلة متعددة الأطراف، ويمكن التمييز بين عدة طرق للتسعير الدوري وهي:

أ- التسعيرة بالمناداة:

يتم التسعير عن طريق المناداة بإجتماع الوسطاء الماليين أو وكلائهم أو أحد ممثليهم في بورصة الأوراق المالية - وذلك بعد بداية الجلسة التي تتم بقراءة كل القيم محل التسعيرة- ومناداتهم بأعلى أصواتهم على العروض والطلبات (أسماء الأوراق المالية التي يطلبونها للشراء أو يعرضونها للبيع) التي في حوزتهم وذلك بإستعمال العبارتين: لدي، عندي كذا وأخذ كذا وذلك للدلالة على رغبة الوسيط في البيع أو الشراء، ولكن نظراً للضجيج في البورصة، عادة ما يلجأ الوسطاء الماليين إلى إستعمال الإشارة باليد وذلك بوضع الساعد أفقياً في إتجاه الجسم في حالة الشراء وعمودياً في حالة البيع حتى يتم التوازن المطلوب¹.

فإذا إنفق وسيطان على السعر همس كل منهما في أذن الوسيط الثالث بإخباره بنية كل منهما بائعاً أو مشترياً، فإذا كان أحدهما بائعاً والآخر مشترياً تمت الصفقة بينهما، وبالوصول إلى سعر معين للورقة يقوم المسعر (وهو موظف لدى سلطات البورصة) بتسجيل ذلك السعر على سبورة معدة خصيصاً لهذا الغرض في إنتظار تغير هذا السعر لتغير العرض والطلب، ثم يتم المرور للورقة الموالية في القائمة. إن أهم ما يميز التسعيرة بالمناداة أنها تمكن الوسطاء المتفاوضين من مراقبة التسعيرة ومعرفة حالة السوق بأكثر شفافية، بالإضافة إلى أنها تمكن المتعاملين من فهم ميكانيزمات البورصة².

ب- التسعيرة بالدرج:

هي طريقة كتابية سهلة وبسيطة، يتم اللجوء إليها في حالة ما إذا كان التبادل بكميات قليلة من الأوراق المالية، في ظل هذه التسعيرة يتم تسجيل كل الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج موجود في البورصة، حيث يخصص درج لكل ورقة مالية ويوضع تحت تصرف وسيط مالي، ويحتوي هذا الدرج على اسم الورقة المالية أين تتركز كل المعاملات من عروض وطلبات.

¹ محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص 106.

² محمد صبري هارون، مرجع سبق ذكره، ص 74.

في بداية كل حصة بورصية، يقوم الموظف التابع للوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المالية المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها، ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازلت صالحة ويحدد سعر التعامل من قبل الوسيط المالي.

إن أهم ما يميز التسعيرة بالأدراج أنها تتم بطريقة كتابية متميزة بالسهولة والسرعة كما يتم التعامل بها خاصة بالنسبة للأوراق المالية التي تتميز بسيولة قليلة في السوق الثانوية.

ج- التسعيرة بالصندوق:

هذه التقنية شبيهة بتسعيرة الدرج لكن يتم اللجوء إليها بصفة خاصة عندما لا يستطيع السوق الوصول إلى التوازن¹، وذلك في حالات استثنائية مثل: تعدد وكثرة عروض البيع، طلبيات الشراء أو في حالة تسعير أوراق مالية تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب إتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي². في إطار هذه التسعيرة يعمد الوسطاء إلى وضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص (كصندوق البريد) وتعتمد إدارة البورصة إلى تحديد الأسعار حسب ما يتضمنه الصندوق من عروض وطلبات.

د- التسعيرة بالمقابلة:

هي تقنية تقع بين الطريقة الشفوية والكتابية حيث يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء، وتؤدي مجموع هذه السجلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه أو شراؤه من الأسهم وحدود الأسعار المعروضة، حيث يعتمد نجاح هذه التقنية على فعالية شخصين هما المسعر (موظف البورصة) والخبير (مندوب أحد الوسطاء)، إذ يقوم المسعر بتعبئة السجل حسب البطاقات التي يتلقاها كل صباح من الوسطاء الذين سجلوا طلبياتهم في حدود معينة³.

وتجدر الإشارة أن طرق التعامل والتسعير قد تطورت بفضل التقدم التكنولوجي، إذ جهزت معظم البورصات في الدول المتقدمة بوسائل الإعلام الآلي، وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة أطراف الحاسوب دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى وكيله، كما أصبح الحاسوب يعالج الأوامر ويعطي سعر التوازن ويغيره كلما تغيرت ظروف السوق، مما وفر نوعاً من الإستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض والطلب إلى البورصة.

¹ محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص 107.

² Josette Pilverdiere Lagreyte, Le marché financier français, Édition Economica, France, 1991, p140.

³ محمد يوسف ياسين، مرجع سبق ذكره، ص 107.

بالإضافة إلى تدخل الوسطاء الذين يحق لهم أن يكونوا طرفا في الصفقات كلما قل العرض أو الطلب وذلك بتوفيرهم للأوراق التي قل عرضها أو شرائهم للأوراق التي قل الطلب عليها، الشيء الذي يوفر السيولة لمعظم القيم المالية المتداولة وتفعيل المعاملات في البورصة.

2- التسعيرة المستمرة:

تتم عمليات التبادل في ظل التسعيرة المستمرة في أي وقت خلال الجلسات عندما يتم إلتقاء أوامر المتفاوضين للشراء أو البيع عند سعر معين، أين تتم معالجة مختلف الأوامر والعمليات بإستعمال الإعلام الآلي (الكمبيوتر) الذي يمكن من تنفيذ أكبر عدد من الأوامر وفي أي وقت، الأمر الذي يمكن من تجنب فترة الإنتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة كما يمكن من متابعة سعرية لتطورات السوق.

تحقق هذه الطريقة شفافية كلية إذ تسمح بإجراء مختلف العمليات، غير أن تغيرات الأسعار وتوجهاتها في الجلسة الواحدة عادة ما يؤدي إلى عدم التأقلم بالنسبة لحاملي الأوراق الصغيرة، ولتفادي هذا الإشكال فإن تسعيرة الإفتتاح يمكن أن يحتفظ بها بالنسبة للعمليات الصغيرة التي ليس لها تأثير كبير على السوق، وتتم تقنية التسعيرة المستمرة بمرحلتين أساسيتين هما:

- **مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة:** يقوم المتفاوضون بإدخال كل الأوامر المتحصل عليها منذ آخر جلسة في البورصة في نظام الإعلام الآلي وإلى هنا لا يتم أي تبادل.

- **مرحلة ما بعد افتتاح الجلسة:** إن عملية التبادل تبدأ بسعر الإفتتاح الذي حقق التوازن بين العرض والطلب والذي يصبح سعرا للتبادل، وعند هذا السعر يتم تنفيذ أوامر الشراء المحددة بسعر أعلى من سعر الإفتتاح أو مساوي له، أما أوامر البيع المحددة المنفذة فإن سعرها أدنى من سعر الإفتتاح أو مساوي له.

وتتم العملية بعد توجيه الأوامر إلى الحاسوب الخاص بالتسعيرة والتي تنفذ وفق قاعدة "أول أمر داخل أول أمر منفذ"، فإذا أدخل أمر محدد لسعر معين وكانت هناك أوامر أدخلت من قبله وبنفس السعر فإنه يتم تنفيذ هذه الأوامر المحددة أولاً، وبالتالي فإن عملية تنفيذ الأوامر المحددة يتم بالأولوية أما الأوامر بسعر السوق فليست لها الأولوية في التنفيذ عند إفتتاح الجلسة، إذ يتم تنفيذها بعد الإفتتاح فهي خاضعة لسعر أفضل عرض إذا تعلق الأمر بالشراء وسعر أحسن طلب فيما يتعلق بالبيع.

3- التسعيرة الرسمية:

هي الوثيقة التي تنشرها لجنة التسعيرة في البورصة في كل جلسة من جلسات التداول بغرض الإعلان عن السعر الذي يتم على أساسه التداول الفعلي للقيم المنقولة المقيدة بالتسعيرة¹، وترتبط هذه الأخيرة بمختلف البيانات التالية:

- عدد السندات وقيمة القرض المقيد في التسعيرة.
- إسم القيمة المتداولة وموعد السحب في حالة وجوده.
- أسعار القيم المتداولة في جلسة اليوم والسعر السابق لها.
- القيم المتداولة ذات العائد الثابت مع ذكر معدل الفائدة ومقدار الضريبة وموعد إستحقاق الفوائد.

¹ شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص46.

خلاصة:

إن الأسلوب الذي تتبعه إدارة البورصة في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول التسعيرة بها، له تأثير على ميكانيكية عمل قوى السوق (العرض والطلب)، فإن سعر الورقة عندما يتحدد في البورصة، قد يصل إلى أضعاف قيمتها الاسمية، وربما يصل إلى جزء بسيط منها فقط، نظرا لتأثير عوامل عدة في تحديد سعر الورقة المالية، من هذه العوامل قوى العرض والطلب، المركز المالي للجهة المصدرة للورقة، الحالة الاقتصادية للقطاع الذي تعمل فيها الجهة المصدرة للورقة وللبلاد.

من خلال ما تم تقديمه في هذا المحور، ينبغي أن يكون الطالب قد تمكن من التوصل إلى أن:

- يتحدد سعر البورصة عند تلاقي أوامر الشراء والبيع في وقت محدد وفق طرق وتقنيات محددة، ويعكس هذا السعر مختلف القيم التي تلاقت عندها طلبيات الشراء والبيع لورقة مالية معينة وذلك طبقا لقانون العرض والطلب.
- يتأثر سعر البورصة بعدة عوامل، منها عوامل خاصة، والمتعلقة بكل ورقة على حدى كالربح الذي تعطيه الورقة، ملاءمة الورقة التي صدر عنها، نوع العملية التي تدفع بها قيمته وزيادة رأس مال المؤسسة... إلخ، وعوامل عامة، منها ما هو ذو صفة إقتصادية كأسعار المواد الأولية وخطر هبوط سعر العملة والتضخم النقدي وكذلك إرتفاع معدل الفائدة أو إنخفاضه، ومنها ما هو ذو صفة سياسية كتولي الحكم من قبل حزب من الأحزاب والخوف من التأميم والسياسة المالية للدولة وخطر الحرب وغير ذلك.
- تنقسم تقنيات التسعير التي يقوم بها الوسطاء الماليون في البورصة إلى تسعيرة دورية، وفيها لا يتم تنفيذ أوامر المتعاملين المسلمة إلى الوسطاء مباشرة، بل تبقى مخزنة إلى غاية إتمام مبادلة متعددة الأطراف، و تسعيرة مستمرة، تتم فيها عمليات التبادل في أي وقت خلال الجلسات عندما يتم إلتقاء أوامر المتفاوضين للشراء أو البيع عند سعر معين، وتسعيرة رسمية، وهي الوثيقة التي تنشرها لجنة التسعيرة في البورصة في كل جلسة من جلسات التداول بغرض الإعلان عن السعر الذي يتم على أساسه التداول الفعلي للقيم المنقولة المقيدة بالتسعيرة.

المحور التاسع

قياس كفاءة أسواق
المال والبورصات

المحور التاسع: قياس كفاءة أسواق المال والبورصات.

تمهيد:

تعد سوق الأوراق المالية الهدف المنشود للمستثمرين الذين يرغبون في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة لديهم، الأمر الذي يتطلب توفر قدر من البيانات والمعلومات المالية الصحيحة المتعلقة بالشركات التي تتداول أدواتها في السوق حتى يتمكن هؤلاء من ترشيد قراراتهم وتحقيق أرباح غير عادية في ظل سوق تتصف بالكفاءة. ومما لا شك فيه أن تجارب البورصات في الدول المتقدمة تتميز بالكفاءة العالية نتيجة توفر الأنظمة القوية والفعالة للمعلومات المتاحة عن الشركة والسوق نفسه، وهو ما يجعل أسعار أسهمها تعكس كافة المعلومات المتاحة، وضمن هذا السياق نتساءل عن كفاءة، أنواع و مستويات سوق الأوراق المالية. لذلك سيتطرق هذا المحور مايلي:

أولاً: مفهوم كفاءة البورصة.

ثانياً: علاقة المعلومات بتحقيق كفاءة البورصة.

ثالثاً: أنواع كفاءة البورصة ومستوياتها المختلفة.

أولاً: مفهوم كفاءة البورصة

1- تعريف كفاءة البورصة:

يقصد بكفاءة البورصة: مدى توفر المعلومات اللازمة والمناسبة للمستثمرين للتعرف على قدرة الأسعار السائدة في هذه السوق توضيح موقف المؤسسات المصدرة للأوراق المالية، أي أن الأسعار المعروضة للأوراق المالية تعكس واقع تلك الأوراق من حيث قوتها وضعفها، والسوق الكفؤة هي التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تتساوى فيها أسعار الأوراق المالية مع قيمتها الحقيقية وتتحرك هذه الأسعار بطريقة عشوائية دون إمكانية السيطرة عليها، كما أن السوق الكفؤة هي التي تحقق تخصيصاً كفواً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية¹.

يشترط توفر مجموعة من الخصائص التنظيمية على مستوى بورصات الأوراق المالية من أجل الوصول إلى مستوى الكفاءة المعقول، ويمكن إيجاز هذه الخصائص الواجب توفرها فيما يلي:²

- وجود هيئة عامة لأعضاء السوق المالية تتألف من وسطاء ووكلاء يقومون بعمليات التداول، ويمثلون شركات الوساطة والبنوك والمؤسسات الأخرى التي يسمح لها النظام بالمساهمة في عضوية البورصة؛
- وجود لجنة إدارية تصنع أنظمة الأسواق المالية وتشرف على تطبيقها، وتعمل على تطويرها بإستمرار وتراقب عمليات التداول؛

- وجود شروط لإدراج الأوراق المالية للشركات على لائحة السوق المالية ولاستمرارية وإيقاف هذا الإدراج؛
- وجود قائمة للتداول تتجمع فيها طلبيات البيع والشراء وأسعار الطلب والعرض التي تشمل جميع الأسهم المدرجة؛

- وجود طريقة للتداول يتم من خلالها تنفيذ أوامر وتحديد أسعار الصفقات بسرعة، حيث عادة ما تتبع طريقتان في ذلك هما طريقة المزايمة وطريقة المفاوضات، ويتم تحديد سعر التبادل حسب الطريقة الأولى بمطابقة أعلى سعر طلب مع أدنى سعر عرض، أما في الطريقة الثانية فإن سعر التبادل يتم تحديده بالتفاوض بين وكلاء الأسهم؛

- وجود صانعي الأسواق مثل المتخصصين والمتاجرين المعتمدين الذين يقومون بتحريك السوق عند هدوء التعامل ويؤمنون سوقاً مستمرة ونشيطة في الأسهم؛

¹ أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص 41.

² المرجع أعلاه، ص 159.

- أن تكون معدلات العمولة منخفضة بقدر الإمكان كي لا تحد من نشاط التداول عند بروز أية فرصة للربح من خلال البيع والشراء مهما كانت صغيرة؛
- سرعة إتمام عمليات تسوية تبادل الأسهم وتسجيلها ونقل ملكيتها وتسديد ثمنها بسرعة كي لا يتأثر نشاط السوق؛
- أن يخضع تداول الأشخاص من الداخل لأنظمة ومتطلبات إفصاح محددة وأن يتم مراقبة متاجرة هؤلاء بالأوراق المالية للشركات التي يعملون فيها، للتأكد من عدم استغلالهم لمعلومات متاحة لهم فقط بحكم وظائفهم لتحقيق الأرباح السريعة، ويجب إعلام باقي المستثمرين بنشاطات تداول الأشخاص من الداخل بنشرها في الجرائد اليومية.

2- أهمية البورصة الكفوة:

ترجع أهمية كفاءة البورصة إلى أنها تمكن من جعل البورصة ذات كفاءة معلوماتية كما أنها تجعل من توقعات المستثمرين متشابهة لكونها مبنية على نفس المعلومات في ذات الوقت مما يحقق كفاءة في التسعير، كذلك تمكن من تحقيق توازن بين العرض والطلب مما يحقق كفاءة التشغيل، وفي ظل هذه المعطيات لا يكون بمقدور أي من المتعاملين على تحقيق عوائد غير عادية، وتتمثل أهميتها أيضا من خلال الدور الذي تقوم به والخصائص التي تتفرد بها، فهي تؤدي دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر كما يلي:¹

- الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم مؤسسة ما، فهم في الحقيقة يشترون عوائد مستقبلية هذا يعني أن المؤسسات التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الإصدار.

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

¹ عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص33.

3- خصائص البورصة الكفوة:

تتعلق الخصائص التي تتميز بها البورصة الكفوة بعدم وجود قيود على حجم التعاملات وأيضاً لتوفيرها الحماية ضد المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمرون وذلك عن طريق متابعة الصفقات غير الأخلاقية أو الوهمية، كذلك تتميز البورصة الكفوة بمجموعة من العوامل أهمها: حجم وسيولة السوق، حيث يقصد بسيولة السوق سهولة تسويق الأوراق المالية، أي إمكانية شرائها وبيعها بسرعة، وبسعر قريب جداً من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الأوراق، وهذا على إفتراض عدم ورود معلومات جديدة، ومع بقاء العوامل الأخرى على حالها، فإنه من المتوقع أن يزداد الإقبال على شراء الورقة المالية وبسعر مرتفع كلما إرتفعت درجة سيولتها، في حين أنه من المتوقع أن لا يقبل المتعاملون على شراء ورقة مالية منخفضة السيولة إلا عند سعر منخفض يضمن لهم تحقيق عائد يعوضهم عن التكاليف التي يتحملونها عند محاولة التخلص منها في الوقت الذي يرغبونه¹.

من جانب آخر، تتميز البورصة الكفوة بمجموعة الخصائص التالية:²

- المنافسة الكاملة في السوق أو بمعنى آخر تحقيق عدالة السوق، أي أن يكون عدد المتعاملين في السوق كبيراً وبالتالي عدم وجود قوة إحتكارية على الأسعار بحيث يصبح المشاركون متلقون للسعر بدلا من كونهم قادرين على فرض الأسعار للسوق، وبالتالي فإن السوق تتيح العدالة لكل من يرغب في إبرام الصفقات بحيث توفر لهم فرصاً متساوية؛

- كفاءة التشغيل، فلا بد أن تتوفر كافة الآليات التي تمكن من إصلاح أي خلل في التسعير، ويجب أن تكون تكاليف المعاملات (بيع وشراء) معقولة لكل صفقة وبضرائب معقولة أو غير موجودة مطلقاً على الأرباح الرأسمالية، ومن وسائل زيادة الكفاءة التشغيلية وجود أدوات لضبط حركة الأسعار في السوق كوجود المتخصصين في سوق نيويورك وطوكيو، وكذلك وجود صناع للسوق يوفرون السيولة للورقة المالية؛

- كفاءة السعر: أي أن يبنى سعر الورقة المالية على أساس معلوماتي وليس على أساس الإشاعات أي ليس نتيجة لإستراتيجية القطيع؛

- الأمن: أي أن تتوفر الحماية ضد المخاطر سواء كانت تجارية أو غير تجارية التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر وبالتالي يجب أن تتوفر لإدارة سوق المال إمكانية متابعة الصفقات غير الأخلاقية أو

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص13.

² حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشد، محفوظ أبو جودة، مرجع سبق ذكره، ص155.

الوهمية وكذلك الإجراءات الرادعة لها، ووجود مؤسسات للتأمين ضد المخاطر غير التجارية والتي مصدرها السماسرة؛

- العقلانية: فيجب أن يكون هدف المتعاملين في السوق هو تحقيق الربح من خلال معالجة المعلومات واختيار البديل الإستثماري الأفضل، وقد يتم الإستعانة بمكاتب إستشارية في هذا المجال.

ثانياً: علاقة المعلومات بتحقيق كفاءة البورصة.

1-تعريف المعلومة ومصادر الحصول عليها:

تعتبر المعلومة قاعدة أساسية يتم الإعتماد عليها في إتخاذ القرارات الرشيدة فيما يخص بيع وشراء القيم المنقولة أو توجيه المستثمرين لهذا المجال.

تعرف المعلومة على أنها بيانات تم تجهيزها ولها معنى لمستلمها أو مستخدمها، ولها قيمة حقيقية أو متوقعة في العمليات الجارية أو المستقبلية لإتخاذ القرارات، ويجب أن تضيف إلى ما تعرفه عن حدث أو مكان وتوضح لمستلمها شيئاً لا يعرفه أو لا يمكن التنبؤ به¹.

تختلف المعلومات المراد الحصول عليها باختلاف الهدف الذي تسعى إلى تحقيقه ونوعية التوظيف المختار، إذ نجد معلومات تاريخية وهي التي تخص فترات سابقة، وتكون متاحة للجميع مثل أسعار الأسهم وأرباحها ونشاط الشركات مصدره هذه الأسهم، معلومات جديدة حالية وهي التي يتم الإفصاح عنها في الوقت الحالي وهي تتعلق أيضاً بأسعار الأرباح وما إلى ذلك، وهذه المعلومات تكون متاحة للجميع من خلال ما يتم نشره من تقارير وميزانيات والقوائم المالية، بالإضافة إلى معلومات خاصة وهي لا تكون متاحة للجميع ولكنها قاصرة على البعض دون الآخر، وهم الذين لهم إتصالات خاصة بصانعي القرار في المنشآت والمؤسسات².

من جهة أخرى يمكن تصنيف المعلومات التي يتم الإعتماد عليها في البورصات من أجل تحليل حركة وإتجاهات الأسعار وأيضاً من أجل معرفة كفاءة البورصة إلى المعلومات التالية:³

- معلومات عامة: تتضمن تاريخ الشركة، الممتلكات وأعمارها، البحوث والتطوير، المسؤولية الإجتماعية، موقف الشركة داخل الصناعة وغيرها؛

¹ محمد القيومي محمد، نظم المعلومات المحاسبية في المنشآت المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1990 ص120.

² سعيد توفيق عبيد، الإستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، القاهرة، مصر، 1998، ص117.

³ محمود أمين زويل، مرجع سبق ذكره، ص ص82-83.

- معلومات عن رأس المال ومصادر التمويل: تتضمن أسعار الأسهم، معلومات عن المساهمين وعددهم، معلومات عن مصادر التمويل الأخرى مثل قرض السندات وتواريخ إستحقاقها؛
- معلومات مالية: تتعلق هذه المعلومات بالميزانيات المالية الأساسية مثل ميزانية الدخل وقائمة المركز المالي، بالإضافة إلى الأرباح وسياسات التوزيعات، الدعاوي القضائية وإحتمالات تأثيرها على المركز المالي؛
- معلومات عن الإدارة: والتي تتولى هيئة سوق المال بتجميعها، وتتضمن معلومات عن أسماء مجلس الإدارة ومكافآتهم، معلومات عن المديرين التنفيذيين الخاصة بأسمائهم ومؤهلاتهم وخبراتهم، خبرات العمالة وبرامج تدريبهم وتنميتهم، الأهداف والسياسات؛
- أسعار الفائدة السائدة في السوق ومعدلات التضخم، مستويات العرض والطلب بالنسبة لكل قيمة بالإضافة إلى معلومات خاصة عن الشركات المقيدة في البورصة والمتعلقة بالأصول الثابتة، الإستثمارات في الأوراق المالية، المخزون، الديون طويلة الأجل، رأس المال، ربحية السهم الواحد، المسيرين وسياسات التسيير المتبعة، الخطط الإنتاجية والصناعية، العملاء الرئيسيون للشركة، الآفاق المستقبلية للشركة.
- ويمكن وسطاء عمليات البورصة بإعتبارهم من أهم الفئات الفاعلة في البورصة من الحصول على مختلف المعلومات إستنادا إلى مصادر مختلفة، إذ تعتبر السوق أحد أهم مصادر المعلومات عن الإستثمارات المتداولة فيها خاصة الأسعار والأحجام وحركة التعامل في الأوراق المالية، فالمستثمر يدخل السوق من أجل إتمام هذه الصفقات في أقل وقت، ولا يجب أن تكفي السوق بتوفير معلومات تاريخية بل يجب أن تستجيب بسرعة لأي تغيرات أو أحداث وهي التي تؤثر في أسعار الأسهم.

2-متطلبات المعلومة المالية وتأثيرها على السوق:

حتى يتمكن المستثمر من إتخاذ القرارات الإستثمارية، فلا بد أن يكون على علم بما يجري من أحداث، سواء على مستوى الإقتصاد القومي والقطاع الإقتصادي الذي ينتمي إليه أو الوسائل الإستثمارية المختلفة، لذلك فهو بحاجة إلى معلومات قيمة، وحتى تقبل هذه الأخيرة وتكون دعامة أساسية في عملية التقييم، لا بد أن تتوفر فيها مجموعة من الشروط أهمها: الدقة بمعنى أن تكون المعلومات خالية من الأخطاء، الملاءمة أي أن تكون مناسبة إذا ما توافقت مع إحتياجات المستثمرين ومساعدتهم على تحسين أدائهم، التوقيت بمعنى أن تتوفر المعلومة في الوقت الضروري والملائم لمتخذي القرار فقد تفقد قيمتها ومنفعتها إذا لم تصل في الوقت المناسب، الشمول أي أن تحتوي المعلومات المتوفرة حقائق أساسية وضرورية فقط، العدالة حيث يجب أن تتوفر المعلومات والبيانات المالية للجميع قصد ضمان الرشد عند

إتخاذ القرارات وزيادة فعالية الأداء في السوق المالية والقضاء على عدم العدالة بين المستثمرين، وفترة المعلومات لأنه كلما كثرت المعلومات في السوق كلما إقتربت الأوراق المسعرة من قيمتها الحقيقية، لأن فترة تلك المعلومات أو ندرتها هو الفاصل في إتخاذ القرار الإستثماري غير أنه ومع التطور التكنولوجي للإتصالات أصبحت المعلومات متوفرة بكثرة وشرحها وتفسيرها هو الذي أصبح الفاصل¹.

3- أهمية شفافية المعلومات والإفصاح عنها وتأثيرها على البورصة:

يسمح توفر المعلومات والإفصاح والشفافية بتحقيق الكفاءة البورصية، حيث تعكس الأسعار التي يتم التعامل بها حقيقة قيمة المشاريع التي تتداول أوراقها في البورصة، وهذا ما يؤدي إلى التقييم الحقيقي إلى إتجاه المستثمرين بمدخراتهم وأموالهم إلى المشاريع الأكثر ربحية سواء على المدى القصير أو المدى الطويل، ومن أجل ذلك ظهرت ضرورة إنشاء إدارة متخصصة لمتابعة الإفصاح والتي من بين أهدافها توفير البيانات والمعلومات للمتعاملين في السوق في الوقت المناسب، بحيث يساعدهم ذلك على إستخدام القرارات الإستثمارية على أساس سليم².

ثالثاً: أنواع كفاءة البورصة ومستوياتها المختلفة.

1-أنواع الكفاءة البورصية:

نميز بين نوعين من الكفاءة هما الكفاءة الكاملة والتي عادة ما تعرف بكفاءة السوق والكفاءة الإقتصادية والتي ترتبط بخاصيتين أساسيتين هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، وذلك وفق العرض التالي:

أ- الكفاءة الكاملة:

يطلق مفهوم الكفاءة الكاملة عندما تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية إلى قيمتها الحقيقية، نظراً لعدم وجود فاصل زمني بين ورود معلومات جديدة حول حالة السوق وإنعكاسها على أسعار الورقة المالية، وهو ما يعني التأثير المباشر لسعر السهم بناء على المعلومات الواردة للسوق، وقد سمي مفهوم كفاءة السوق بالكفاءة الكاملة والذي يقتضي توافر الشروط التالية:³

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف؛

¹ علي عبد الوهاب نجا، محمد أحمد السريتي السيد، إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2011، ص115.

² محمود أمين زويل، مرجع سبق ذكره، ص83.

³ عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص32.

- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها؛
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدتها من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر؛
- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم؛
- إتصاف المستثمرين بالرشد أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء إستغلال ثرواتهم.

ب- الكفاءة الإقتصادية:

ترتبط الكفاءة الإقتصادية بشكل أساسي بطبيعة إستجابة المستثمرين للمعلومات الجديدة، تستند إلى فرضية السعي المستمر للمستثمر في تعظيم منفعته الخاصة، وبالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين في الحصول على البيانات والمعلومات التي تساعده على تحقيق هذا الهدف، ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ بين المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وبين إنعكاس أثرها على أسعار الورقة المالية، مما يجعل القيمة السوقية للورقة المالية أعلى أو أقل من قيمتها الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل¹.

وحتى تحقق السوق المالية الكفاءة الإقتصادية والتي ترتبط خاصة بالتخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، يجب أن تتوفر على خاصيتين أساسيتين هما كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل، حيث:²

- **كفاءة التسعير:** تسمى أيضا بالكفاءة الخارجية، وتكون بإنخفاض تكلفة التبادل في السوق المالية أي تكاليف المعاملات المالية وذلك عندما تعكس الأسعار كافة المعلومات المتاحة، فالمعلومات تصل إلى المتعاملين في السوق دون فاصل زمني كبير وبتكلفة منخفضة، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، حيث يكون أمام كل المتعاملين في السوق الفرصة لتحليل المعلومات وتحقيق الأرباح وبالتالي يصعب تحقيق أرباح غير عادية³.

- **كفاءة التشغيل:** تسمى بالكفاءة الداخلية، وتعني قدرة السوق على إحداث التوازن بين الطلب والعرض في ظل صفرية كلفة المعلومات أو على الأقل في حالة إنخفاض تكاليف المعاملات، هذا ما

¹ ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص10.

² أحمد عبد النبي، مرجع سبق ذكره، ص41.

³ ضياء مجيد الموسوي، مرجع سبق ذكره، ص11.

يساعد على زيادة وسرعة عملية التداول من خلال سرعة التكيف وإستجابة الأسعار السائدة في السوق للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين¹.

وتتحقق هذه الكفاءة من خلال صناعات السوق وهم التجار والوسطاء والمتخصصون وذلك من خلال مواجهة الطلب العالي وإمتصاص العرض الكبير بصفقات لحسابهم الخاص وبهوامش منخفضة للربح، وقد تزايدت أهمية صناعة السوق كونها تشكل أحد الأركان الرئيسية لمفهوم كفاءة التشغيل، هذا بجانب آثارها الإيجابية في تحقيق التوازن وإستقرار السوق والتخصيص الكفؤ للموارد، وتتم عملية صناعة السوق من خلال جملة من الخدمات التي يقدمها صناعات السوق والتي يمكن إيجازها كما يلي:²

- توفير المعلومات عن أفضل الأسعار إلى المشاركين في السوق؛
- العمل كمنظم مزاد يؤمن استمرار السوق وعدالتها؛
- الإحتفاظ بمخزون خاص من الأصول المالية لأغراض تحقيق التوازن بين أوامر البيع والشراء ولتخفيف الصدمة التي تحصل بفضل عدم توازن الأوامر؛
- توفير قواعد الحماية للأسعار في حالة عدم التوازن المؤقت في السوق؛
- السيطرة على حركة المعلومات والحد من عمليات المضاربة لضمان إستمرارية السعر وإخفاء صفة السيولة والمرونة للأصول المالية.

2- المستويات المختلفة لكفاءة البورصة:

ترتبط الكفاءة السوقية بمدى وطبيعة العلاقة بين القيمة السوقية للسهم من ناحية، وبين المعلومات والبيانات التي تحدد قرار المستثمر في هذه الأسهم من ناحية أخرى، وعليه يمكن تقسيم مستويات الكفاءة إلى ما يلي:³

أ- المستوى الضعيف للكفاءة:

في ظل هذا المستوى تعكس أسعار الأسهم المتداولة المعلومات التاريخية للأسهم، أو بمعنى آخر فإن أسعار الأسهم تسير بصورة عشوائية وبلا وجود علاقة بين بعضها البعض، وبالتالي هذا يؤدي إلى إستنتاج أنه من غير الممكن تحقيق أرباح غير عادية في ظل وجود سوق كفؤ، مما يعني أن حركة أسعار الأسهم في الماضي لا تشكل مرشداً لحركة الأسعار في المستقبل، وبالتالي حسب هذه النظرية فإن

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص 45.

² المرجع أعلاه، نفس الصفحة.

³ حسني علي خريوش، عبد المعطي رضا أرشد، محفوظ أبو جودة، مرجع سبق ذكره، ص 157-158.

المستثمرين غير قادرين على الحصول على أرباح غير عادية من خلال إستخدام بيانات الأسعار التاريخية لأن كافة المعلومات عكست بالأسعار الحالية.

ب- المستوى شبه القوي للكفاءة:

أي أن أسعار الأسهم تعكس المعلومات التاريخية والحالية والتي تكون متاحة للجميع، وبالتالي فالمستثمرين لا يمكنهم من تحقيق أرباح غير عادية من خلال دراسة التقارير المحاسبية المنشورة والمعلومات المتاحة للجميع، والسبب في عدم تحقيقه لأرباح غير عادية هو أن المعلومات المتاحة الحالية والتاريخية قد عكست أولاً بأول في أسعار الأسهم.

ج- المستوى القوي للكفاءة:

في ظل هذا المستوى تعكس الأسهم المعلومات الحالية والتاريخية والخاصة المعلنه وغير المعلنه، حيث لا يقتصر على المعلومات الحالية والتاريخية المتاحة للجميع إنما تمتد أيضا للمعلومات الخاصة، وبالتالي فالمتعاملين في السوق لن يكونوا قادرين على تحقيق أرباح غير عادية من خلال هذه المعلومات الخاصة، لأن هذه المعلومات ستنعكس على أسعار الأسهم المتداولة، والتنافس بين أولئك الذين يملكون القدرة على الحصول على المعلومات الخاصة سوف ينعكس على الأسعار المتداولة بسرعة.

خلاصة:

إن وجود أسواق رأسمال أولية وبورصات أوراق مالية تتميز بالكفاءة العالية له مزايا عديدة، من أهمها المساهمة في تخفيض تكاليف التمويل بالملكية (الرأسمال الخاص - إصدار أسهم) والدين (إصدار سندات)، تخفيض المخاطر، توفير السيولة، تسهيل خلق أدوات مالية تتجه إليها ادخارات الأفراد والمؤسسات في المجتمع، تحفيز إدارات الشركات على تحسين كفاءتها في الأداء والعمل على زيادة الأرباح ومعدلات نمو الأرباح السنوية، توفير فرص عمل جديدة لتخفيض معدلات البطالة، زيادة الإنتاج، توجيه الاستهلاك و ترشيد النفقات، زيادة المداخيل، تقليص نسب التضخم وتسريع معدلات النمو الاقتصادي،..الخ.

ويكون السوق كفوًا اعتمادًا على مقدار الثقة التي يصفها المستثمرون بالمعلومات المتاحة والمعلن عنها، وعندما يقوم السوق المالي بتخصيص المدخرات بأفضل استثمارات لا بد وأن يكون كفاءً. من خلال ما تم تقديمه في هذا المحور، ينبغي أن يكون الطالب قد تمكن من التوصل إلى أن:

- تعتبر البورصة كفوّة عندما تمثل الورقة المالية قيمتها العادلة مع توازن أوامر البيع والشراء، وفي ظل البورصة الكفوّة تتدفق رؤوس الأموال بحرية وانسيابية عالية.
- كفاءة البورصة تكون نسبية وليست مطلقة بسبب مشكلة تعديل المخاطر من قبل المستثمر ومدى ملاءمة المعلومات للمستثمر.
- يرجع التمييز بين الكفاءة الضعيفة للبورصة والكفاءة القوية لها إلى نوع المعلومات والأطراف التي يمكن أن تؤثر على الأسعار، حيث تعني الكفاءة الضعيفة للسوق بأن المعلومات التاريخية مستقلة عن الأسعار المستقبلية، أما الكفاءة القوية فهي ترجع إلى أن جميع المطلعين يؤثرون بالأسعار السوقية.

المحور العاشر

مؤشرات بورصة الأوراق
المالية

المحور العاشر: مؤشرات بورصة الأوراق المالية.

تمهيد:

عمل المختصون على إيجاد وسيلة لقياس التغيرات التي تحدث في المنتجات المالية المطروحة للبيع والشراء ومن جهة أخرى تحسين وضعية الاقتصاد وإمكانية التنبؤ بها، وهنا بدأت أهمية مؤشرات البورصة تظهر في توضيح اتجاه الأسعار في البورصة، ولكن هناك باحثون يخالفون هذا الرأي، ذلك أنّ الأدوات المالية بصفة عامة والإفراط في استعمال المؤشرات بصفة خاصة قد ساهما بقسط كبير في انهيار البورصات العالمية في سنة 1987 كما أدى الاستعمال المكثف للمؤشرات في الاستيراد بها في المعاملات لاسيما اتخاذ القرارات الاستثمارية إلى سيطرتها على البورصات العالمية سيطرة كلية ومهدت لظهور المؤشرات المالية.

أولاً: ماهية مؤشرات البورصة.

ثانياً: شروط بناء المؤشرات وأهم استخداماتها.

ثالثاً: أساليب بناء المؤشرات.

رابعاً: أمثلة عن بعض المؤشرات.

أولاً: ماهية مؤشرات البورصة.

1- تعريف المؤشرات:

تتمثل المؤشرات في عدد كبير من أسهم الشركات المتداولة أسهمها في الأسواق المالية، وتتنوع المؤشرات حسب الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر، ويمكن تعريف المؤشرات على أنها قيمة عددية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية، بحيث يعبر عنها كنسبة مئوية للتغيير وذلك عند لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس، وتقيس المؤشرات تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق إرتفاعاً أو إنخفاضاً الأمر الذي يعكس سعر السوق وإتجاهها¹.

ويمكن أن تنفرع المؤشرات من حيث الوظائف إلى:

أ- مؤشرات عامة:

وهي تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس إتجاه السوق بمختلف القطاعات الإقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الوضعية الإقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة تتكون من جميع الأسهم المتداولة وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، ولذلك تعتبر البورصة كمرآة عاكسة للوضعية الإقتصادية.

ب- مؤشرات قطاعية:

تقتصر هذه المؤشرات على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع النقل أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر "داو جونز" للصناعة ومؤشر "ستاندر بور" للخدمات العامة ومؤشر النفط والغاز...إلخ.

ج- مؤشرات الأسواق:

إذا كان النظام المالي يتوفر على سوق ثانوية تتداول فيها أسهم الشركات متوسطة الحجم أو سوق تتداول فيها أسهم الشركات صغيرة الحجم، فإنه يمكن حساب مؤشر تلك الأسواق وذلك بغية معرفة إتجاهها.

¹ حسين عصام، مرجع سبق ذكره، ص35.

2- أهمية المؤشرات:

تتمثل أهمية المؤشرات لكونها تمكن الشركات مثلا من معرفة حجم ودرجة المعاملات المالية في السوق، بالإضافة إلى أنها تستخدم لتحقيق مجموعة من الأهداف أهمها:¹

- تقييم كفاءة السوق من خلال إحتساب العوائد الإجمالية، وتحديد كفاءة المحفظة الإستثمارية من خلال المقارنة مع معدلات عوائد السوق؛

- إستخدام المؤشر كقواعد معلومات لتحليل حركة الأسعار في الأسواق المالية وربطها بالتغيرات السائدة في أسواق السلع والخدمات، فمن خلال تحليل مفصل للمؤشرات التي تقيس حالة السوق من شأنه أن يكشف عن وجود بعض التغيرات التي تطرأ عليه، هذا ما يساعد المحللين على التنبؤ بالتطورات المستقبلية في إتجاه حركة الأسعار في السوق؛

- يمكن الإعتماد على المؤشرات لمعرفة درجة الإرتباط الموجودة بين الأسواق المالية المختلفة؛

- تقدير درجة حساسية الأسواق المالية للتغيرات التي تحدث في الأنظمة الإقتصادية المختلفة، أو إتجاه بعض الأزمات الإقليمية المتولدة لأسباب مختلفة، مع توضيح الإرتباطات بين التقلبات المختلفة مثل تأثير أسعار النفط وانعكاساتها على الأسواق المالية وعلاقتها بالتغيرات التي تحدث في أسعار الصرف الدولية؛

- تساعد المؤشرات في قيام السوق بإعادة تنظيم نفسها وعملياتها مرة أخرى، حيث يمكن للمرجحين في السوق تحديد مشاكل السوق المؤدية لإنحراف الأسعار، وتصويب إتجاه السوق ليعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق.²

3- خصائص المؤشرات:

تتميز المؤشرات البورصية بجملة من الخصائص، يمكن توضيحها فيما يلي:³

- يلخص المؤشر أداء السوق الإجمالي، حيث يتكون المؤشر من الشركات في كل القطاعات المختلفة للإقتصاد، لذلك فهو يمثل أسلوبا سهلا لتحويل أداء الإقتصاد على شكل كمي، حيث تعكس المؤشرات الظروف الإقتصادية السائدة في سوق الأسهم، ومن ثم يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الإقتصادي لقطاع معين؛

¹ هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 49.

² جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2003، ص 215.

³ المرجع أعلاه، ص ص 215-216.

- يعكس المؤشر التوقعات للمساهمين والمستثمرين في السوق، بإعتبار أن أحد الإتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له؛

- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق رأس المال بمؤشرات أسواق المال في العالم، وسوف يؤدي ذلك إلى تحديد إتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى، مما قد ينجم عنه زيادة الإستثمارات الأجنبية، خاصة في الحالة التي يكون فيها السوق من الأسواق الواعدة.

ثانيا: شروط بناء المؤشرات المالية وأهم إستخداماتها.

1- شروط بناء المؤشرات:

لكي يعكس المؤشر أسعار الأوراق المالية، لا بد له أن يكون ممثلا لجميع الأوراق، وعليه هناك جملة من العوامل والشروط التي ينبغي توافرها عند إختيار أو تصميم المؤشر حتى يكون مقبولا، والتي من أهمها ما يلي:¹

أ- حجم العينة:

يقصد بالعينة جملة القيم المتداولة المستعملة في حساب العينة، وحتى تكون هذه العينة ملائمة يجب أن تكون من الناحية الإحصائية ممثلة معنويا للمجتمع موضوع الدراسة، وعليه فالعينات الكبيرة لا بد وأن تمثل بشكل دقيق المجتمع، بمعنى أنه كلما كان عدد القيم المتداولة بالعينة كبير كلما كان المؤشر أحسن تمثيل لوضعية السوق.

ب- الوحدات الملائمة:

فكل مؤشر يجب أن يحدد ويصمم وفق وحدات قياس ملائمة، إذ يساعد ذلك في الفهم ويسهل الإجابة على العديد من الأسئلة المطروحة بخصوص تحركات أسعار الأوراق المالية.

ج- التمثيل:

يجب أن تمثل العينة كل الفئات أو أجزاء المجتمع، فعينة الأوراق المالية ينبغي أن لا تقتصر فقط على الأوراق المصدرة من المؤسسات الكبيرة أو تلك التي تنتمي إلى نفس الصناعة بل يجب أن تشمل أكبر عدد ممكن من الأوراق المالية.

¹ الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق رأس المال على الإستثمار في الأوراق المالية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، فرع مالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2005-2006، ص82.

د- الترجيح:

بمعنى أن يعطى وزن ترجيحي لكل عنصر يدخل في العينة، أي أن يتم ترجيح الورقة (السهم أو السند) في المؤشر أو الدليل كنسبة معينة بالمقارنة بالقيمة السوقية لأسهم الشركات المتداولة، وهذا يعني أن الترجيح بالقيمة السوقية يعكس الفرص الإستثمارية المتاحة في السوق، أما إذا ما إتبع أسلوب الوزن المتساوي في المؤشر، فهذا يعني إحتمال إختيار ورقة معينة بطريقة عشوائية.

هـ- المصدر:

أي تحديد السوق الأساسية التي تتداول فيها الأوراق المالية المكونة للمؤشر، والتي يمكن أن تأخذ أسعار هذه الأوراق منها، فإذا كانت الأوراق المالية المتداولة في بورصة باريس فإن حساب قيمة المؤشر تكون على أساس الأسعار التي تم الإعلان عنها في تلك البورصة والتي قد تكون أسعار الإقفال، وتجدر الإشارة إلى أن إدخال تقنيات التسعير الآلي قد ساهم كثيرا في تسهيل حساب قيمة المؤشرات المبنية على الأسهم المتداولة في البورصات.

2- أهم إستخدامات المؤشرات:

ترتبط مؤشرات البورصة بإستخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في الأسواق المالية، ومن بين هذه الإستخدامات نذكر:¹

أ- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة:

حيث يمكن للمستثمر أو مدير الإستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجابا أو سلبا) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدى، وإذا كانت إستثماراته في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل متابعة ذلك المؤشر.

ب- الحكم على أداء المديرين المحترفين:

يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائيا أن يحقق عائدا يعادل تقريبا عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني بأن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه أن يحقق عائدا أعلى من متوسط عائد السوق.

¹ حسين عصام، مرجع سبق ذكره، ص39.

ج- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق:

إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الإقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات، فقد يتمكن من التنبؤ مسبقاً بما ستكون عليه السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه، إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

د- تقدير مخاطر المحفظة:

حيث يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة، وتجدر الإشارة إلى أنه بفضل التطورات التي تشهدها الساحة المالية أصبحت المؤشرات التي كانت تستخدم من أجل التعرف على اتجاه السوق تسجل ويتم تداولها على مستوى بورصة الأوراق المالية شأنها شأن أي ورقة مالية عادية، غير أن الاختلاف الوحيد الذي يمكن تمييزه هو أن التداول لا يكون بتبادل الأوراق المالية المكونة للمؤشر نفسه، وإنما يتم التعامل على توقعات المستثمرين بشأن تطورات أسعار تلك الأوراق أي يتم تداول شئ غير ملموس، حيث يمكن أن نجد العمليات الآجلة على المؤشرات عقود المستقبلية، عقود الخيارات على المؤشرات، مبادلة مؤشرات، وهو ما يفسر بأن المشتقات المالية لا تتوقف على اشتقاق أداة مالية فقط وإنما حتى المؤشرات يمكن اشتقاقها.

ثالثاً: أساليب بناء المؤشرات المالية.

تتمثل أهم الأساليب المستخدمة لبناء المؤشرات:¹

1- المؤشرات المبنية على أساس القيمة:

ينطلق هذا الأسلوب في بنائه لمؤشرات السوق في تحديد الوزن النسبي للسهم وذلك بإعطاء القيمة السوقية الكلية لكافة الأسهم العادية للمؤسسة الممثلة داخل المؤشر، وتحسب القيمة المطلقة للمؤشر بجمع القيم السوقية لكل المؤسسات الممثلة داخل المؤشر، مثل مؤشر الجمعية الوطنية لنظام المتاجرة الآلي للأوراق المالية "NASDAQ"، ومن بين المؤشرات التي تعتمد على أساس القيمة والتي تعتبر أكثرها شيوعاً: مؤشر "كولس" ومؤشر "ستاندار أند بور"، وفيما يلي يتم توضيح كل منهما:

¹ محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الإقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، ص174.

أ- مؤشر "كولس":

في عام 1949 قدم "ألفريد كولس" مؤشر كولس، والذي إستخدم فيه بيانات من عام 1871 لكل الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك، وكان أول مؤشر يقوم على أساس إعطاء وزن لكل سهم بناء على معدل الرسملة الخاص بالسهم أو القيمة السوقية له، ويعتبر الأسلوب الذي إستخدمه كولس أفضل وسيلة لتحديد إتجاه السوق بشكل إجمالي، لأنه يفيد كثيرا في الدراسات الكلية كما يفيد مسيري محافظ الأوراق المالية.

ب- مؤشر "ستاندار أند بور":

يعرف هذا المؤشر بإسم "S&p 500" وقد تم البدء في تكوين هذا المؤشر سنة 1957، حيث أن الأسهم التي يتكون منها المؤشر تعادل نسبة 90% من الأسهم المسجلة في بورصة نيويورك، ويتكون مؤشر "ستاندار أند بور" من 500 سهم تتضمن 425 من الشركات الصناعية 25 شركة من صناعة السكك الحديدية و50 شركة من الخدمات العامة.

2- المؤشرات المبنية على أساس السعر:

حيث يتحدد وزن السهم بصفة تلقائية، وذلك على أساس نسبة سعر هذا السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية المكونة للمؤشر، ويدعى هذا المجموع بالقيمة المطلقة للمؤشر، وغالبا ما تميل هذه المؤشرات للأسهم ذات الأسعار المرتفعة، ويحسب متوسط العائد على المؤشر من فترة إلى أخرى كما يلي:

$$\text{متوسط العائد على المؤشر} = \frac{\text{القيمة المطلقة للمؤشر (سنة س + 1)} - \text{القيمة المطلقة للمؤشر (سنة س)}}{\text{القيمة المطلقة للمؤشر (سنة س)}}$$

ومن أهم المؤشرات العالمية المبنية على أساس السعر هو مؤشر "داو جونز"، حيث تم سنة 1885 بإصدار مؤشره لأول مرة وكان يتضمن 12 سهما، وبعد مرور أربع سنوات تضمن مؤشر داو جونز 20 سهما، ثم ظهر بعد ذلك مؤشر داوجونز الصناعي.

3- المؤشرات المبنية على أساس الأسعار النسبية:

ينطلق هذا المدخل من تحديد السعر النسبي لكل سهم الذي يتكون منه المؤشر، حيث يتم حساب السعر النسبي بقسمة سعر سهم اليوم على سعر سهم أمس، ثم يتم حساب الوسط الهندسي للأسعار، وبعد ذلك يتم تحديد قيمة المؤشر بضرب الوسط الهندسي للأسعار في أساس المؤشر.

وعليه، فإن خطوات بناء هذا المؤشر هي:

- تحديد السعر النسبي لكل سهم، وذلك بقسمة سعر السهم في الفترة (س) على سعر السهم في الفترة (س-1).

- تحديد الوسط الهندسي للأسعار، وذلك كما يلي:

$$\text{الوسط الهندسي للأسعار} = (س_1 \times س_2 \times س_2 \times \dots \times س_n)^{1/n}$$

حيث أن: س₁، س₂، س_n تمثل الأسعار اليومية / ن: عدد الأيام

4- المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية:

يفترض في هذا النوع من المؤشرات أنه يجب استثمار مبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها المؤشر عند بداية تكوينه، وبالتالي يعزل هذا المؤشر فكرة التحيز للأسعار، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس إتجاهها حقيقيا للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق.

وتتمثل خطوات حساب المؤشر كما يلي:

- تحديد وزن نسبي للسهم الأقل سعرا والذي يكون مساويا للواحد.

- تحديد الوزن النسبي لأي سهم آخر يتكون منه المؤشر باستخدام المعادلة الموالية:

$$\text{الوزن النسبي} = \text{قيمة السهم صاحب أقل سعر} / \text{سعر السهم}$$

- حساب قيمة المؤشر بضرب الأوزان النسبية لكل سهم في سعر السهم.

رابعا: أمثلة عن بعض المؤشرات

* **مؤشر داو جونز:** وهو من أشهر مؤشرات سوق نيويورك الحالي، ويمثل أحسن 30 صناعة أمريكية وهو غير قابل للمناجزة، ويعد هذا المؤشر من أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعا، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت لعام 1884 وذلك بإسم الشخص الذي صممه، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 9 أسهم لتسع شركات صناعية ليرتفع حجمها إلى 12 سهم عام 1886 ثم إلى 20 سهم في 1916 ثم إرتفع سنة 1928 إلى 30 سهم، وبالتالي أصبحت عينة المؤشر تمثل بـ 30 شركة أي بمعدل سهم لكل شركة تتسم بكبر حجمها وعدد المساهمين فيها وبارتفاع قيمتها السوقية، ويحسب مؤشر داو جونز الصناعي بجمع أسعار 30 شركة صناعية وتقسم على عددها (حساب الوسط الحسابي).

* **مؤشر بورصة نيويورك لكافة الأسهم:** تم إنشاء هذا المؤشر سنة 1965 وذلك من أجل توفير وسيلة لقياس اتجاه الأسعار في السوق بكل أمانة، بالإضافة إلى أربع مؤشرات خاصة بقطاعات الصناعة، النقل، الخدمات العامة والقطاع المالي.

* **مؤشر ستاندار أند بور 500 (S&p500):** وهو يمثل 500 ورقة مالية، كما أنه قابل للمتاجرة في سوق المشتقات المالية، ويمتاز هذا المؤشر بكونه موزوناً على أساس القيمة، وبالرغم من الإنتقادات الموجهة لهذا المؤشر كتحيزه للشركات الكبرى فقط وتأثره بها إلا أنه يبقى من أهم المؤشرات شائعة الإستعمال لدى المتعاملين كما يعتبر من بين المؤشرات التي تحاول أن تعكس اتجاه الأسعار بصدق، كما يمكن أن نذكر مؤشر S&p100 وهو يمثل 100 ورقة مالية، وهو قابل للمتاجرة في سوق المستقبلات.

* **مؤشر فالويلين 1400:** أنشئ هذا المؤشر في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1963 بعينة تتكون من 1400 شركة مقسمة على مختلف القطاعات كما يلي: 1217 شركة صناعية، 154 شركة تابعة لقطاع الخدمات و 29 شركة لقطاع النقل، وقد أعطيت لها قيمة 100 في سنة الأساس وهو موزون على أساس السعر، وبالتالي يعدل كلما كان هناك رفع برأس مال أو غيره من العمليات المالية.

* **مؤشر لندن "فاينانشل تايمز" (FT-SE100):** أنشئ هذا المؤشر في عام 1983 إستجابة لإحتياجات المتدخلين، أعطيت لهذا المؤشر 100 نقطة في سنة الأساس وأصبح بعد ذلك يتداول في سوق العقود المستقبلية.

* **مؤشر بورصة فرنسا "كاك 40" (CAC40):** وهو المؤشر الأكثر شهرة وإستعمالاً، ويهدف هذا المؤشر إلى توفير معلومات دقيقة قدر الإمكان وفي أسرع وقت عن اتجاه البورصة الفرنسية لتلبية إحتياجات المتعاملين، وبالنظر إلى عينة أسهم الشركات التي يتكون منها المؤشر والتي يبلغ عددها 40 شركة مقسمة إلى 08 قطاعات رسمية هي: المنتجات القاعدية، قطاع البناء، التجهيزات، سلع إستهلاكية معمرة، سلع إستهلاكية غير معمرة، مواد غذائية، الخدمات، مؤسسات مالية.

* **مؤشر نيكاي الياباني:** أنشئ سنة 1950 وهو يتكون من 225 شركة يابانية كبيرة الحجم.

* **مؤشر فازودوكس الألماني:** وهو يتكون من 300 سهم.

* **مؤشر ناسداك المجمع:** هو مؤشر لنظام السوق الوطني يشمل أكثر من 5000 سهم يتم تبادلها عبر المنصات فقط وليس من خلال البورصة.

* مؤشر (إم إس آي): وهو إختصار لـ(مورغان ستانلي كابيتال إنترناشيونال) لأسواق أوروبا وأستراليا والشرق الأقصى، ويقيس هذا المؤشر أداء 1000 ويتم إحتساب قيمة هذا المؤشر بطريقتين مختلفتين: طبقا للقيمة الرأسمالية وطبقا للنتائج المحلي الإجمالي.

ومن خلال الجدول التالي نقدم بعض مؤشرات البورصات الناشئة العربية وتسميتها:

الجدول رقم (1): مؤشرات البورصات الناشئة العربية وتسميتها

إسم المؤشر	الأسواق العربية	إسم المؤشر	الأسواق الناشئة
BSE	البحرين	OCBC Index	سنغافورة
CMA	مصر		
ASE	الأردن		
KSE	الكويت	KCS Index	كوريا الجنوبية
BSI	لبنان		
MASI	المغرب	SET Index	تايلاند
MSM	عمان	TSE Index	تايوان
AL-QUDS	فلسطين	HANA SANG Index	هونك كونغ
CBQ	قطر	JSE Index	أندونيسيا
NCFEI	السعودية		
NBAD	الإمارات		
BVMT	تونس	KLSE Index	ماليزيا

إقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص140.

خلاصة:

حاولت السلطات العمومية في كافة البورصات العالمية وما زالت تحاول تحسين وتنظيم بورصاتها وأسواقها المالية من سنة لأخرى كلما طرأ طارئ، فالتطور السريع والعميق في علم المالية الحديثة مهد لظهور علم المؤشرات المالية التي أصبحت تسيّر الأسواق المالية وباتت هي ذاتها منتج مالي يتداول في البورصات الخاصة بها، ولما لهذه المؤشرات من أهمية فقد حاول الكثير من الاقتصاديين دراستها من حيث كيفية بناءها وطريقة حسابها ومدى استعمالها في التنبؤ وقدرتها على ذلك.

كما أنّ المؤشرات لها استخدامات عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس مال، وتأتي في مقدمة تلك الاستخدامات قياس مستوى الأسعار في السوق، إعطاء فكرة سريعة من العائد المتولد عن محفظة الأوراق المالية للمستثمر، والحكم على مستوى أداء المديرين المحترفين القائمين على إدارة محفظة الأوراق المالية للمؤسسات المتخصصة في الاستثمار، كما يمكن أن تستخدم أيضا لوضع تصور على حالة سوق رأس المال في المستقبل.

تبقى المؤشرات لحد الآن هي الأداء الأكثر تعبيراً عن حالة السوق ورغم كل ما يوجّه لها من انتقادات ويحاول المختصون في هذا المجال الحد من نقائصها في تصوير السوق ووضعيات الاقتصاد على الأمد القصير والأمد الطويل وتتوقف كفاءتها على كفاءة المعلومات التي بنيت على أساسها.

من خلال ما تم تقديمه في هذا المحور، ينبغي أن يكون الطالب قد تمكن من التوصل إلى أن:

- المؤشر يعتبر أداة فعالة تعكس الأسعار في البورصة واتجاهها، وذلك من خلال دراسة تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق إرتفاعاً أو إنخفاضاً، وقد زادت أهمية دراسة المؤشرات بعدما أصبحت أداة من الأدوات المالية المتداولة في البورصة كتداول الأوراق المالية العادية الأخرى.
- من خلال تصميم المؤشرات، يمكن معرفة درجة الإرتباط الموجودة بين الأسواق المالية المختلفة بالإضافة إلى إمكانية تقدير درجة حساسية الأسواق المالية للتغيرات التي تحدث في الأنظمة الإقتصادية المختلفة.

المحور الحادي عشر

البورصات المتقدمة
والبورصات الناشئة

المحور الحادي عشر: البورصات المتقدمة والبورصات الناشئة.

تمهيد:

شهد الاقتصاد العالمي تغيرات ديناميكية متسارعة مرتكزة على الأسواق المالية وذلك في ظل المتغيرات العالمية والاقتصادية، وبذلك أصبحت بورصة الأوراق المالية من الموضوعات الهامة التي تحظى باهتمام كبير من طرف الدول والمؤسسات المالية نظرا لتزايد الدور والوظائف التي تؤديها هذه الأسواق، خاصة بسبب سرعة استجابة هذه الأسواق للمتغيرات المحلية والخارجية.

تلعب بورصة الأوراق المالية دورا استراتيجيا وهاما في عملية تمويل الاقتصاد الوطني، واقتراح الحلول المتطورة والصاعدة عندما يتطلب الأمر ذلك. لذلك يقتضي التعرف على تطور البورصة في عدد من البلدان المتقدمة بهدف الاستفادة من تجارب هذه البورصات في معالجة المشكلة، لأن نجاح البورصة في رفع كفاءتها انطلاقا من توفير الشروط اللازمة لكسب سوق جيد وفعال يعد مرتكزا أساسيا تسعى الدول لبلوغها في ظل ما يواجهها من ضغوط. وإلى جانب البورصات المتقدمة يوجد في المقابل بورصات حديثة العهد سجلت اسمها في وسط الأسواق المالية. كما زادت أهميتها خاصة بعد إلغاء القيود على التدفقات المالية، أطلق عليها مصطلح البورصات الناشئة. وهذا ما سنتطرق له في هذا المحور من خلال:

أولاً: ماهية البورصات المتقدمة.

ثانياً: ماهية البورصات الناشئة.

أولاً: ماهية البورصات المتقدمة.

تساهم الأسواق المالية في الدول المتقدمة بنسب كبيرة في نمو الاقتصاد، وذلك بفضل ما تتميز به هذه الدول من أسواق مالية متكاملة وعالمية التداول، وبالأدوات البورصية ومحافظ الإستثمار المتجددة، هذا فضلا عن سماحها ببيع الأوراق المالية للأجانب والسماح للشركات الأجنبية بالعمل في تداول الأوراق المالية المحلية، هذا بالإضافة إلى توفر المعلومات والإتصالات بين جانبي العرض والطلب على الأوراق المالية، والمحافظة على مناخ البورصة وأسواق المال لمحاربة الإشاعات وتقليل المخاطر¹.

1- خصائص الأسواق المالية المتقدمة:

لقد أفرزت العولمة سمات جديدة للأسواق المالية الدولية، نتناول أهمها في النقاط التالية:²

أ- تجديد الأسواق:

إذا كان الإقتصاد العالمي إتجه نحو آليات جديدة مترابطة ومتناسقة من خلال صندوق النقد والبنك الدوليين والمنظمة العالمية للتجارة، قامت أيضا الأسواق المالية المتقدمة بخلق آليات وأدوات عمل جديدة من خلال تكنولوجيا المعلومات ومنظومة الإتصالات، وتتأثر الأسواق المالية بالضغوط والقوى العالمية، حيث أنه توجد إتجاهات عالمية نحو توحيد القوانين التي تنظمها ومن خلال أيضا إلغاء أو التخفيف من القيود التنظيمية والإجراءات المعرقلية، وإزالة الحواجز الفاصلة بين مختلف الأسواق... إلخ، ولقد شملت أغلب عمليات تجديد أسواق المال في الدول المتقدمة جوانب عديدة ولعل أهمها: تطوير صناعة الأوراق المالية وتوحيد المعايير النمطية في مختلف البورصات، التنسيق في السياسات النقدية والمالية هذا بالإضافة إلى تطوير وسائل الإتصالات وبناء شبكات المعلومات المالية³.

ب- ترابط الأسواق المالية وعالمية البورصات:

حققت شبكات المعلومات العالمية تقدما كبيرا في تكنولوجيا ربط البورصات والأسواق المالية في الدول المتقدمة، وأصبحت هذه الأخيرة تتميز بقاعدة واسعة لمعاملاتها ومحفظة مالية متنوعة، وأدى ذلك إلى تدويل البورصات فيها وربطها مع بعضها البعض ويزور منافسة قوية على جميع الأصعدة، وهو ما ساهم في تجديد الأدوات وآليات التعامل وزيادة حجم التعامل وإرتفاع عدد شركات الوساطة المالية، وقد ساهم المستثمرون التأسيسيون بشكل كبير في زيادة الربط الدولي لتلك الأسواق، ويظهر ذلك بشكل أساسي من

¹ فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998، ص110.

² المرجع أعلاه، ص111.

³ المرجع أعلاه، ص112.

خلال: التوسع في فروع الشركات متعددة الجنسيات والتي تساهم بأكثر من 75 % من الإستثمار الدولي، والتوسع في البنك الدولي وصندوق النقد الدولي وأيضا التوسع في أسواق السندات الدولية وتحرير تجارة الخدمات المالية والتأمينية والمصرفية وتجارة الأوراق المالية¹.

2- أهم البورصات المتقدمة:

لقد أخذت البورصات المتقدمة الطابع العالمي بفضل زيادة حجم المعاملات التي تتم على مستواها وتأثيرها بشكل كبير على النظام العالمي، خاصة في ظل تزايد وتيرة العولمة وإنفتاح الأسواق التجارية العالمية، ومن خلال ما يلي نقدم أهم تلك البورصات:²

أ- البورصات الأمريكية:

تتمثل أهم البورصات الأمريكية في:

• بورصة نيويورك للأسهم New York Exchange:

كانت بورصة نيويورك عبارة عن جمعية تضم 13 عضو تقريبا لتتحول سنة 1971 إلى شركة مساهمة، فبعد أزمة 1929 أصبحت لبورصة نيويورك لجنة تتمتع بسلطات تنظيمية ورقابية واسعة، كما أصبح مجلس الحكام الذي يتألف من 30 عضوا منتخبين هو الجهاز الأهم في البورصة، أما بالنسبة لأعضائها فكانوا عبارة عن شخصيات مرموقة في السوق يعملون بصفة فردية أو متحدين فيما بينهم ضمن جمعيات أو شركات مساهمة وكانوا يتمثلون في السماسرة الذين يعملون لحساب زبائنهم، تجار الأوراق المالية الذين يعملون لحسابهم الخاص والمتخصصون الذين يعملون كسماسرة وينفذون الأوامر لحساب سماسرة آخرين، أو كتجار مثل دور "jobbers" في لندن الذين يكونون دائما على إستعداد لكي يكونوا طرفا مقابلا ويقومون بضبط السوق³.

• البورصة الأمريكية:

تفرض البورصة الأمريكية شروطا أقل تعقيدا من تلك التي تفرضها بورصة نيويورك فيما يخص إدخال ورقة مالية إلى التسعير، حيث أن كلفة التسجيل بقيت متدنية بالمقارنة مع ما هو سائد في بورصة نيويورك، لذلك فإن العديد من الشركات تكتفي بالتسعير في البورصة الأمريكية وهذا ما يعتبر بالنسبة إلى

¹ المرجع أعلاه، ص 160.

² عزوز عاتشة، دور الأسواق المالية الناشئة بالبلاد النامية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2013/2012، ص 161-163.

³ وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2003، ص 28.

تلك الشركات نوع من التدرج قبل إنتقالها إلى بورصة نيويورك، من جهة أخرى يمكن لبعض القيم غير المسعرة أن تتداول على مستوى البورصة الأمريكية بينما في بورصة نيويورك فإن أوامر البورصة تصدر فقط عن أشخاص طبيعيين.

ب- البورصات الأوروبية:

ساهم تخفيض قيود التعامل وتوحيد أنماط التداول بين الدول الأوروبية في توحيد الأسواق المالية والبورصات الأوروبية، ومن أهم هذه البورصات نجد:

• البورصات الألمانية:

تتضمن السوق المالية الألمانية 8 بورصات للأوراق المالية تقع في فرانكفورت، ميونيخ، دوسلدورف، إشتوتجارت، هامبورج، هانوفر، بريمان، وست بيلين، وتتميز البورصات الألمانية بكفاءتها العالية والذي يرجع بصفة رئيسية إلى إستقرار العملة الألمانية وسهولة إستخدامها عبر الأسواق الأوروبية والعالمية وتوحد الألمانيتين، لكن من جهة أخرى لازلت البورصات الألمانية محدودة النشاط بالمقارنة مع بورصة لندن وبورصة نيويورك وبورصة طوكيو لكون الأنظمة والقوانين الخاصة بها وخاصة فيما يتعلق بنظامها المصرفي ليست عالمية، فقد كان الإتجاه منذ الحرب العالمية الأولى نحو النمو الإقتصادي الداخلي الذي حقق نجاحا كبيرا داخليا لأنه قام بالعمل على تحويل الموارد قصيرة الأجل إلى قروض طويلة الأجل، كذلك تتميز السياسة المصرفية بألمانيا أنها هي الأساس للتطوير والنمو الإقتصادي الألماني، غير أن تعدد الأسواق الفرعية المجزأة في الأسواق الألمانية يعطيها صفة الكثرة ولكنها صغيرة الحجم والقوة مقارنة بالإقتصاد الألماني واحتياجات المؤسسات.¹

• البورصات البريطانية:

أنشئت بورصة لندن London Stock Exchange رسميا في عام 1802 وبقيت على إمتداد القرن 19م البورصة الأهم لكنها عادت لاحقا وخسرت موقعها الطبيعي لصالح بورصة نيويورك، وتعتبر البورصات البريطانية من بين الأسواق التي تتمتع بكفاءة عالية، فهي تحتل مكانة بارزة في الأسواق المالية الدولية بفضل دعك القوانين البريطانية الجديدة لها وذلك من خلال مختلف التسهيلات المقدمة للمتعاملين الماليين الدوليين وأيضا بفضل الخبرة الواسعة والمشهودة للوسطاء الماليين البريطانيين في إدارة المعاملات النقدية والمالية الدولية.

¹ وليد أحمد صافي، أنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص58.

• بورصة الأوراق المالية في فرنسا:

تعتبر بورصة باريس من أهم البورصات في فرنسا، وهي تخضع لنظام تداول واحد خاضع لنفس السلطات والقواعد في نشر البيانات ويتم التداول من خلال نظام إلكتروني مركزي يسمى CAC، وتنقسم السوق المالية في فرنسا إلى ثلاثة أقسام هي: السوق الرسمية وهي السوق الأكثر شهرة وهي تجمع المشروعات الكبرى الوطنية والأجنبية، كما تعتبر هذه السوق سوق التسعير الرسمي وتعتبر السوق الأساسية في البورصة فهي تسجل أكبر عدد من العمليات يوميا وأيضا لأنها توفر شهرة أوسع للمشاريع، أما القسم الثاني فهو يتمثل في السوق الموازية والتي عرفت نجاحا هاما بفضل إستجابتها لحاجة المشاريع التي ترغب بأن تسعر في البورصة غير أنه كانت ترفض التوجه إلى السوق المالية الرسمية بسبب العوائق التي تفرضها، فشرط التسجيل في السوق الموازية تعتبر أكثر مرونة من تلك التي تفرضها السوق الرسمية.

ج-البورصة اليابانية:

تعتبر البورصة اليابانية بورصة رائدة على مستوى الأسواق المالية الدولية، وذلك بفضل الخصائص التي تتصف بها والتي تميزها عن غيرها من البورصات، حيث تغطي الأسواق المالية في اليابان أسواق الأسهم، أسواق السندات، التأمين وأسواق الإستثمار ورأس المال، وتتميز البورصات اليابانية بمجموعة من الخصائص ولعل من أهمها هو إنخفاض المخاطر وتنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصات هذا بالإضافة إلى الإتجاه المتزايد نحو تسجيل وتداول الأوراق المالية الأجنبية والإتصالات الفعالة بين البورصات اليابانية والبورصات الأجنبية، فضلا عن ذلك تتميز البورصات اليابانية بإستقرار التداول فيها وإنتشار الوعي الإستثماري مع إتساع قاعدة الوعي الإدخاري لدى اليابانيين وتجديد وتطوير أدوات البورصات اليابانية ولعل هذا ما زاد من عدد الشركات المسجلة فيها خاصة وأن هذه البورصات اليابانية تضع شروطا ميسرة للتسجيل فيها كما أنها تعمل جاهدة على بناء شبكة معلومات لتداول الأوراق المالية كما أنها تسعى إلى تطوير أدوات السوق الأولية والسوق الثانوية هذا إلى جانب تطوير أسواق السندات والإهتمام بأسواق العملات الأجنبية¹.

¹ المرجع أعلاه، ص126.

ثانياً: ماهية البورصات الناشئة.

1- تعريف البورصات الناشئة ومراحل تطورها:

أ- تعريف البورصات الناشئة:

تعرف الأسواق المالية الناشئة على أنها الأسواق التي توجد خارج الدول المتقدمة، وتنتمي إلى دول نامية في مرحلة التحول إلى إقتصاد السوق، وأهم ما تتميز به هذه الأسواق هو الزيادة الكبيرة في القيمة السوقية للأسهم، بالإضافة إلى تزايد حجم الإصدارات الجديدة¹.
تقسم الأسواق المالية الناشئة إلى أربعة مجموعات وفقاً لمراحل تطورها: حيث تتمثل المجموعة الأولى في تلك الأسواق التي لازالت في المراحل الأولى للتطور، مثل بورصات كينيا، زيمبابوي، المجر وبولندا، ومن أهم سماتها قلة عدد الشركات المسجلة فيها وإنخفاض عدد الأسهم وضآلة القيمة السوقية للأسهم مع تركيز ملكية هذه الأسهم في نوعيات محددة، هذا بالإضافة إلى إنخفاض سيولة الأوراق المالية والتقلبات الشديدة في الأسعار.

أما المجموعة الثانية فتتمثل في كل من بورصات البرازيل، الصين، كولومبيا، الهند، المغرب والفلبين حيث تتميز الأوراق المالية المتداولة على مستواها بدرجة سيولة كبيرة وبتنوع على نحو يوفر للمستثمرين الفرصة لجني الأرباح من تكوين محافظ متنوعة للأوراق المالية كما أن المصدر الرئيسي للتمويل فيها هو إصدار الأسهم.

بينما المجموعة الثالثة فهي تمثل كل من بورصات الأرجنتين، إندونيسيا، تايلاندا وتركيا والتي تتميز بإستقرار نسبي أكبر في أسعار الأوراق المالية وزيادة حجم الإصدارات الجديدة وخاصة من الأسهم وإرتفاع القيمة السوقية للأسهم المدرجة.

وتتميز المجموعة الرابعة مثل بورصات هونغ كونغ، المكسيك، كوريا، سنغافورة وتايوان بمعدلات سيولة مرتفعة بالنسبة للأوراق المالية، كبر حجم التعاملات وإتساع نطاق السوق المالية.

وفيما يلي نقدم مجموعة الأسواق المالية الناشئة خلال 2008 وذلك حسب ما أورده وكالة

:Standard and Poor's

¹ وليد أحمد صافي، مرجع سبق ذكره، ص 91.

الجدول رقم (2): مجموعة الأسواق المالية الناشئة خلال 2008

أمريكا اللاتينية	آسيا	أوروبا	الشرق الأوسط	إفريقيا
الأرجنتين	الصين	جمهورية التشيك	البحرين	نيجريا
البرازيل	الهند	هنغاريا	الأردن	مصر
الشيلي	أندونيسيا	بولونيا	السعودية	المغرب
كولومبيا	كوريا الجنوبية	روسيا	إسرائيل	جنوب إفريقيا
المكسيك	ماليزيا	تركيا	عمان	زيمبابوي
البيرو	باكستان	سلوفينيا	إيران	
فنزويلا	الفلبين			
	سريلانكا			
	تايوان			
	تايلاند			

المصدر: وليد أحمد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الأردن، 2012، ص 68.

2- خصائص البورصات الناشئة:

تتميز البورصات الناشئة بأهم الخصائص التالية:¹

- الخطر والعائد: يقاس الخطر عادة بالانحراف المعياري للعائد بناء على فترة محددة أو بما يسمى بتقلبات الأسعار، وتتميز هذه الأخيرة بمستويات مرتفعة في البورصات الناشئة.
- السيولة وعمق السوق: يقصد بعمق السوق أنه يمكن الحصول بسهولة ويسر على أوامر شراء وبيع الأوراق المالية بسعر أعلى وأدنى من الأسعار السائدة في السوق، أما ضيق السوق فيعني أن هناك عدد قليل من أوامر البيع والشراء، ويمكن دراسة سيولة السوق وعمقها من خلال حجم التداول وقيمة التعامل والرسملة البورصية ونصيب العشر أو العشرين مؤسسة الأكبر في السوق من رسملتها.
- المنتجات المتداولة: وهنا نميز بين المنتجات التي تصدر وتفيد في الأسواق المحلية وتلك التي تفيد في الأسواق الأجنبية، فالإ جانب الأسهم والسندات التي يتم تداولها في الأسواق المحلية الناشئة، بدأ التعامل بالمنتجات المشتقة ولقت رواج ملحوظا، فمثلا بورصة سامبالو للعقود المستقبلية في البرازيل "Bolsa

¹ المرجع أعلاه، ص 162-165.

"Mercadorias e Futuros de Sao Paulo" احتلت المركز الخامس عشرة من ضمن البورصات الأكثر نشاطا في سنة 1990، ومن أجل جلب عدد أكبر من المستثمرين الأجانب، قامت مؤسسات عديدة في الأسواق الناشئة بإصدار أسهم في بعض الأسواق المتقدمة، وإصدار أورو-سندات بما يقارب 37 مليار دولار من طرف الدول الناشئة، إلى جانب اللجوء إلى منتجات مشتقة تستثمر في الأسواق المتقدمة.

- إدارة المؤسسات: تتميز القوانين التي تنظم شركات المساهمة بعدم الشفافية وعدم الصرامة في مختلف الأسواق الناشئة، فمثلا لا يمكن لحملة الأسهم بكامل صلاحياتهم بالمساهمة في قرارات مجلس الإدارة، هذا إلى جانب أن المستثمرين التأسيسيين لا يساهمون دائما في قرارات التسيير وهذا ما يفسر إلى حد ما تقلبات رؤوس الأموال.

- درجة إنفتاح السوق: يمكن أن نقيم درجة إنفتاح السوق بالنظر إلى عدد الشركات الأجنبية المقيدة في الأسواق الناشئة وتحرير تنقل رأس المال، فنلاحظ أن الأسواق الناشئة هي أقل تدويلا من مثيلاتها المتطورة، وأكثر قليلا من عدد الشركات المقيدة فيها، فمثلا كان نصيب المستثمرين الأجانب ما نسبته 25% من حجم التعامل في إندونيسيا و 20% في المكسيك، ولكن وبالرغم من تزايد عمليات التحرر من التنظيمات والقوانين التي تعرقل الإستثمار الأجنبي، وكذلك السعي لتدويل أسواق المال، إلا أن درجة الإنفتاح لا زالت غير تامة.

- مستوى الإدخار الوطني: تتميز أغلب الدول الناشئة بمستوى إدخار وطني غير كافي لتلبية إحتياجات تمويل إقتصادياتها، بإستثناء بعض الدول الآسيوية التي لها معدلات إدخار من بين ضمن المعدلات الأعلى في العالم، فعلى هذا الأساس يجب تحقيق معدلات إدخار وطنية مرتفعة حتى يتسنى المحافظة على الإستقرار المالي وتخفيض تقلبات عوائد أسواقها وجلب إستثمارات أجنبية.

- التشريع الضريبي: يتميز التشريع الضريبي في الدول الناشئة بمرونة أكثر منه في الدول المتقدمة، خاصة في الضرائب المتعلقة بفوائض القيم وبالأرباح.

3- أمثلة عن بعض البورصات الناشئة:

أ- بورصات أمريكا اللاتينية:

ظهرت على مستوى قارة أمريكا اللاتينية بعض الأسواق المالية الناشئة، ومن بينها يمكن ذكر مايلي¹:

¹ كاظم الدعي عباس، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010، ص108.

- بورصة جامايكا:

أنشئت هذه السوق عام 1968، وتعد تجربة جامايكا من التجارب المفيدة في آثارها الديناميكية على بورصة الأوراق المالية، كما أنها تعتبر مثالا واضحا لتطور سوق رأس المال خلال عقد الثمانينيات بصفة عامة والنصف الأخير منه بصفة خاصة، ويرجع ذلك إلى السياسات الإصلاحية التي تتبناها حكومة جامايكا، وتنفيذ برامج التخصيص مع بداية الثمانينيات والجدية والفاعلية في التنفيذ مع نهاية هذا العقد.

- بورصة البرازيل:

والتي يلاحظ إستمرار إرتفاع مؤشر بورصتها ضمانا للمستثمرين وتحقيقا لعوائد مجزية.

- بورصة شيلي:

تمتتع هذه السوق بمناخ سياسي مستقر، وتستفيد من إقبال مستثمري الولايات المتحدة عليها خاصة بعدما نجحت في السيطرة على التضخم.

2- البورصات الآسيوية:

لقد ظهرت في القارة الآسيوية العديد من البورصات الناشئة، من أهمها:¹

- بورصة كوريا الجنوبية:

أنشئت عام 1956 وكانت أساسا في البداية سوقا للسندات الحكومية لا لأسهم الشركات، ولم تظهر سندات الشركات إلا في 1972، وبفعل التدابير السياسية فقد إتسعت سوق الأوراق المالية كثيرا في المدة ما بين 1971 و 1978، حيث زاد عدد الشركات المسجلة سبع مرات وزاد مؤشر أسعار الأوراق المالية المركب نحو ست مرات، وزاد إجمالي القيمة السوقية للأوراق المسجلة في البورصة الكورية من 3% من إجمالي الناتج الوطني في 1971 إلى 12% في 1978، وقد شهدت سوق الأوراق المالية الكورية إزدهارا كبيرا ما بين 1984 و 1988، وزاد المؤشر المركب بأكثر من سبعة أمثاله.

- بورصة أندونيسيا:

بدأت أولى محاولات الحكومة الأندونيسية لإحياء سوق الأوراق المالية عام 1972، وذلك بمساعدة كل من هولندا ومنظمة التمويل الدولية، ومنذ بداية تسعينيات القرن الماضي كان نمو السوق محسوسا من جميع النواحي كعدد الشركات المسجلة، وقيمة رأس مال السوق، وحجم التعامل، وعدد شركات الأوراق المالية.

¹ هارون محمد صبري، أحكام الأسواق المالية - الأسهم والسندات، دار النفائس، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009، ص88.

- بورصة هونغ كونغ:

تتمتع هذه البورصة بالديناميكية، وفيما يتعلق بشكلها القانوني فهي ترتبط بشكل كبير بالعلاقات الصينية البريطانية.

- بورصة ماليزيا:

هي سوق متطورة وواسعة لرأس المال بصفة عامة وسوق للأسهم بصفة خاصة، وقد بدأ الإتجاه نحو إنشاء بورصة منظمة للأوراق المالية في ماليزيا منذ عام 1930 حينما تم إنشاء إتحاد لحائزي الأوراق المالية، غير أن تشكيل بورصة الأوراق بالمفهوم المتعارف عليه تأخر حتى عام 1960، ويعتبر كثير من المستثمرين هذه السوق واحدة من أكثر الأسواق العالمية الناشئة حركة في العالم، بالرغم من أنها ظلت غير ظاهرة مقارنة بجيرانها هونغ كونغ، تايلندا، سنغافورة.

- بورصة الهند:

تمثل بورصة الهند سوقا ذات احتمالات نمو واسعة وقد تم إنشاء أول شركة إستثمار أجنبية للعمل في سوق الأسهم الهندية، ومن بين النقائص التي تعاني منها هذه البورصة أنها مصممة لصغار المستثمرين وليس للصناديق الكبيرة، ومع ذلك فإن الهند تمثل احتمالا إستثماريا مريحا.

خلاصة:

حيث تعتبر الأسواق الأوروبية والأمريكية وغيرها من الأسواق البريطانية واليابانية من بين أهم وأكبر البورصات المتقدمة. أما أهم البورصات الناشئة فهي تتمثل في كل من بورصة المكسيك، الصين، ماليزيا، تايلاند، مصر... إلخ. حيث فتحت هذه الأخيرة أسواقها واستقطبت تدفقات مالية ضخمة، إذ تحولت من طبيعة القيود المصرفية إلى طبيعة أوراق مالية فشهدت بذلك هذه الأسواق نموا كبيرا، و أكثر مظاهر هذه البورصات هو عملية توجيهها نحو التحرر والعالمية سعيا وراء الاندماج مع أكبر أسواق الأوراق المالية الدولية بهدف زيادة معدلات الاستثمار، إلا أن عدم التحكم في هذه الأسواق يؤدي إلى الإضرار بالاقتصاد ونشوء أزمات مالية ونقدية، وتكمن خطورتها بأنها سياسة اقتصادية تدار من قبل المستثمرين الأفراد وليس من قبل مؤسسات الدولة أي أن الأفراد يشاركون في تخطيط الاقتصاد الوطني حتى وإن كان ذلك بدون قصد منهم، وبالإمكان تقليل تلك الخطورة كلما كانت السوق أكثر كفاءة.

من خلال ما تم تقديمه في هذا المحور، ينبغي أن يكون الطالب قد تمكن من التوصل إلى أن:

- تركز الأسواق المالية الدولية في قيامها على مجموعة من المقومات الضرورية والتي من أهمها هو تنوعها على عدد كبير من البنوك والمؤسسات المالية وكذا استقطابها لأكبر قدر ممكن من رؤوس الأموال.

- أخذت البورصات المتقدمة الطابع العالمي بفضل زيادة حجم المعاملات التي تتم على مستواها وتأثيرها بشكل كبير على النظام العالمي، هذا بالإضافة إلى مجموعة الخصائص والمتعلقة خاصة بقدرتها على خلق آليات وأدوات عمل جديدة من خلال تكنولوجيا المعلومات ومنظومة الاتصالات مع اتجاهها العالمي نحو توحيد القوانين التي تنظمها ومن خلال أيضا إلغاء أو التخفيف من القيود التنظيمية والإجراءات المعرقة، وإزالة الحواجز الفاصلة بين مختلف الأسواق، ولعل ذلك ما ساهم بشكل كبير في اتساع قاعدة معاملاتها والذي أدى بدوره إلى تدويل البورصات وربطها مع بعضها البعض.

- يشمل مفهوم الأسواق المالية الناشئة تواجد الأسواق في الاقتصاديات النامية وتميزها بنمو في حجمها ومستوى نشاطها، وبالرغم من المزايا التي تتمتع بها مثل انخفاض تكلفة التمويل فيها وزيادة الاستثمار على مستواها إلا أنها تعاني من بعض المشاكل والتي من شأنها أن تضعف النظام المالي لهذه الأسواق.

المحور الثاني عشر

دور تقنية المعلومات في
تنشيط التداول والربط
الإلكتروني للبورصات
(البورصات الإلكترونية)

المحور الثاني عشر: دور تقنية المعلومات في تنشيط التداول والربط الإلكتروني للبورصات (البورصات الإلكترونية)

تمهيد:

تحتل بورصة الأوراق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية الحديثة نظرا لما تقوم به من وظائف ومهام تمثل حلقة من حلقات نمو القطاع المالي في أي دولة، يتطلب ذلك تمتعها بمستوى من الكفاءة، هذه الأخيرة التي تتحدد بمدى توافر المعلومات لكل المستثمرين من خلال توفير أحدث وأنجع وسائل تكنولوجيا المعلومات من أجل إيصال المعلومة إلى جميع المستثمرين أينما وجدوا، وتمكينهم من الاطلاع على حركة التداول في السوق المالية.

تحظى قضية تطوير البورصة باهتمام واسع، خاصة بعد أن شهدت تجارة الأسهم عبر الإنترنت نموا معتبرا في السنوات القليلة الماضية بفعل التوسع في استخدام شبكة الأنترنت، كما اتجهت العديد من البورصات في الدول العربية والأجنبية إلى توفير آليات لتداول الأسهم عبر الشبكة الدولية لجذب شريحة جديدة من المستثمرين، لم تكن متواجدة من قبل على ساحة سوق الأوراق المالية، ومع التزايد المستمر لأهمية الدور الذي تلعبه شبكة الأنترنت سواء على المستوى الشخصي أو المهني حيث كان من الضروري أن يظهر مفهوم "التداول الإلكتروني" في الأسواق المالية وهو عبارة عن إمكانية بيع وشراء الأوراق المالية أو مشتقاتها إلكترونيا عبر شبكة المعلومات أو الأنترنت. ومنه سنتناول في هذا المحور ما يلي:

أولا: تكنولوجيا المعلومات والاتصال في البورصات.

ثانيا: أساسيات حول التداول الإلكتروني.

ثالثا: قواعد التداول الإلكتروني.

أولاً: تكنولوجيا المعلومات والاتصال في البورصات.

يوضح مصطلح تكنولوجيا المعلومات في الإطار التنظيمي البنية الأساسية الحاسوبية والاتصالية في مؤسسة ما.

1- تعريف تكنولوجيا المعلومات:

يقصد بتكنولوجيا المعلومات جميع الأجهزة والوسائل التي يستخدمها الأفراد في المنظمة من أجل الحصول على البيانات والمعلومات ومعالجتها لغرض تخزينها وإسترجاعها عند الحاجة، وتتكون من خبرات الأفراد وأجهزة الحاسوب ووسائل الإتصال الأخرى والبرمجيات التي تساعد في إنماء أداء المنظمة، وتضم تكنولوجيا المعلومات جميع الوسائل والأدوات اللازمة من الحاسبات الإلكترونية، الإتصالات السلكية واللاسلكية، التكنولوجيا المسموعة والمرئية والطباعة والبرمجيات والخبرات والمهارات المتراكمة والمتاحة والوسائل المادية والتنظيمية والإدارية التي يستخدمها الإنسان للحصول على المعلومات¹.

2- خصائص تكنولوجيا المعلومات:

تملك تكنولوجيا المعلومات خصائص عديدة تميزها عن غيرها من التكنولوجيات الأخرى، تتمثل فيما يلي:²

- تقليص الوقت والمكان: تتيح أنظمة تكنولوجيا المعلومات القيام بالمهام المعقدة بسرعة، مما يقلل الوقت المستغرق عادة في معالجة البيانات، كما يمكن لوسائل التخزين أن تستوعب حجماً هائلاً من المعلومات المخزنة والتي يمكن الوصول إليها بسهولة؛
- إقتسام المهام الفكرية مع الآلة: تسهيل المهام نتيجة حدوث التفاعل بين الباحث والنظام؛
- النممة: يقصد بها الأسرع والأصغر والأقل تكلفة، وتلك هي وتيرة تطور منتجات تكنولوجيا المعلومات؛
- الذكاء الإصطناعي: أهم ما يميز تكنولوجيا المعلومات هو تطوير المعرفة بإستخدام أنظمة ذكية تعطي خصائص معينة لمحاكاة الذكاء في السلوك الإنساني؛

3- أهمية تكنولوجيا المعلومات:

تبرز أهمية تكنولوجيا المعلومات في النقاط التالية:¹

¹ ندى إسماعيل جبوري، أثر تكنولوجيا المعلومات في الأداء المنظمي، مقال في مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية، العدد 22، العراق، 2009، ص141.

² محمد بوتين، أثر تكنولوجيا المعلومات على عملية إتخاذ القرارات والأداء - واقع المؤسسة الجزائرية، مداخلة ضمن الملتقى الدولي الأول حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للإندماج الفعلي في الإقتصاد العالمي، جامعة الجزائر، 2003، ص ص 3-4.

- تحسين التوظيف الداخلي للمؤسسة مع العمل على تطوير أدوات الإدارة العليا من خلال تنظيم كفاءات المستخدمين؛
- العمل على تقليص الأعمال الإدارية والتركيز على المهام الأساسية؛
- السماح بالتواجد في كل مكان؛
- تخفيض المصاريف مع تحسين الإنتاجية والكفاءة وتطوير الخدمات والمنتجات؛
- المساعدة على الابتكار والتجديد والتفاعل مع تحركات المنافسين بمسايرة التطورات الحديثة التي تمس طرق الإنتاج والتوزيع؛
- المساهمة في تقديم عروض ملائمة مع إحتياجات العملاء لإحداث الميزة التنافسية وإيجاد أسواق جديدة ملائمة؛
- السماح بتقديم أحسن الخدمات للزبون؛
- المساهمة في الإنفتاح الكبير على المحيط من خلال إنشاء علاقات مثالية مع الموردين؛
- المساهمة في تجميع المؤسسات فيما بينها بتسهيل تسويق المنتجات وتوفير المواد الأولية اللازمة؛
- تمثل الوسيلة الأمثل لإدارة المؤسسات الكبيرة ذات الفروع؛
- توسيع التجارة الإلكترونية والسماح بالخروج من الأسواق المحلية إلى الأسواق العالمية.

4- البورصات في ظل الأنترنت:

أ- البورصات التقليدية والبورصات الإلكترونية:

- يعد الإستثمار الإلكتروني من أهم نتائج تكنولوجيا المعلومات في هذا العصر، وقد أدى إستخدامها في المعاملات الإستثمارية إلى تغيرات ترتبط بشكل أساسي بالحضور إلى البورصات أو تنفيذ أوامر البيع أو الشراء من خلال الهاتف، وفيما يلي عدد من المفارقات بين البورصات التقليدية والبورصات الإلكترونية:²
- مساهمة البورصات الإلكترونية في المساعدة على تنفيذ الأوامر دون الحاجة للحضور الشخصي إلى البورصات، إلا أن حضور المستثمر ضروري في البورصات التقليدية والتي يمكن أن تحتوي على درجة من الجوانب الإلكترونية حتى لو قام المستثمر بإستخدام الهاتف؛

¹ المرجع أعلاه، ص 6.

² عيد الناصر طلب الزبود، محمد خير سليم أبو زيد، أثر الأنترنت في الأسواق المالية - دراسة تطبيقية على بورصة عمان المالية، مقال في مجلة دمشق للعلوم الإقتصادية والقانونية، المجلد 23، العدد 1، سوريا، 2007، ص 81.

- أسهمت المعاملات الإلكترونية في إستقطاب المزيد من المستثمرين، وأدى ذلك إلى تحقيق وفورات الحجم الإقتصادي مقارنة بالبورصات التقليدية وبالتالي توفير التكاليف؛
 - إمكانية إجراء مختلف المعاملات الداخلية والخارجية المعقدة بصورة سريعة ومضمونة؛
 - تلغي الإستثمارات الإلكترونية دور الوسطاء في كثير من المعاملات وذلك لصالح المستثمر.
- الجدول رقم (3): أهم الفروقات بين البورصات التقليدية والبورصات الإلكترونية

المعايير	البورصات التقليدية	البورصات الإلكترونية
تكاليف التشغيل ومعالجة الأوامر	عالية	منخفضة
سرعة وتكاليف التسوية المحاسبية	تعتمد على إجراءات ورقية وتحدث بشكل لاحق	أسرع ودون الإعتماد على مواد ورقية
شفافية سيولة الأوراق المالية	تعمل على عرض أعلى أمر للشراء أو عرض للبيع	تعمل على عرض أفضل خمسة عروض وطلبات في سجل الأوامر
هوية الأطراف المتضاربة	يتم تحديد سمسار كل طرف من الأطراف المتضاربة قبل عملية البيع أو الشراء	لا يتم تحديد سمسار كل طرف من الأطراف المتضاربة قبل عملية البيع أو الشراء
أوامر الطلبات	لا يتم تحديد الأوامر إلا في ضوء الأسعار المكتوبة على لوحة السوق	يتم تحديد بشكل مسبق طلبات البيع والشراء حسب رغبات المستثمرين

المصدر: رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2006، ص103.

ب- العوامل التي ساهمت في النهوض بالبورصات من خلال الأنترنت:

أدى إستخدام الأنترنت إلى حدوث تطور هائل في نظام التداول في البورصة، ولأن الأنترنت أصبحت أحدث إبتكار في جميع المجالات، فقد جذبت المستثمرين والممولين بمزاياها العديدة، ويوجد العديد من العوامل التي ساهمت في نشر التجارة الإلكترونية في البورصات، تتمثل أهمها فيما يلي:¹

- **التقدم التكنولوجي:** يعد التقدم التكنولوجي في مجال الإتصالات من بين أهم العوامل التي أدت إلى ظهور التجارة الإلكترونية، وقد ساهمت الأنترنت في توسيع قاعدة المستثمرين ومساعدة العديد من الأفراد في الدخول إلى العديد من البورصات وبتكلفة قليلة نسبيا، ومكنت البرمجيات

¹ المرجع أعلاه، ص82.

العديد من الأفراد من المشاركة في العديد من البورصات من خلال نافذة واحدة، ومن ثم فقد ساهم في تخفيض تكاليف خدمات الدخول إلى الأسواق الخارجية.

● **الحاجة إلى خفض التكاليف:** نظرا لحاجة العديد من الأفراد ورغبتهم في خفض تكاليف الإستثمار، فقد ساهمت الأنترنت لتلبية هذه الرغبة من خلال إلغاء أو تخفيض العديد من التكاليف الإدارية وذلك بإستبدالها إلكترونيا، أما من جانب المستثمرين فقد تم تخفيض العديد من التكاليف في عدة مجالات أهمها:

- التقليل من الوقت المصروف في جمع المعلومات عن التقلبات السعرية للأوراق المالية؛
- تخفيض تكاليف التعاملات من جانب البورصات والتي ستعكس على المستثمرين؛
- التقليل من أهمية الوسطاء الماليين في كثير من المعاملات وذلك لصالح المستثمر، وبالتالي التقليل من تكاليف الوسطاء الماليين التي كان يتحملها المستثمرون.

● **الحاجة إلى شفافية المعلومات عن الأسعار:** يحتاج المستثمر الحصول على معلومات عن سعر الأوراق المالية بشكل واضح وشفاف، وتعتبر المعلومات العنصر الأكثر تأثيرا في أسعار الأسهم، وتساهم الأنترنت في تقديم المعلومات والبيانات للمستثمرين الأمر الذي زاد من مصداقية الأسعار المعروضة.

ثانيا: أساسيات حول التداول الإلكتروني

1- ماهية التداول الإلكتروني:

أ- مفهوم التداول الإلكتروني:

التداول الإلكتروني هو المبادلات والتداولات التجارية التي تتم عن طريق الوسائل الإلكترونية والرقمية، ويندرج مفهوم التداول الإلكتروني تحت ما يسمى بالإقتصاد الرقمي، ويشمل في ذلك جميع المبادلات والصفقات والتدفقات المعلوماتية الخاصة بالأدوات المالية، وذلك بإستخدام الأشكال المتعددة للإرسال والإتصال الإلكتروني مثل الهاتف، التلفزيون، شبكات الحاسب الآلي والأنترنت¹.

يتيح نظام التداول الإلكتروني وفورات في التكاليف، وزيادة الكفاءة وتحسين قدرات إدارة المخاطر، ويسهل هذا النظام جميع جوانب عملية التداول الإلكتروني بما في ذلك تنفيذ الصفقات، كما يسهل

¹ محمد موفق لطفي بشر، التداول الإلكتروني للعملات، دار النفائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2009، ص ص42-43.

عمليات التداول العابرة للحدود وإقامة إندماجات بين أنظمة التداول إلى حد أكبر مما هي عليه في البورصات التقليدية¹.

ب- خصائص نظام التداول الإلكتروني:

يتميز نظام التداول الإلكتروني بالخصائص التالية:²

- إتاحة الفرصة للمستثمر لمراقبة تنفيذ تعاملاته ومتابعة استثماراته في أي وقت ومن أي مكان؛
- إمداد العميل ببيانات السوق لحظياً؛
- تسهيل عملية التداول وتقليل الاعتماد على الوسطاء؛
- تفادي أخطاء عدم وضوح البيانات أو تزيف توقيع المستثمرين وسرقة الأسهم؛
- الإستفادة من رسوم السمسرة المنخفضة المفروضة على هذا النوع من التداول عبر الأنترنت؛
- تمكين العميل من الحصول على أقصى درجات السرية والأمان للأوامر والمعلومات.

ج- مخاطر التداول الإلكتروني:

تتمثل مخاطر التداول الإلكتروني في النقاط التالية:³

- المخاطر المتعلقة بالتدخل أو خرق البرامج من قبل قرصنة الكمبيوتر أو أي طرف ثالث؛
- فقدان كلمة المرور الخاصة بحساب المستثمر أو إستخدامها من قبل طرف آخر أو أطراف غير مخولين؛
- المخاطر المتعلقة بخلل في أنظمة التداول أو تأخيرات في التنفيذ أو تقديم الأوامر أو فقد الأوامر من خلال الإتصال؛
- أعطال جهاز الحاسب الآلي المستخدم من قبل المستثمر؛
- القيام برفض الأمر أو عدم الإلتفات له من قبل البورصة في حال مخالفتها للتشريعات أو شروط وأحكام الإستخدام؛
- مخاطر الإزدواج أو تكرار الأوامر من قبل العميل من خلال البرنامج بصورة متعمدة أو غير متعمدة؛

¹ المرجع أعلاه، ص44.

² عنايات النجار، رفيق ثروت، التداول الإلكتروني، مداخلة ضمن مؤتمر حول التجارة الإلكترونية وأمن المعلومات - الفرص والتحديات، القاهرة، 2008، ص25.

³ محمد موفق لطفي بشر، مرجع سبق ذكره، ص50.

- حدوث أخطاء مفاجئة في الأسعار والمعلومات التي يبيثها برنامج التداول؛
- المخاطر المتعلقة بفيروسات الكمبيوتر؛
- الأعطال التي تتعرض لها شبكة الأنترنت قد تؤدي إلى الإنقطاع الجزئي أو التام للخدمة، مما يؤدي إلى فقدان الإتصال مع الأوامر المدخلة إلى نظام التداول الإلكتروني؛
- مخاطر الطلبات المحددة بصورة غير مناسبة وعدم تعبئة نموذج الطلب بصورة مناسبة أو بطريقة خاطئة؛
- مخاطر متعلقة بعدم ضغط العميل على تأكيد الأمر الصادر عنه الذي يترتب عليه إلغاء الأمر.

ثالثا: قواعد التداول الإلكتروني.

1- مكونات نظام التداول الإلكتروني:

- يعد نظام التداول الإلكتروني نظام إتصالات بين أطراف التداول، يبدأ بقبول رسائل المتداولين في شكل أوامر بيع وشراء، ويبيثها في صورة عروض وطلبات، ويتم تنفيذها في ظل قواعد أولوية واضحة، وينتهي بتسوية الصفقات المنفذة.¹
- **نظام توجيه الأوامر:** يحدد هذا النظام من يحق له إدخال أمر في النظام ونوع الأوامر المقبولة وكيفية تجميع الأوامر في سجل الأوامر المقيدة أو سجل الأوامر إختصارا ومن ثم إعدادها لمرحلة التنفيذ.
- **نظام المعلومات:** يوفر هذا النظام وضع العروض والطلبات القائمة وأسعار الصفقات السابقة وكمياتها، وعادة ما تعرض محتويات سجل الأوامر للمتداولين في صورة عروض مرتبة تنازليا وطلبات مرتبة تصاعديا.
- **نظام تنفيذ الأوامر:** يحدد هذا النظام الآلية التي يتم من خلالها تحويل الأوامر إلى صفقات ويجب أن تحدد هذه الآلية أيضا ما إذا كان سيتم تنفيذ الأوامر من خلال سوق نداء أم سوق مستمرة، والقواعد التي تحكم أولوية التنفيذ.
- **مرحلة التسوية ونقل الملكية:** يمكن أن تكون التسوية آنية في النظام الإلكتروني، فيكون وقت التنفيذ هو وقت نقل الملكية وفي العادة تأخذ إجراءات التسوية يوما إلى يومين وقد تستغرق وقتا أطول.

¹ زهير بشناق، مرجع سبق ذكره، ص98.

2- تصنيف المتداولين والأوامر:

تختلف أهداف المتداولين من التداول في السوق وتتنوع أصناف الأوامر التي يرسلونها للسوق تبعاً لأهدافهم، ويمكن تقسيم المتداولين إلى صنفين:¹

- **عارضو السيولة:** وهم الذين يقومون بتوفير السيولة للسوق من خلال إرسال أوامر مقيدة، والتي تتمثل في أوامر الشراء بسعر أقل من أفضل عرض وأوامر البيع بسعر أعلى من أفضل طلب، والأوامر المقيدة تعلن للمتداولين في السوق في شكل عروض وطلبات.
- **طالبو السيولة:** وهم الذين يقومون بإستهلاك السيولة بإرسال الأوامر السوقية، والتي تتمثل في أوامر الشراء بسعر أفضل عرض سائد، وأوامر البيع بسعر أفضل طلب سائد ولهذا يتم تنفيذها فوراً.

3- القواعد التفصيلية لآلية التداول:

تتمثل القواعد التفصيلية لآلية التداول في النقاط التالية:²

- **الحد الأدنى للتغير في السعر:** يمثل حجم الحد الأدنى للتغير في السعر الحد الأدنى للفرق بين أفضل عرض وأفضل طلب في السوق، ويوجد في العديد من الأسواق المالية العالمية حد أدنى للتغير في السعر، وقد يكون هذا الحد ثابتاً أو مختلفاً حسب الشريحة التي ينتمي إليها سعر الورقة المالية.
- **الحد الأعلى للتغير في السعر:** هو أعلى نسبة يسمح بها نظام التداول لتغير السعر خلال اليوم مقارنة بسعر الإغلاق في اليوم السابق.
- **النداء أو الإستمرار:** في سوق النداء يتم تجميع أوامر البيع والشراء الخاصة بسهم معين ليتم مقابلتها آنياً عند وقت واحد، وهي تولد في الغالب سعراً واحداً يعظم كمية الأوراق المالية المتبادلة بين البائعين والمشتريين.
- **أولويات التنفيذ:** تحدد أولويات التنفيذ من الذي يستحق أن ينفذ أمره المقيد أولاً من بين موفري السيولة، وتعتبر أولويات التنفيذ من أهم ما يؤثر على مدى تقديم المتعاملين لالتزامات

¹ المرجع أعلاه، ص100.

² محمد بن إبراهيم السحيباني، نظام التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية، مقال في المجلة الاقتصادية السعودية، العدد 4، المملكة العربية السعودية، 2000، ص ص103-104.

- ثابتة بتوفير السيولة، وبصفة عامة يجب أن تعطى الأولوية لمن يقدمون أقوى الإلتزامات وهم أولئك الذين يعرضون أفضل الأسعار في أسرع وقت.
- **درجة الشفافية:** تعد الشفافية مهمة لأنها تؤثر بشكل مباشر على توقعات ومن ثم إستراتيجية كل متداول، فمزيد من الشفافية يزيد من حجم المعلومات المتاحة للمتداولين، مما يسهل من صياغة توقعات أدق وبالتالي إستراتيجية أفضل.
 - **تنفيذ الأوامر الكبيرة:** يشكل التوسع في الإستثمار المؤسسي تحد لنظام التداول الإلكتروني لأن من عادة هذا النوع من الإستثمار أن يتعامل بأوامر كبيرة الحجم غير مبنية في أكثر الأحيان على معلومات خاصة، والأوامر الكبيرة في ظل عدم وجود آلية خاصة للتعامل معها يجعل الأسعار تتجه في غير صالح المؤسسات، كما تؤدي إلى حدوث تقلبات غير مبررة في الأسعار.
 - **هيكل العمولة:** يتطلب مقابلة عروض البائعين مع طلبات المشترين، وتنفيذ الصفقات وتسويتها إستثمارا في تنظيم السوق وتشغيلها وصيانتها، ومن الطبيعي أن يتحمل المستفيدين من الخدمة التي تقدمها السوق هذه التكلفة في شكل نسبة عمولة يحددها هيكل العمولة المفروض على أطراف الصفقات.
 - **مواجهة التلاعب:** يقصد بالتلاعب في الأسواق المالية قيام متعامل بإرسال أوامر إلى السوق بهدف التأثير على توقعات السوق، ومن ثم العروض والطلبات والأسعار بشكل يجعلهم يربحون على حساب بقية المتعاملين.
 - **تقلب الأسعار:** يعتبر تقليل تقلبات الأسعار غير المبررة إقتصاديا أحد الأهداف التي يسعى منظمو الأسواق إلى تحقيقها.
 - **التسوية ونقل الملكية:** يعقب تنفيذ الصفقات مرحلة التسوية ونقل الملكية، ويقصد بالتسوية إتمام إجراءات الصفقة بتحويل الورقة المالية من البائع إلى المشتري في مقابل تحويل المشتري مبلغ الصفقة إلى البائع.

خلاصة:

ان للتداول الإلكتروني دور بارز في إلغاء ضرورة التواجد المكاني عند عقد الصفقات وفي ذلك توفير للوقت والجهد والمال، بالإضافة إلى أن التداول الإلكتروني يعطي مزيداً من الشفافية والإفصاح عن التداول، وبالتالي زيادة إقبال المستثمرين على التداول في السوق. وقد أسهمت التطبيقات المالية لهذا التطور في إيجاد الكثير من الفرص الاستثمارية، وخفض التكاليف المصاحبة لعمليات الاستثمار المالي، وتكاليف الحصول على المعلومات وتكاليف التحليل المالي التي يحتاج إليها المستثمر، خاصة ما يتعلق بحركة أسعار الأسهم، أو الاطلاع على أي معلومات عن الأوضاع المالية للشركات. إذ أصبح بإمكان المستثمر أثناء وجوده في منزله أو مكتبه أو حتى سيارته أن يتعرف في الحال على تحركات أسعار الأسهم المختلفة بتكاليف زهيدة من خلال استخدام شبكات الاتصال وخدمات الشبكة العالمية للمعلومات (الإنترنت).

تساهم مكننة أنظمة التداول في رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، وإدخال خدمة التداول عن بعد وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي شهدتها أسواق الأوراق المالية المتطورة وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق تساهم الأنظمة الإلكترونية الحديثة في تحقيق المزيد من العدالة والسرعة والسهولة في تنفيذ الأوامر، بالإضافة إلى تسهيل الرقابة على عمليات التداول ونشر المعلومات بشكل فوري.

من خلال ما تم تقديمه في هذا المحور، ينبغي أن يكون الطالب قد تمكن من التوصل إلى أن:

- يقصد بتكنولوجيا المعلومات جميع الأجهزة والوسائل التي يستخدمها الأفراد في المنظمة من أجل الحصول على البيانات والمعلومات ومعالجتها لغرض تخزينها واسترجاعها عند الحاجة.
- يتيح نظام التداول الإلكتروني وفورات في التكاليف، وزيادة الكفاءة وتحسين قدرات إدارة المخاطر، ويسهل هذا النظام جميع جوانب عملية التداول الإلكتروني بما في ذلك تنفيذ الصفقات، كما يسهل عمليات التداول العابرة للحدود وإقامة إندماجات بين أنظمة التداول إلى حد أكبر مما هي عليه في البورصات التقليدية.
- من بين مخاطر التداول الإلكتروني: مخاطر الازدواج أو تكرار الأوامر من قبل العميل من خلال البرنامج بصورة متعمدة أو غير متعمدة، حدوث أخطاء مفاجئة في الأسعار والمعلومات التي يبثها برنامج التداول، الأعطال التي تتعرض لها شبكة الأنترنت قد تؤدي إلى الانقطاع الجزئي أو التام للخدمة، مما يؤدي إلى فقدان الاتصال مع الأوامر المدخلة إلى نظام التداول الإلكتروني.

المحور الثالث عشر

مصطلحات شائعة الاستخدام
في بورصات الأوراق المالية

المحور الثالث عشر: مصطلحات شائعة الاستخدام في بورصات الأوراق المالية

- * سوق النقد (Money market): سوق تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل.
- * سوق رأس المال (Capital market): سوق تتداول فيها الأوراق المالية طويلة الأجل.
- * السوق الأولي (Primary market): سوق يتم فيها بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة.
- * السوق الثانوي (Secondary market): سوق يتم فيها تداول الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولي.
- * السيولة (Liquidity): قدرة السوق على تسهيل عملية بيع الأصول بسرعة دون الحاجة إلى خفض سعر الأصول.
- * الكفاءة (Efficiency): مدى إستجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات الواردة.
- * المؤشر (Index): أداة تقيس تغيرات مستوى أسعار الأوراق المالية.
- * العمولة (Commission): التكلفة التي يتكبدها المتعاملون في السوق عند تنفيذ أوامر البيع والشراء.
- * التسعيرة (Pricing): القيمة التي تبلغها ورقة مالية ما أثناء إحدى الجلسات في البورصة.
- * العائد (Return): مقياس لربحية السهم (مجموع صافي الأرباح / عدد أسهم الشركة).
- * الورقة المالية (Security): المنتج الرئيسي المتداول في أسواق رأس المال وتتمثل الأوراق المالية في الأسهم والسندات.
- * السهم العادي (Normal stock): أداة ملكية تمثل حصة في رأس مال شركة مساهمة.
- * السهم الممتاز (Excellent stock): فئة من الأسهم العادية تعطي لحاملها مجموعة من الحقوق لا يتمتع بها حامل السهم العادي.
- * السند (Bond): أداة دين يتم بموجبها الدفع لحاملها نسبة محددة من الفائدة من قبل الجهة المصدرة لها.
- * القيمة الإسمية (Nominal value): قيمة السهم حسب ما تم الاكتتاب به.
- * القيمة الدفترية (Book value): قيمة السهم حسب ما هو موجود في سجلات الشركة.
- * القيمة السوقية (Market value): قيمة السهم حسب ما يحدده وضع السوق.
- * معدل الكبون: معدل الفائدة.

- * **المشتقات المالية (Financial derivatives):** أدوات مالية تشتق قيمتها من قيمة أصول أساسية كالأسهم، السندات، سعر الفائدة...إلخ.
- * **عقد الخيار (Option contract):** عقد يتم بين طرفين يعطي الحق في شراء أو بيع كمية من الأصول بسعر تنفيذ معين خلال فترة محددة.
- * **العقد الآجل (Term contract):** إلتزام ببيع أو شراء أصل معين في تاريخ لاحق وبسعر محدد مسبقاً.
- * **العقد المستقبلي (Futures contract):** إلتزام بين الطرفين المتعاقدين يتم بموجبه تسليم وإستلام كمية من أصول مالية أو عينية في تاريخ لاحق وبسعر محدد مسبقاً.
- * **عقد المبادلة (Swap contract):** عقد ملزم يتم بين طرفين على أن يتم تبادل دوري لتدفقات مالية مقابل تدفقات أخرى بغرض تخفيض تكاليف تلك الصفقات.
- * **تاريخ الإستحقاق (Due date):** التاريخ الذي بإقفاله يتحدد مستحقي الريح أو المنحة.
- * **المحفظة الإستثمارية (Investment Portfolio):** الحساب المخصص للإستثمار بالأسهم لدى أحد وسطاء التداول.
- * **صندوق الإستثمار (Investment fund):** أداة إستثمار مشترك تهدف إلى إستثمار الأموال نيابة عن المستثمرين.
- * **سعر الإفتتاح (Opening price):** سعر أول صفقة تداول تمت على الورقة المالية خلال أول يوم عمل.
- * **سعر الإقفال (Closing price):** سعر آخر صفقة تداول تمت على الورقة المالية خلال آخر يوم عمل.
- * **سعر الصرف (Exchange rate):** إعطاء سعر في وحدات ثابتة لعملة أجنبية مقابل مبالغ متباينة من العملة المحلية.
- * **عمق السوق (Market depth):** القدرة على بيع أو شراء كمية معينة من أصل ما دون التأثير على سعره في السوق.
- * **صناع السوق (Market makers):** الأشخاص والمؤسسات التي تتحكم بالسوق صعوداً ونزولاً وثباتاً.

- * **كفاءة التسعير (Price efficiency):** قدرة السوق على التسعير الصحيح للورقة المالية.
- * **كفاءة التشغيل (Operational efficiency):** مدى تكاليف المعاملات في السوق.
- * **الكمية المتداولة (Quantity traded):** مجموع عمليات البيع التي تمت.
- * **التحليل الفني (Technical analysis):** يدرس السجل التاريخي لنمط حركة أسعار الأوراق المالية وأحجام تداولها بهدف تحديد اتجاه أسعار الأوراق المالية.
- * **التحليل الأساسي (Basic analysis):** يدرس ظروف المنشأة وظروف الصناعة التابعة لها من أجل تحديد القيمة العادلة للأوراق المالية.
- * **الخصم (Discount):** أقل من السعر المتاح.
- * **المقاصة (Clearing):** تحديد الحقوق والالتزامات الناشئة عن عمليات التداول وتغطية المراكز المالية الناتجة عن هذه العمليات.
- * **الإكتتاب (Subscription):** إصدار أوراق مالية جديدة.
- * **الوسيط (Mediator):** طرف يتعامل مع طلبات البيع والشراء للمستثمرين مقابل عمولة خدمة.
- * **السمسار (Realtor):** وسيط بين البائع والمشتري يهدف إلى التقريب بينهما وإتمام الصفقات التجارية المختلفة.
- * **إحتياط (Reserve):** سيولة تترك لشراء أسهم جديدة لا توجد في المحفظة لانخفاضها بشكل غير متوقع وبدون سبب معقول.
- * **إستثمار (Investment):** عمليات بيع وشراء متوسطة أو طويلة المدى.
- * **تدوير (Rotate):** بيع وشراء غير حقيقي لأسباب كثيرة أهمها إيهام المتداولين وجذب انتباههم لهذا السهم أو إبعاد أنظارهم عن سهم آخر.
- * **تصريف (Discharge):** بيع كميات كبيرة من الأسهم المتوقع انخفاض سعرها مع دعم السهم بطلبات كبيرة.
- * **مضاربة (Speculation):** عمليات بيع وشراء يومية أو دورية لجني أرباح.
- * **التداول (Trading):** بيع أو شراء الأوراق المالية بعد إدراجها في السوق المالية.
- * **التداول الإلكتروني (Electronic trading):** تبادل أصول مالية (سلع، أسهم، عملات... إلخ) عبر شبكة الأنترنت.

المحور الرابع

عشر

تطبيقات عملية في

أعمال بورصة

الأوراق المالية

المحور الرابع عشر: تطبيقات عملية في أعمال بورصة الأوراق المالية

لقد قمنا من خلال هذا المحور بالتطرق الى مجموعة من التطبيقات العملية حول بورصة الأوراق المالية من خلال عرض مجموعة متنوعة من التمارين حول الأدوات المالية، الأسهم، السندات والمشتقات المالية وفق العناصر التالية:

أولاً: تطبيقات عملية على الأسهم.

ثانياً: تطبيقات عملية حول السندات.

ثالثاً: تطبيقات عملية على المشتقات المالية.

أولاً: تطبيقات عملية على الأسهم.

التمرين الأول:

فيما يلي التوزيع الاحتمالي تبعا للوضع الاقتصادي للعوائد المحتمل حدوثها من استثمار 100 ألف دينار في أحد المشروعات.

الجدول رقم (1): التوزيع الاحتمالي للعوائد المحتمل حدوثها تبعا للوضع الاقتصادي،

احتمال حدوثها	العائد المحتمل	الحالة الاقتصادية
0.20	20-%	كساد
0.30	15%	عادية
0.40	25%	ازدهار
0.10	30%	تضخم

المطلوب: احسب العائد المتوقع لهذا المشروع؟

الحل:

$$E(R) = \sum_{i=1}^m RiPri$$

$$(0.10)(\%30) + (0.40)(\%25) + (0.3)(\%15) + (0.20)(\%20-) =$$

$$\%3+ \%10+ \%4.5 + \%4- =$$

$$= 13.5\%$$

التمرين الثاني:

ليكن لدينا سهم A معامل بيتا له هو 0,8، وإذا كان العائد الخالي من المخاطرة هو 9% وعائد السوق هو 16%،

المطلوب: أحسب العائد المطلوب لهذا السهم؟

الحل:

$$R_i = \bar{R}_f + (\bar{R}_m - R_f)\beta_i$$

$$R_i = 0,09 + 0,8(0,16 - 0,09)$$

$$R_i = 0.146 = 14,6\%$$

التمرين الثالث:

أحسب معدل العائد المتوقع لكل فترتين متتاليتين للأسهم التالية:¹

سهم أليانس للتأمينات		سهم رويبة		سهم الأوراسي		السنوات
E(D _{jt})	E(P _{jt})	E(D _{jt})	E(P _{jt})	E(D _{jt})	E(P _{jt})	
-	200	5	800	-	300	جانفي 2015
15	252	5	850	-	321	جانفي 2016
-	300	5	820	-	352	جانفي 2017
30	210	5	700	-	329	جانفي 2018
-	200	5	759	-	368	جانفي 2019
45	330	5	810	-	370	جانفي 2020

الحل:

$$E(R_{jt}) = E(P_{jt}) + E(D_{jt}) - E(P_{jt-1}) / E(P_{jt-1})$$

نعرف ما يلي:

$E(R_{jt})$: معدل عائد السهم (j) المتوقع في الزمن (t). (%)

$E(P_{jt-1})$: القيمة السوقية للسهم (j) في الزمن (t-1). (دج)

$E(P_{jt})$: القيمة السوقية للسهم (j) في الزمن (t). (دج)

¹ نبيل خوري، سلسلة تمارين في مقياس بورصة الأوراق المالية - الأعمال الموجهة، السنة الثالثة، تخصص محاسبة ومالية، جامعة الجزائر 3، 2016-2017.

$E(D_{jt})$: ربح السهم المتوقع توزيعه الموزع في الزمن (t). (دج)

سهم أليانس للتأمينات			سهم رويبة			سهم الأوراسي			السنوات
$E(R_{jt})$	$E(D_{jt})$	$E(P_{jt})$	$E(R_{jt})$	$E(D_{jt})$	$E(P_{jt})$	$E(R_{jt})$	$E(D_{jt})$	$E(P_{jt})$	
-	-	200	-	5	800	-	-	300	جانفي 2015
33,5	15	252	6,87	5	850	7	-	321	جانفي 2016
19,04	-	300	-2,94	5	820	9,65	-	352	جانفي 2017
-20	30	210	-14,02	5	700	-6,53	-	329	جانفي 2018
-4,76	-	200	9,14	5	759	11,85	-	368	جانفي 2019
87,5	45	330	7,37	5	810	0,54	-	370	جانفي 2020

من خلال هذا التمرين نلاحظ أن كل مؤسسة لها سياسة توزيع أرباح خاصة بها، حيث أن شركة أليانس للتأمينات توزع أرباح كل سنتين، أما شركة رويبة فتوزع أرباح كل سنة، بينما مؤسسة الأوراسي فلن تقوم بتوزيع أرباح خلال الفترة 2015-2020، بل تفضل إعادة استثمار أرباحها بدلا من توزيعها.

التمرين الرابع:

لديك المعطيات التالية المتعلقة بالسهمين التاليين:¹

سهم الأوراسي	سهم صيدال	
$E(R_2) = \mu_2 = 8\%$	$E(R_1) = \mu_1 = 10\%$	العائد المتوقع
$VAR(R_2) = \sigma_2^2 = (4\%)^2$	$VAR(R_1) = \sigma_1^2 = (8\%)^2$	درجة المخاطرة (التباين)

1- أحسب معدل العائد المتوقع للمحافظ الإستثمارية المبينة في الجدول أسفله (a% نسبة الإستثمار في السهم 1)

2- أحسب درجة مخاطرة المحافظ الإستثمارية من أجل معامل إرتباط بين السهمين يساوي $\rho_{12} = 0,35$

P5	P4	P3	P2	P1	P
0%	20%	50%	60%	100%	a%
100%	80%	50%	40%	0%	(1-a)%

الحل:

-1

$$\mu_p = a.\mu_1 + (1-a).\mu_2 = a.\mu_1 + \mu_2 - a.\mu_2$$

¹ المرجع أعلاه.

$$\mu_p = \mu_2 + (\mu_1 - \mu_2) \cdot a$$

$$\mu_p = 0,08 + (0,10 - 0,08) \cdot a$$

$$\mu_p = 0,08 + (0,02 \cdot a)$$

P5	P4	P3	P2	P1	P
0	0,2	0,5	0,6	1	a%
8%	8,4%	9%	9,2%	10%	معدل العائد المتوقع μ_p

-2

$$\sigma_p^2 = (a^2 \cdot \sigma_1^2) + ((1-a)^2 \cdot \sigma_2^2) + (2 \cdot a \cdot (1-a) \cdot \rho_{12} \cdot \sigma_1 \cdot \sigma_2)$$

$$\sigma_p^2 = (a^2 \cdot 0,0064) + ((1-a)^2 \cdot 0,0016) + (2 \cdot a \cdot (1-a) \cdot 0,35 \cdot 0,08 \cdot 0,04)$$

$$\sigma_p^2 = (a^2 \cdot 0,0064) + ((1-a)^2 \cdot 0,0016) + (0,00224 \cdot a \cdot (1-a))$$

P5	P4	P3	P2	P1	P
0	0,2	0,5	0,6	1	a%
1	0,8	0,5	0,4	0	(1-a)%
0,0016	0,0016	0,0025	0,0031	0,0064	درجة مخاطرة المحافظ الإستثمارية

ثانياً: تطبيقات عملية حول السندات.

التمرين الأول:

إذا كنت تملك سند وكانت الفائدة المدفوعة خلال فترة الاحتفاظ بالسند تمثل 130 دج ، وكانت القيمة

السوقية للسند 1040 دج و كان سعر شراء السند هو 1000 دج،

المطلوب: ما هو العائد الكلي على السند؟

الحل:

$$TR = \frac{I_t + (p_0 - p_B)}{p_B}$$

$$I_t = 130 \text{ د.ج.}$$

$$P_0 = 1040 \text{ د.ج.}$$

$$P_B = 1000 \text{ د.ج.}$$

$$TR = \frac{130 + (1040 - 1000)}{1000} = 0.17 = 17\%$$

التمرين الثاني:

لتكن لدينا المعطيات التالية.

إذا كان أحد السندات يباع حالياً بمبلغ 1040 دج ويغل هذا السند فائدة سنوية قدرها 130 دج،

المطلوب: ما هو العائد الجاري على السند؟

الحل:

$$K_d = \frac{I}{P_0}$$

$$I = 130 \text{ ون.}$$

$$P_0 = 1040 \text{ ون.}$$

$$K_d = \frac{130}{1040} = 0.125 = 12.5\%$$

التمرين الثالث:

مستثمر يمتلك سند قيمته الاسمية 1000 دج ومعدل الكبون المطبق عليه يمثل 10% من القيمة الاسمية

للسند فاذا علمة ان هذا السند مستحق بعد 7 سنوات وان قيمته السوقية هي 1120 دج.

المطلوب: ما هو العائد التقريبي حتى الاستحقاق الخاص ؟

الحل:

$$\text{Approximate YTM} = \frac{I + (M - P_0)/n}{(M + P_0)/2}$$

$$\text{قيمته الاسمية } M = 1000 \text{ د.ج.}$$

$$\text{معدل الكبون } 10\%$$

n : 7 سنوات

 $P_0 = 1120$ دج.

$$\text{Approximate YTM} = \frac{100 + (1000 - 1120)/7}{(1000 + 1120)/2} = 0.078 = 7.8\%$$

التمرين الرابع:

لو انخفض الناتج حتى الاستحقاق من 10% الى 9% فماهي نسبة التغير في سعر السند. علما أن D = 1.885 عام.

الحل:

$$\% \Delta \text{bond price} = -D * \frac{\Delta Y}{(1+Y/2)} = \text{التغير في قيمة السند}$$

$$\begin{aligned} \% \Delta \text{bond price} &= -1.885 * \frac{0.09 - 0.10}{(1 + 0.10/2)} \\ &= \% 0.898 \end{aligned}$$

أي أن سعر السند ارتفع بنسبة 0.898% استجابة الى الانخفاض في الناتج.

ثالثا: تطبيقات عملية على المشتقات المالية.**التمرين الأول:****• عقد خيار الشراء:**

يريد مستثمر شراء 100 سهم في المستقبل والسعر الحالي هو 50 ون، فيتوقع أن السعر سيرتفع من 50 الى 75 ون. فيقوم بعقد صفقة خيار الشراء على أن يكون السعر المتفق عليه لهذه الصفقة (سعر التنفيذ) هو 60 ون، وقيمة العلاوة هي 2.5 ون للسهم الواحد، ومقدار الصفقة هو 100 سهم. لنفرض أن هناك حالتين:

- الحالة (1): سعر السهم ارتفع من 50 الى 70 ون.
- الحالة (2): سعر السهم انخفض من 50 الى 35 ون.

حسب الحالة (1): فان توقعات المشتري قد تحققت وبالتالي سينفذ العقد ويقوم بشراء الأسهم، ويتحصل على أرباح قدرها 750 و.ن.

$$\checkmark \text{ الأرباح} = (100 * 70) - (100 * 60) - (100 * 2.5) = 750 \text{ و.ن.}$$

أما بالنسبة لبائع الخيار فسوف يحقق خسارة قدرها:

$$\checkmark \text{ الخسارة} = (100 * 60) - (100 * 70) + (100 * 2.5) = -750 \text{ و.ن.}$$

حسب الحالة (2): انخفض سعر السهم عن سعر التنفيذ وبالتالي لم تتحقق توقعات مشتري الخيار، لذلك فانه لن ينفذ العقد ويحصل على خسارة قدرها قيمة العلاوة أي 250 و.ن، التي سيدفعها لبائع الخيار. أما البائع سيربح قيمة العلاوة 250 و.ن، لعدم تنفيذ المشتري للعقد.

ملاحظة: إذا نفذ المشتري العقد واشترى تلك الأسهم ب 60 و.ن بينما يكون سعرها في السوق 35 و.ن، سوف يحقق خسارة تتمثل في:

$$\checkmark \text{ الخسارة} = (100 * 35) - (100 * 60) - 250 = -2750 \text{ و.ن.}$$

التمرين الثاني:

• العقود الآجلة:

نفترض أن مستثمرا ما أبرم عقدا آجلا في تاريخ ما لشراء مليون جنيه إسترليني بعد 90 يوم بسعر صرف قدره 1.6056 دولار للجنيه الواحد. وبمقتضى هذا العقد سيلتزم المشتري بشراء مليون جنيه مقابل تسديده 1605600.

- فإذا ارتفع مثلا سعر صرف الجنيه مقابل الدولار الى نحو 1.6500 دولار للجنيه الواحد عند تاريخ الاستحقاق فسيحقق المستثمر أو المشتري ربحا قدره 44400 دولار،

أي $(1.6500 - 1.6050) * 1000000 = 44400$ دولار، وذلك لأن الجنيهات الاسترلينية يمكن أن تباع بنحو 1650000 دولار فور شرائها.

- أما إذا انخفض سعر صرف الجنيه الى نحو 1.55 دولار عند تاريخ الاستحقاق فان المستثمر سيتكبد خسائر قدرها 55600 لأن العقد سيلزم المستثمر بدفع مبلغ يزيد عن السعر السوقي للجنيه بمقدار 55600 دولار.¹

¹ ابو عافية سمير، فريد مصطفى، التعامل بالمشتقات المالية كأحد عوامل ظهور الأزمة المالية العالمية الحالية، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009، ص 147.

التمرين الثالث:

• العقود المستقبلية:

أراد مستثمر شراء 200 أوقية* من الذهب، وبما أن عقد الذهب المستقبلي يحتوي على 100 أوقية فقد أمر المستثمر وسيطه بشراء عقدين ذهب مستقبليين بالسعر الحالي \$1250 للأوقية يستحقان في ديسمبر من بورصة نيويورك التجارية (NYMEX)، فيطلب السمسار من عميله ايداع هامش مبدئي وقت إبرام العقد يقدر ب \$6000 للعقد الواحد أي ما يعادل \$12000 للعقدين، ففي نهاية كل يوم تداول يتم تعديل حساب الهامش ليعكس مقدار ربح أو خسارة المستثمر وهذا ما يعرف بالتسوية اليومية للسعر .

نفترض على سبيل المثال، أن في نهاية اليوم الأول انخفض سعر العقد المستقبلي ب \$9 للأوقية أي انتقل سعر الأوقية من \$1250 الى \$1241، ومنه تقدر قيمة الخسارة التي يتعرض لها المستثمر ب \$1800 (\$9 * 200 أوقية)، ما يعني أن 200 أوقية من الذهب التي تعاقد المستثمر لشراؤها في ديسمبر ب \$1250 للأوقية، يمكن أن تباع حالياً ب 1241 للأوقية، وبالتالي يتم خفض الرصيد في حساب الهامش ب \$1800 (يتم ايداعها في حساب الهامش لدى بائع العقدين المستقبليين) ليقدر الهامش المبدئي لدى السمسار ب \$10200 (12000 - 1800). نفس الشيء، فإذا ارتفع سعر الذهب الى \$1259 للأوقية في نهاية اليوم الأول، سيتم رفع الرصيد في حساب الهامش ب \$1800 (يتم الحصول عليها من بائع العقدين المستقبليين) ليصبح الهامش يقدر ب \$13800.¹

• عقود مستقبلية على أسعار الصرف:

اتفق في جانفي 2008 مستثمر أوروبي مع شركة أمريكية على بيع وحدات طاقة شمسية بمبلغ 15 مليون \$، على أن يتم الدفع والتسليم في نوفمبر 2008. ففي جانفي 2008 (عند الاتفاق) كان سعر صرف €1 يساوي \$1.50، منه فان قيمة العقد تقدر ب 10 مليون €. ولكي يحمي المستثمر الأوروبي نفسه من مخاطر تقلبات أسعار الصرف (انخفاض الدولار مقابل الأورو)، أبرم عقد مستقبلي على الدولار الأمريكي مع البنك الذي يتعامل معه، يلتزم فيه المستثمر ببيع 15 مليون \$ للبنك عند سعر صرف €1 يساوي \$1.50 في نوفمبر 2008. فإذا انخفضت قيمة الدولار الأمريكي الى \$2 لكل €1 بحلول نوفمبر فان 15 مليون \$ ستعادل 7.5 مليون €، وهنا يتضح الهدف من العقد المستقبلي وهو الحماية ضد هذه الخسارة المحتملة. فالمستثمر الأوروبي يتلقى 10 مليون € من

¹ John C. Hull, OPTIONS, FUTURES, AND OTHER DERIVATIVES, eighth edition, Pearson, United States of America, 2012, p: 27 .

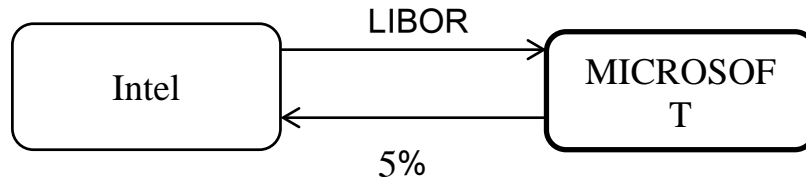
البنك مقابل بيع 15 مليون \$ في نوفمبر 2008 على النحو المتفق عليه رغم الانخفاض الحاد للدولار الأمريكي (في حالة عدم ابرامه للعقد المستقبلي سيحصل على 7.5 مليون €).¹

التمرين الرابع:

• عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة:

تم ابرام عقد لمبادلة أسعار الفائدة (الفانيليا السائدة) في 5 مارس 2012، لمدة 3 سنوات بين Microsoft و Intel. حيث وافقت Microsoft على دفع معدل فائدة ثابت قدره 5% سنويا على مبلغ 100 مليون دولار، وبالمقابل وافقت Intel على دفع معدل فائدة عائم LIBOR (يحدد كل 6 أشهر) على نفس المبلغ. حيث تم الاتفاق على تبادل المدفوعات كل 6 أشهر. وهذا ما يبينه التالي:

الشكل رقم (01): مبادلة أسعار الفائدة بين Intel و Microsoft.



يجري أول تبادل للمدفوعات في 5 سبتمبر 2012 بعد 6 أشهر من تاريخ ابرام العقد، لذلك فان Microsoft ستدفع ل Intel 2.5 مليون دولار $(0.5 * 0.05 * 100)$ لأنها دفعات نصف سنوية، بالمقابل ستدفع Intel ل Microsoft معدل فائدة عائم LIBOR السائد 6 أشهر قبل 5 سبتمبر 2012 (يعني LIBOR السائد في 5 مارس 2012) ونفترض أنه كان يقدر ب 4.2% في 5 مارس 2012 ومنه Intel تدفع ل Microsoft 2.1 مليون دولار $(0.5 * 0.042 * 100)$. أما الدفعة الثانية فستكون في 5 مارس 2013 بعد عام من ابرام العقد، حيث ستدفع Microsoft 2.5 مليون دولار، و Intel فستدفع معدل LIBOR السائد 6 أشهر قبل 5 مارس 2013 (أي LIBOR السائد في 5 سبتمبر 2012) وليكن 4.8% اذن Intel تدفع ل Microsoft 2.4 مليون دولار.

اجمالا يتم تبادل 6 دفعات، فالمدفوعات الثابتة تقدر دائما ب 2.5 مليون دولار، بينما المدفوعات العائمة فيتم حسابها في تاريخ الدفع باستخدام معدل فائدة عائم LIBOR السائد 6 أشهر قبل تاريخ الدفع. كما نشير أن في عقود مبادلة أسعار الفائدة يقوم طرف واحد فقط بدفع الفرق بين الدفعتين للطرف الاخر، ففي

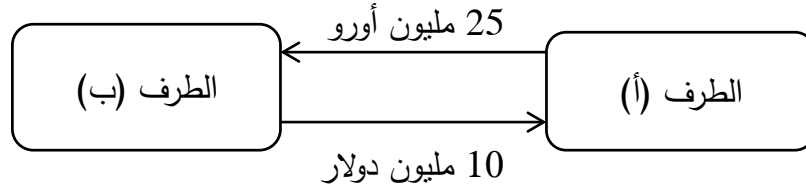
¹ Deutsche Börse Group, The Global Derivatives Market an Introduction, Germany, 2008, p: 08, www.deutsche-boerse.com.

مثالنا هذا ستدفع Microsoft ل Intel 0.4 مليون دولار (2.5 - 2.1) في 5 سبتمبر 2012 و 0.1 مليون دولار (2.5 - 2.4) في 5 مارس 2013. لا يتم مبادلة المبلغ لأنه نفسه بالنسبة لكلا الطرفين فبالتالي مبادلة 100 مليون دولار مقابل 100 مليون دولار في نهاية حياة المبادلة هي معاملة التي لن يكون لها أي قيمة مالية سواء ل Microsoft أو Intel، لذلك فهو أصل اعتباري يستخدم لحساب مقدار الفوائد التي تبادلها.¹

• عقود مبادلة العملات:

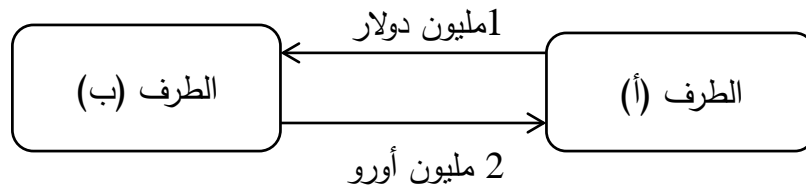
نفترض أن سعر الصرف الفوري هو 2.5 أورو لكل دولار (أي 1 دولار يساوي 0.4 أورو)، وأن الطرف (أ) يملك 25 مليون أورو يرغب بمبادلتها بالدولار، والطرف (ب) يملك 10 مليون دولار ويريد مبادلتها بالأورو، لذلك سيتم تبادل 25 مليون أورو مقابل 10 مليون دولار كما يلي:

الشكل رقم (02): عقد مبادلة العملات (تبادل العملات في بداية العقد).



وبفرض أن أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الأمريكية هي 10%، وفي الاتحاد الأوروبي هي 8%، مع العلم أن مدة العقد هي 7 سنوات، على أن تكون الدفعات سنوية. وبالتالي فإن الطرف (أ) سيدفع 10% كمعدل فائد ثابت على 10 مليون دولار ومنه فإن الدفعة السنوية من الطرف (أ) الى الطرف (ب) هي 1 مليون دولار، ومن جهة أخرى فإن الطرف (ب) سيدفع 8% كمعدل فائدة ثابت على 25 مليون أورو، أي أن الطرف (ب) سيدفع 2 مليون أورو للطرف (أ) كما يبينه الشكل التالي:

الشكل رقم (03): تبادل أسعار الفائدة في عقد مبادلة العملات.

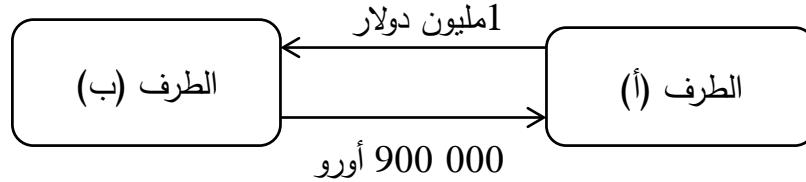


وبعد سنة أصبح سعر الصرف الفوري يقدر 2.2222 أورو لكل دولار، أي ما يعادل 0.45 دولار لكل أورو، وباختلاف سعر الصرف فإن التزامات كل طرف ستختلف فإذا قمنا بتقييم الدفعات بالدولار فإن

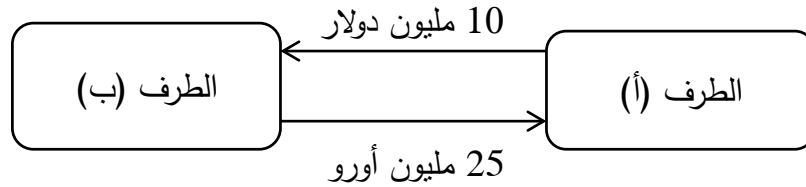
¹ John C. Hull, Op. Cit, 2012, p: 149.

الطرف (أ) سيدفع 1 مليون دولار في حين أن الطرف (ب) سيدفع 900 000 دولار (2 000 000 * 0.45) حسب الشكل التالي:

الشكل رقم (04): تبادل أسعار الفائدة بعد سنة من العقد (بعد تغير أسعار الصرف).



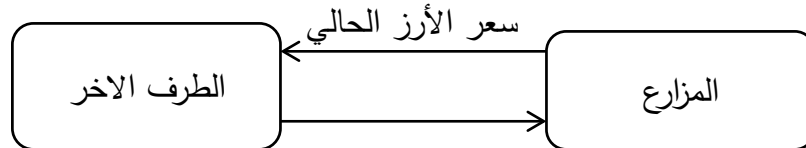
لكن في الواقع فإن الطرفين لن يسددا الا الدفعات الصافية فقط، وفي مثالنا هذا فإن الدفعة الصافية 100 000 دولار المتمثلة في الفرق (900 000 - 1 000 000) سيدفعها الطرف (أ) للطرف (ب). وفي نهاية 7 سنوات سيتبادل الطرفان مرة أخرى المبالغ، فسيعطي الطرف (أ) 10 مليون دولار للطرف (ب)، وهذا الأخير سيعطي للطرف (أ) 25 مليون أورو.¹ وهذا وما يبينه الشكل (5). الشكل رقم (05): إعادة تبادل المبالغ في نهاية عقد مبادلة العملات.



• عقود مبادلة البضائع **commodity swaps**: وكمثال على ذلك نفرض أن مزارع يقوم بانتاج

200 طن من الأرز سنويا، ومن أجل الحماية من تقلبات الأسعار في السوق الفوري أبرم عقد مبادلة اتفق فيه مع الطرف الآخر على أن يحصل على دفعات ثابتة سنوية لكل طن من الأرز مدة 5 سنوات، وبالمقابل وعد بدفع السعر السوقي الفعلي للأرز سنويا. وبالتالي فإن المزارع يعرف القيمة التي سيتحصل عليها كل سنة لأنها لا تتغير طيلة الخمس سنوات، عكس السعر الي سيدفعه فهو يتغير كل سنة حسب تغيرات أسعار الأرز في السوق.² يمكن تلخيص هذه التدفقات النقدية في الشكل التالي:

الشكل رقم (06): مبادلة البضائع. (الأرز).



¹Kolb W. Robert, Overdahl A. James, Financial Derivatives, third edition, WILEY Finance, e United States of America, 2003, P: 171.

² Kolb W. Robert, Overdahl A. James, Op. Cit, P: 17.

خاتمة

خاتمة:

تحتل بورصة الأوراق المالية مركزا حيويا في النظام الاقتصادي المعاصر، خاصة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة لما تزاوله من نشاط. تعد البورصة الأداة الفاعلة في تحريك الاقتصاديات ولها أهمية اقتصادية كبرى في تنشيط المعاملات المالية وتفعيل دور القطاع الخاص من حيث تعبئة المدخرات ودفعها عبر قنوات التمويل في شكل أوراق المالية من أسهم وسندات ومشتقات مالية، وبالتالي التوفيق بين الادخار والاستثمار.

وتكتسي البورصة أهميتها في اقتصاديات الدول المتقدمة في الدفع بعجلة الاقتصاد نحو التنمية الاقتصادية حيث تقوم البورصة بدور هام في استحداث نوعيات جديدة من الأوراق المالية التي تناسب رغبات واحتياجات الوحدات الاقتصادية المدخرة ذات الفوائض المالية وكذا رغبات واحتياجات الوحدات الاقتصادية المستثمرة ذات الاحتياج المالي وعلى ذلك يتضح أن السوق الثانوية هي التي توفر حركية وسيولة التوظيف المتوسط وطويل الأجل.

فقد أصبح موضوع بورصة الأوراق المالية يحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاه لأفراده. وكذا دورها الفعال في توجيه الاقتصاد دون حواجز وتحريك عجلته وتنشيط دورته الاقتصادية وتوزيع الأدوار الاقتصادية وإعطاء قوة دفع أكبر وأوسع للمشروع الاقتصادي الحضاري القومي وذلك بأنها أصبحت من شروط التقدم وأداة لتحقيق التنمية، وكل هذا بفضل الخصائص التي تتمتع بها البورصة وأهدافها التنموية الاقتصادية ومنها يمكننا أن نقول أن البورصة هي مكان معلوم ومحدد مسبقا بقدر مناسب من الشفافية والعلانية لرصد المتغيرات والمستجدات بسهولة وقياس ومعرفة الاتجاهات المختلفة لإتمام المعاملات بجوانبها وذلك بتسيير التبادل وتسيير نقل الملكية وتسيير الحياة والانتفاع.

قائمة المراجع

قائمة المراجع:

1- المراجع باللغة العربية:

أ- الكتب:

- 1) أحمد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، مركز جامعة القاهرة للطبع، مصر، 1998.
- 2) أسامة الفولى، زينب عوض اله، اقتصاديات النقود والتمويل، دار الجامعة الجديدة، مصر، 2005.
- 3) بن علي بلعزوز، عبد الكريم قندوز، عبد الرزاق جبار، إدارة المخاطر: إدارة المخاطر-المشتقات المالية-الهندسة المالية، دار الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2013.
- 4) جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2003.
- 5) حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية (عقود المستقبلات، الخيارات، المبادلات)، دار اليازوري، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2011.
- 6) دريد كامل ال شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2009.
- 7) رشام كهينة، محاضرات في الأسواق المالية، جامعة أكلي محند أولحاج، البويرة، 2015-2016.
- 8) زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي، دار النسر، الطبعة الثالثة، الأردن، 2005.
- 9) سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين الشمس، القاهرة، مصر، 1998.
- 10) شمعون شمعون، البورصة، دار هومة، الجزائر، 1999.
- 11) طارق عبد العال حماد: "المشتقات المالية، الدار الجامعية، طبع نشر وتوزيع، سنة 2001.
- 12) فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1998.
- 13) فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2006.
- 14) عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الإستثمار، الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2003.
- 15) عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية (أسواق رأس المال، البورصات، البنوك، صناديق. الاستثمار)، الدار الجامعية، مصر، 2009.

- 16) كاظم الدعيمي عباس، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010.
- 17) علي عبد الوهاب نجا، محمد أحمد السريتي السيد، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، دار التعليم الجامعي للطباعة والنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر، 2011.
- 18) عبد الغفار حنفي، الأسواق والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، 1997.
- 19) عبد الكريم أحمد قندوز، الأسواق المالية، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 21، صندوق النقد العربي، 2021.
- 20) محروس حسن، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، مصر 1996.
- 21) محمد صالح الحناوي، وجمال ابراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق دار الجامعية، مصر، 2002 .
- 22) مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية - البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
- 23) محمد صرفي، البورصات، دار فكر جامعية، الطبعة أولى، مصر، 2008.
- 24) مبارك سليمان آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز اشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، ط 1، 2005.
- 25) مايكل بيكت، كيف تعمل البورصة؟ دليل المستثمر الصغير، دار الفاروق، الطبعة الأولى، مصر، 2006.
- 26) محمد يوسف ياسين، البورصة (عمليات البورصة، تنازع القوانين، إختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، بيروت، لبنان، 2004.
- 27) محمد صبري هرون، أحكام الأسواق المالية، دار النقائس للنشر والتوزيع، الأردن، 1992.
- 28) منير إبراهيم هندي، الأسواق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الطبعة الثانية، الإسكندرية، 2002.
- 29) محمد موفق لطفي بشر، التداول الإلكتروني للعملات، دار النقائس للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2009.

- (30) محمد القيومي محمد، نظم المعلومات المحاسبية في المنشآت المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1990.
- (31) مصطفى رشدي شيحة، زينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة، القاهرة، 1993.
- (32) نوزاد الهيتي، مقدمة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، طرابلس، 1998.
- (33) هارون محمد صبري، أحكام الأسواق المالية - الأسهم والسندات، دار النفائس، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2009.
- (34) هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- (35) وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل، الأردن، 2012.
- (36) وسام ملاك، البورصات والأسواق المالية العالمية، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان، 2003.

ب- أطروحات ومذكرات:

- (37) الجودي صاطوري، أثر كفاءة سوق المال على الاستثمار في الأوراق المالية، أطروحة دكتوراه، المدرسة الاستثمار في بورصة القيم المنقولة دراسة لواقع البورصات العربية وافاقها المستقبلية، مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر، 2001.
- (38) بشير علوان حمد، دور المؤسسات المالية في تحفيز النشاط الاقتصادي في ظل أزمات الاقتصاد العولمة
- (39) تأمينات وتسيير المخاطر، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة العربي بن مهيدي، أم البواقي، 2013.
- (40) بن لكحل نوال، دور الأسواق المالية في تحقيق تنمية دول المغرب العربي: الجزائر-المغرب-تونس-الأبعاد والافاق، أطروحة دكتوراه، الجزائر، 2013-2014.
- (41) بن أعر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية دراسة قياسية، مذكرة دكتوراه، جامعة تلمسان، الجزائر، 2013.

- 42) بوكساني رشيد، معوقات سوق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2006.
- 43) جلال بن دهان، دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية، مذكرة ماستر، تخصص مالية.
- 44) سحنون جمال الدين، شروط بروز أسواق الأوراق المالية، دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر، 2008.
- 45) عزوز عائشة، دور الأسواق المالية الناشئة بالبلاد النامية، أطروحة دكتوراه في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2013/2012.
- 46) لعجالي زكية، الاستثمار في الأسواق المالية مع دراسة حالة الأسواق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة الجزائر 03، 2010/2009.
- 47) مرعي عبد الرحمن، دور سوق الأوراق المالية في تطوير نظم المعلومات المحاسبية في سورية، مذكرة دكتوراه، سوريا، 1997.
- 48) محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999.
- 49) وليد أحمد صافي، الأسواق المالية العربية (الواقع والآفاق)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003/2002.
- د - المقالات:**
- 50) أسار فخري عبد اللطيف، دور أسواق الأوراق المالية في التنمية الاقتصادية، البنك المركزي العراقي،
- 51) المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، العراق.
- 52) السيد محمود يعقوب، مشاهد عثمان ابراهيم، سوق الأوراق المالية في السودان النشأة والتطور والرؤى المستقبلية، بنك السودان المركزي، السودان، 2011.
- 53) احمد محي الدين أحمد، اسواق الأوراق المالية واثارها الإنمائية، المملكة العربية السعودية، 1995.
- 54) الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009.

55) خضيرات عمر ياسين محمود، دور الهندسة المالية الاسلامية في معالجة الأزمة الاقتصادية والمالية المعاصرة، الملتقى الدولي حول الاقتصاد الاسلامي: الواقع والرهنانات، جامعة غرداية، الجزائر، 23-24 فيفري 2011.

56) عبد الناصر طلب الزيود، محمد خير سليم أبو زيد، أثر الأنترنت في الأسواق المالية - دراسة تطبيقية على بورصة عمان المالية، مقال في مجلة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد 23، العدد 1، سوريا، 2007.

57) عنايات النجار، رفيق ثروت، التداول الإلكتروني، مداخلة ضمن مؤتمر حول التجارة الإلكترونية وأمن المعلومات - الفرص والتحديات، القاهرة، 2008.

58) محمد بوتين، أثر تكنولوجيا المعلومات على عملية إتخاذ القرارات والأداء - واقع المؤسسة الجزائرية، مداخلة ضمن الملتقى الدولي الأول حول أهمية الشفافية ونجاعة الأداء للإندماج الفعلي في الإقتصاد العالمي، جامعة الجزائر، 2003.

59) محمد بن إبراهيم السحيباني، نظام التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية، مقال في المجلة الإقتصادية السعودية، العدد 4، المملكة العربية السعودية، 2000.

60) ندى إسماعيل جبوري، أثر تكنولوجيا المعلومات في الأداء المنظمي، مقال في مجلة كلية بغداد للعلوم الإقتصادية، العدد 22، العراق، 2009.

هـ - المحاضرات:

61) صلعة سمية، مطبوعة دروس في مقياس المؤسسة والأسواق المالية، المركز الجامعي نور البشير البيض، 2017-2018.

62) مداحي محمد، محاضرات في الأسواق المالية، جامعة اكلي محند أولحاج، الجزائر، 2017-2018.

63) نبيل خوري، سلسلة تمارين في مقياس بورصة الأوراق المالية - الأعمال الموجهة، السنة الثالثة، تخصص محاسبة ومالية، جامعة الجزائر 3، 2016-2017.

2- المراجع باللغة الأجنبية:

64) Catherine Karyotis, Mondialisation des marchés et circulation des titres, Revue Banque édition, Paris, 2005.

- 65) COMMODITY FUTURES TRADING COMMISSION (CFTC), Staff Report on Commodity Swap Dealers & Index Traders with Commission Recommendations, Washington, September 2008.
- 66) Deutsche Börse Group, The Global Derivatives Market an Introduction, Germany, 2008, www.deutsche-boerse.com.
- 67) F Leroux, Marcher internationaux des capitaux, Montréal, 2eme édition, 1995. John C. Hull, OPTIONS, FUTURES, AND OTHER DERIVATIVES, eighth edition, Pearson, United States of America, 2012.
- 68) Joel Priolon, Les marchés financiers, Edition Economica, Paris, 2004.
- 69) Josette Pilverdier Lagreyte, Le marché financier français, Edition Economica, France, 1991.
- 70) Kolb W. Robert, Overdahl A. James, Financial Dirivatives, third edition, WILEY Finance, e United States of America, 2003.
- 71) Michael Chui, Derivatives markets, products and participants: an overview, presentation and paper from the workshop on “Data requirements for monitoring derivative transactions organised by the People’s Bank of China and the Irving Fisher Committee in 27–29 September 2010, Bank for International Settlements, 2012.
- 72) Objectives and Principles of Securities Regulation, INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS (IOSCO), 2017.
- 73) Olivier Toispeau, Dictionnaire de la bourse et des termes financiers, Edition SEFI, 3^{ème} édition, Québec, Canada, 1999.
- 74) Philippe Spieser, Information économique et marchés financiers, Edition Economica, Paris, 2000.
- 75) Paul Jacques Lehmann, Bourse et marchés financiers, Edition Dunod, 2^{ème} édition, Paris, 2005.

3-المواقع الالكترونية:

- (76) الموقع الرسمي للمنظمة الدولية لهيئات الأوراق المالية (IOSCO) تم الاطلاع بتاريخ https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco .2022/01/12
- (77) الموقع الرسمي لهيئة سوق رأس المال الفلسطينية تم الاطلاع بتاريخ <https://www.pcma.ps/authority/Collaboration/Pages/IOSCO.aspx> .2022/01/12