



جامعة الجزائر 3
كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

مطبوعة دروس في مقياس: "أسواق مالية"



مُوجَّهة لطلبة:

السنة الثالثة ليسانس ل.م.د (السداسي الخامس)
تخصص إقتصاد نقدي وبنكي

من إعداد:

الدكتورة: سدره أنيسة

أستاذة محاضرة قسم "أ" بجامعة الجزائر 3

السنة الجامعية: 2022 - 2023

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

حول المطبوعة:

تحتوي هذه المطبوعة على دروس خاصة بمقياس الأسواق المالية، وهو من بين المقاييس المقررة على طلبة الليسانس خلال السداسي الخامس ضمن تخصص اقتصاد نقدي وبنكي لقسم العلوم الاقتصادية بكلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير بجامعة الجزائر 3. كما يُمكن استخدام المطبوعة أيضاً كمرجع في إعداد البحوث والمذكرات، وكل من يرغب في فهم موضوع المقياس.

وتهدف من خلال هذه المطبوعة إلى تعريف الطالب وتلقيه المعارف الأساسية المرتبطة بموضوع الأسواق المالية، وحرصاً منا على أن تكون هذه المطبوعة في متناول جميع الطلبة بغرض تمكينهم من الاستيعاب الجيد واكتساب المتطلبات الأساسية للمقياس، فلقد حاولنا جاهدين تبسيط أسلوب العرض والإحاطة بمختلف المفاهيم الضرورية ما أمكن، بعيداً عن التعقيد.

هذا، ويُفتَرَض بالطلبة الموجهة لهم هذه المطبوعة إمتلاك معارف مُسبقة حول مقياس "اقتصاد نقدي وسوق رأس المال" على الأقل.

فهرس المحتويات

الصفحة	الموضوع
1	حول المطبوعة
3 - 2	فهرس المحتويات
4	فهرس الجداول
5	مقدمة
18 - 6	المحور الأول: الأسواق المالية (المفهوم والوظائف والأنواع)
6	1. ماهية الأسواق المالية
9	2. أقسام الأسواق المالية
32 - 19	المحور الثاني: الأدوات المالية المتداولة
19	1. الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية
23	2. الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال
43 - 33	المحور الثالث: عقود المعاملات في الأسواق المالية
33	1. أنواع المعاملات في الأسواق المالية
38	2. عقود المشتقات المالية
65 - 44	المحور الرابع: عمليات البورصة
44	1. الملامح الرئيسية لبورصة الأوراق المالية
52	2. آلية التعامل في بورصة الأوراق المالية
82 - 66	المحور الخامس: كفاءة الأسواق المالية ومؤشرات قياس أدائها
66	1. كفاءة الأسواق المالية

70	2. مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية
95 – 83	المحور السادس: الأسواق المالية الإسلامية
83	1. ماهية الأسواق المالية الإسلامية
87	2. أدوات التمويل في الأسواق المالية الإسلامية
96	خاتمة
101 – 97	قائمة المراجع

فهرس الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
17	الفرق بين السوق النقدية وسوق رأس المال	1
31	الفرق بين الأسهم العادية والممتازة والسندات	2
41	الفرق بين عقود الخيار والعقود المستقبلية	3
41	الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة	4
43	الفرق بين عقود المبادلات وعقود الخيار	5
61	تحديد سعر ورقة مالية (X) في البورصة	6
94	الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم	7
95	الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات	8

مقدمة

تحتل الأسواق المالية في الوقت الراهن مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية الحديثة، التي تعتمد على نشاط القطاعين العام والخاص في عملية تعبئة الفوائض المالية وتوجيهها لتمويل الأهداف الإنمائية للدول، لاسيما في ظلّ عدم كفاية مصادر التمويل التقليدية.

باعتبارها القنوات التي تسمح بتنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي تتوفر لديها أموال فائضة تزيد عن نفقاتها الاستهلاكية والاستثمارية الحالية، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الأموال بالقياس إلى حجم برامجها الاستثمارية. أي حشد المدخرات وتحويلها بكفاءة إلى استثمارات منتجة تسهم في عملية التنمية الاقتصادية المنشودة.

هذا الواقع الذي يفرض علينا ضرورة التعرف على خصوصية هذا النمط التمويلي المتمثل في الأسواق المالية الذي يُعتبر الخوض فيه أمراً صعباً بسبب شموليته وتعقيده وتطوراته التي تتسم بالديمومة والسرعة، وسنحاول تلخيص أهم جوانبه بالقدر الذي يجعل القارئ للمطبوعة يستوعب الأساسيات التي تقوم عليها الأسواق المالية في الوقت الراهن. وذلك في إطار المحاور التالية:

المحور الأول: الأسواق المالية (المفهوم والوظائف والأنواع)؛

المحور الثاني: الأدوات المالية المتداولة؛

المحور الثالث: عقود المعاملات في الأسواق المالية؛

المحور الرابع: عمليات البورصة؛

المحور الخامس: كفاءة الأسواق المالية ومؤشرات قياس أدائها؛

المحور السادس: الأسواق المالية الإسلامية.

المحور الأول: الأسواق المالية (المفهوم والوظائف والأنواع)

يهدف هذا المحور إلى:

- ➔ تسليط الضوء على ماهية الأسواق المالية؛
- ➔ تقديم أقسام الأسواق المالية.

1. ماهية الأسواق المالية:

كثيرة هي المصطلحات المرتبطة بحقل التمويل من أسواق مالية، أسواق نقدية، أسواق رأس المال، أسواق الأوراق المالية، أسواق أولية، أسواق ثانوية، بورصة... إلخ ولكل منها مكانتها وخصوصيتها. والتي سنحاول توضيحها من خلال هذا العنصر مع إبراز العلاقة الموجودة بينها.

1.1- نشأة وتطور الأسواق المالية:

تستند فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد هذه الأخيرة على كبر حجم السوق الذي يعتمد بدوره على حجم الإنتاج، مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعاً للمزايا النسبية وهذا ما يطلق عليه "Allocation Resources"، وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية أو بصفة خاصة على الأوراق المالية مما يترتب على ذلك إيجاد سوق متخصصة للأوراق المالية، ولقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم السوق بشكل عام والسلعة التي يتم التعامل بها في تلك الأسواق والمتمثلة في الأموال.

وقد مرت فكرة الأسواق المالية قبل وصولها إلى الشكل الموجودة عليه حالياً بعدة مراحل، يمكن تلخيصها

بالآتي:¹

¹ - حسني علي خربوش وعبد المعطي رضا ارشيد ومحفوظ أحمد جودة، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص ص: 12، 14،

المرحلة الأولى: تميّزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في مستوى المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشاريع تجارية وزراعية وعقارية... إلخ، مما أدى إلى اتساع المعاملات التجارية وإلى كبر حجم هذه المشاريع التي أصبحت بحاجة إلى رؤوس أموال كبيرة يعجز الفرد عن تمويلها ما دفعه للجوء إلى البنوك للاقتراض، وما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة؛

المرحلة الثانية: تتميز هذه المرحلة ببداية ظهور البنوك المركزية التي تُسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتميز بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان وفقاً لقواعد وأوامر البنك المركزي، لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محدودة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها؛

المرحلة الثالثة: ظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط والطويل الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمارات... إلخ، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لسد احتياجاتها من الأموال ولكي تفي بحاجاتها لتمويل المشاريع المختلفة، ويقوم البنك المركزي بإصدار سندات الخزينة؛

المرحلة الرابعة: ظهور الأسواق النقدية، في هذه المرحلة إزدادت حركة الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول وهذا يُعتبر بداية اندماج السوق النقدية مع سوق رأس المال؛

المرحلة الخامسة: اندماج الأسواق النقدية مع أسواق رأس المال واندماج الأسواق المالية المحلية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة، وظهور البورصات المالية أين أصبحت تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية الطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

2.1- مفهوم السوق المالية وخصائصها:

السوق المالية هي الآلية التي تسهل انتقال الأموال بمختلف أحجامها وآجالها من الوحدات ذات الفائض المالي (التي تمثل جانب عرض الأموال) إلى الوحدات ذات العجز المالي (التي تمثل جانب الطلب عليها)، وذلك عن طريق أدوات نقدية ومالية متنوعة. بحيث تُشكّل التبادلات المتعلقة بالمدى القصير السوق النقدية في حين تلك المتعلقة بالمدى المتوسط والطويل تشكل سوق رأس المال.¹

من خلال هذا التعريف يمكننا تحديد بعض الخصائص التي تتميز بها السوق المالية:

- تستمد مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام أي الإطار الذي يجمع بين البائعين والمشتريين لسلمة معينة

هي الأموال؛

¹- Pascal Alphonse et Autres, **Gestion de Portefeuille et Marchés Financiers**, 2^e Editions, ED- PEARSON, Paris, 2013, P: 5.

- لا تتطلب وجود مكان مادي ملموس كشرط لقيامها، وإنما يكفي مجرد التعامل بالأدوات النقدية والمالية لإطلاق لفظ السوق المالية؛
- التعامل لا يتم على سلع ملموسة ومنظورة كأسواق السلع والخدمات، وإنما على أساس خصائص ومواصفات نظرية غير ملموسة، الأمر الذي يجعل من الصفقات التي تُعقد في هذه الأسواق كبيرة نسبياً¹؛
- تتميز بأنها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق، نظراً لخضوع متعاملاتها لجملة من الشروط والقيود التي تحكم عملياتهم فيها؛
- هي أقرب الأسواق إلى النموذج الفكري لسوق المنافسة التامة في الاقتصاد الرأسمالي من حيث حرية الدخل والخروج من السوق وتجزئتها بين عدد كبير من المتعاملين وشفافية معاملاتها وتجانس وتنوع أدواتها النقدية والمالية.

3.1- أهداف السوق المالية ووظائفها:

1.3.1- أهداف السوق المالية:

- الهدف الأساسي** من وجود الأسواق المالية في الاقتصاد هو تنظيم تدفق الأموال من الوحدات الاقتصادية التي تتوفر لديها أموال فائضة تزيد عن نفقاتها الاستهلاكية والاستثمارية الحالية، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الأموال بالقياس إلى حجم برامجها الاستثمارية. أي حشد المدخرات وتحويلها بكفاءة إلى استثمارات مُنتجة تسهم في عملية التنمية الاقتصادية المنشودة.²
- أما الهدف الثانوي** فهو توفير السيولة للمستثمرين الماليين الذين وُظفوا أموالهم فيها، أي قدرة المستثمر المالي على إسترجاع أمواله الموظفة بسرعة وسهولة وبدون تكاليف وخسائر، وهي تُعتبر من أهم محفّزات التداول في الأسواق المالية.

2.3.1- وظائف السوق المالية:

الأسواق المالية تسمح بتحقيق ما يلي:³

- بالنسبة للدولة والمؤسسات: جمع رؤوس الأموال اللازمة لتمويلها؛
- بالنسبة للمستثمرين: توظيف أموالهم في أحسن الظروف الممكنة؛
- بالنسبة للمؤسسات والأفراد: التحوّط ضد مخاطر تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف وما إلى ذلك؛
- بالنسبة للمؤسسات المدرجة: تسهيل عمليات التقييم والتصنيف؛

¹ - فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2008، ص: 46.

² - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، 2005، ص: 41.

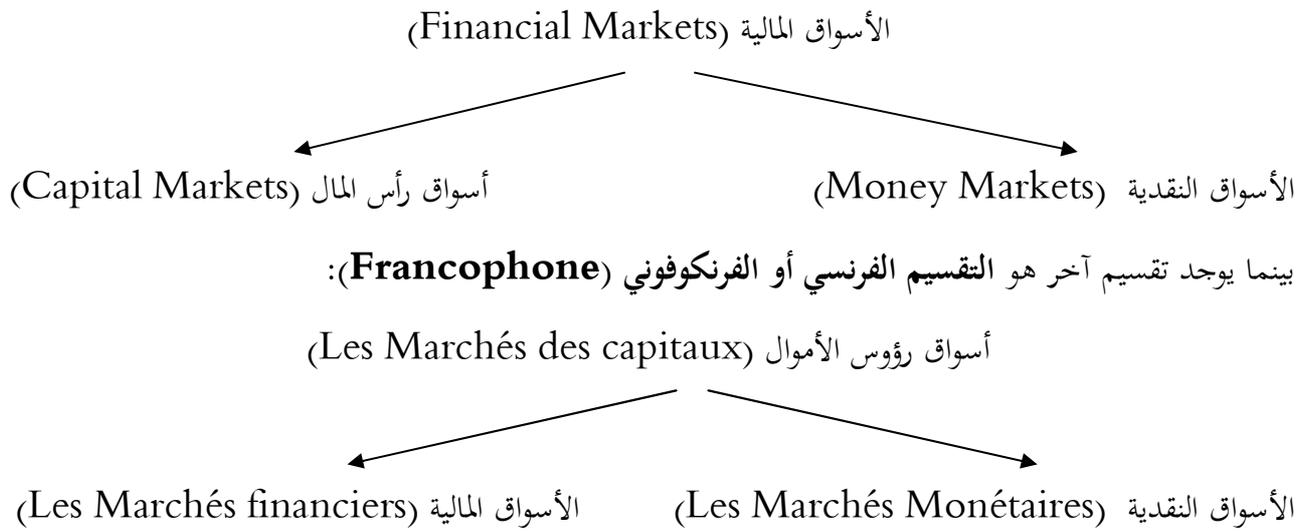
³ - Jean BARREAU et Jacqueline DELHAYE et Florence DELHAYE, **Gestion Financière – Manuel & Applications** -, 14^e édition, DUNOD, Paris, 2005, p: 5.

كما أن الأسواق المالية تسمح أيضاً بالقيام بعمليات المضاربة البحتة والبسيطة وعمليات المراجعة.

2. أقسام الأسواق المالية:

تختلف أقسام السوق المالية وتنوع حسب المعيار المستخدم في ذلك، ومن حيث أجل إستحقاق الأدوات المالية المتداولة فيها نجد أنها تنقسم إلى السوق النقدية وسوق رأس المال.

وقبل الخوض في تقديم هاتين السوقين الفرعيتين، تجدر بنا الإشارة أن التقسيم المعتمد هو التقسيم الأمريكي المعروف بالإنجلو-سكسوني (Anglo Saxon):



1.2- السوق النقدية:

1.1.2- مفهوم وخصائص السوق النقدية:

السوق النقدية هي الشق الأول للسوق المالية، وهي سوق غير مُحددة مكانياً تُطلق على جميع عمليات الإيداع والاقتراض وإصدار وتداول الأدوات النقدية قصيرة الأجل التي لا تتعدى مدتها سنة واحدة غالباً وبالتالي تتميز بسيولتها العالية،¹ وذلك بشكل غير مباشر تحت إشراف الجهاز المصرفي، كما تمثل الإطار العام لرسم وتوجيه السياسة النقدية في الدولة.

ومن خلال هذا التعريف يمكننا إستخلاص بعض الخصائص التي تميز هذه السوق، وذلك على النحو التالي:²

- ليست للسوق النقدية مكان مادي مُحدد، إذ تتشكل من مجموعة البنوك المنتشرة جغرافياً؛

¹ - Erwan le Saout, **Introduction aux Marchés Financiers**, 3^e Edition, ED- ECONOMICA, Paris, 2011, P: 23.

² - ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، دار البيزوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص: 61. (بتصرف)

- هي سوق للدخار وتمويل الاحتياجات النقدية المؤقتة (قصيرة الأجل) التي تتراوح مدتها عادة بين يوم واحد وسنة كاملة؛
- أغلب أدوات السوق ذات قابلية تسويقية عالية أي بالإمكان تسيلها بسرعة وبمرونة عالية؛
- أدواتها تُوفّر عائداً مناسباً للمستثمر الذي لا يرغب بتحمل المخاطر؛
- المصدر الرئيسي للأموال هو الودائع عموماً بمختلف أنواعها؛
- انخفاض درجة المخاطرة في السوق لتدني احتمالات الخسارة بسبب قصر المدة من جهة ووجود مؤسسات ذات مراكز ائتمانية ومالية قوية كالبنك المركزي، البنوك التجارية والخزينة العمومية من جهة أخرى؛
- تركز على عامل أساسي وهو معدل الفائدة الذي يتحدد بناءً على العرض والطلب لكن يبقى تدخل البنك المركزي ضرورياً في تحديده.

2.1.2- أهمية السوق النقدية:

- إنَّ أهمية وجود سوق نقدية مُنظمة ومتطورة يكمن في جملة المهام والوظائف المتعددة التي يمكن أن تُنجزها وتعود بالنفع والفائدة على الاقتصاد وحركة التنمية الاقتصادية للدولة، ويمكن تلخيص هذه المهام والوظائف فيما يلي:¹
- المساهمة في دعم القطاع الصناعي والتجاري من خلال توفير رأس المال العامل، وذلك من عمليات الخصم التي تُنفّذها السوق للعديد من الأوراق التجارية، ومن هنا يسهل للبائع مهمة البيع ويسهل للمشتري إتاحة المزيد من الوقت لتوفير المال اللازم، كما توفر السوق الكثير على أصحاب الأعمال وتكاليف منخفضة أو من دون تكاليف في بعض الأحيان؛
 - إذا كانت التعاملات في السوق ذات طبيعة قصيرة الأجل وتمثلها في كثير من الأحيان البنوك التجارية بما تقدمه من خدمات، فإن هذه السوق توفر أيضاً آليات العمل الاستثماري قصير الأجل، حيث تتمتع بمرونة عالية في هذا المجال؛
 - تساهم السوق النقدية في معالجة الكثير من المشاكل المالية المؤقتة التي قد تواجه البنك المركزي والحكومة، فالسوق تكون قادرة على استيعاب إصدارات أذونات الخزينة والأوراق قصيرة الأجل من دون أن تلجأ الحكومة إلى الإصدار النقدي؛
 - تساهم السوق النقدية في توجيه سياسات البنك المركزي أثناء التطورات والمستجدات التي تحدث فتؤثر على ظروف الائتمان والنقود؛

¹ - سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، 2018، ص: 121.

- تساهم السوق النقدية في تفعيل سياسات البنك المركزي وذلك من خلال سرعة نقل الأموال وكفاءة العمل واستقرار سعر الفائدة؛

- إنَّ السوق النقدية يمكن أن تسهم في تطوير سوق رأس المال من خلال إدارة سعر الفائدة.

3.1.2- هيكل السوق النقدية:

تنقسم السوق النقدية من حيث آلية التعامل إلى:

السوق النقدية (Money Market)

السوق الثانوية (Secondary Market)

السوق الأولية (Primary Market)

1.3.1.2- السوق الأولية (سوق الإصدار): يتم من خلالها الاكتتاب لأول مرة بالإصدارات الجديدة من الأدوات النقدية قصيرة الأجل؛

2.3.1.2- السوق الثانوية (سوق التداول): يتم من خلالها تداول الأدوات النقدية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، بأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب، وذلك بين مشتريها الأول في السوق الأولية ومشتريين آخرين جدد. وهي بدورها تنقسم حسب التقسيم الأنجلو- سكسوني إلى قسمين هما:

السوق الثانوية (Secondary Market)

سوق القروض قصيرة الأجل (Short-Term Loan Market)

سوق الخصم (Discount Market)

✓ سوق الخصم: يتم من خلالها خصم الأدوات النقدية قصيرة الأجل والتي من أهمها الأوراق التجارية، أذونات الخزينة... إلخ؛

✓ سوق القروض قصيرة الأجل: تشمل جميع أنواع القروض التي تُعقد لآجال قصيرة تتراوح ما بين يوم واحد وسنة كاملة.

2.2- سوق رأس المال:

1.2.2- مفهوم وخصائص سوق رأس المال:

تمثل سوق رأس المال الشق الثاني للسوق المالية، فهي سوق التمويل برؤوس الأموال متوسطة وطويلة الأجل التي تزيد مدتها عن سنة واحدة بهدف توفير التمويل اللازم لإقامة مشاريع استثمارية جديدة أو التوسُّع في القائمة منها سواءً الخاصة أو الحكومية، والتي تُنفَّذ إما في شكل قروض أو أوراق مالية.

- ومن خلال هذا التعريف يمكننا إستخلاص بعض الخصائص التي تميز هذه السوق، وذلك على النحو التالي:¹
- سوق رأس المال قد ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشاريع الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تُسَدَّد على أمد طويل؛
 - تتسم هذه السوق بكونها أكثر تنظيمًا من السوق النقدية نظراً لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المتخصصين؛
 - الاستثمار في سوق رأس المال قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدية، وذلك نظراً لكون أدوات الاستثمار فيها كالسندات طويلة الأجل الأمر الذي يحتمل مخاطر سعرية وسوقية وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم بالرغم من أنها ذات عائد كبير نسبياً إلا أنَّ مخاطرها كبيرة أيضاً؛
 - الاستثمار في سوق رأس المال يُعتَبَر ذو عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإنَّ اهتمام المستثمرين في سوق رأس المال يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة؛
 - تتطلب سوق رأس المال وجود سوق ثانوية يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيها، وذلك حتى يتم تنشيط الاستثمار في سوق رأس المال وتوفير سيولة نقدية ملائمة للأدوات المالية طويلة الأجل، الأمر الذي يزيد من سرعة تداولها.

2.2.2- وظائف سوق رأس المال:

تقوم هذه السوق بعدة وظائف أهمها:²

- تسهيل الأوراق المالية وتوفير القدرة التسويقية لها: هي الوظيفة الرئيسية لسوق رأس المال بوصفها توفر الاستمرارية لها، وذلك من خلال قدرة المستثمر على تحويل الأسهم إلى نقد في أي وقت يشاء بسعر السوق، وهكذا توفر السوق للمستثمرين الفرص لتغيير محافظهم الاستثمارية عندما يرغبون بذلك من خلال البيع والشراء للأوراق المالية؛
- تحديد السعر العادل: وهذا لا يمكن أن يتوفر إلا من خلال السوق ذات المنافسة التامة نظراً لكثرة عدد البائعين والمشتريين، وهنا لا بد من أن توفر السوق المعلومات لكل الأطراف لصياغة قراراتهم بالبيع والشراء؛
- توفير مصدر طويل الأجل للتمويل سواءً للمؤسسات أو للحكومات؛
- تراكم رأس المال من خلال عمليتين أساسيتين هما الادخار والاستثمار، ذلك أنَّ السوق تُعدُّ آلية لتعبئة الموارد في شكل مدخرات وتوجيهها للاستثمار عبر أدوات مالية متنوعة؛
- تعكس السوق حالة النشاط الاقتصادي للدولة.

¹ - طاهر حيدر جردان، أساسيات الإستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص: 32.

² - سرمد كوكب الجميل، مرجع سبق ذكره، ص: 253، 254.

3.2.2- هيكل سوق رأس المال:

سوق رأس المال (Capital Market)

سوق القروض متوسطة وطويلة الأجل (Loans Market) سوق الأوراق المالية (Securities Market)

1.3.2.2- سوق القروض متوسطة وطويلة الأجل: هي ذلك القسم من سوق رؤوس الأموال الذي يكفل للمؤسسات العمومية والخاصة وكذا الحكومات القيام بعمليات الإقراض والاقتراض متوسطة وطويلة الأجل لتمويل استثماراتها، من خلال المؤسسات المالية البنكية وغير البنكية، وهي تسمى أيضاً بسوق رأس المال غير المالي أو سوق التمويل بغير الأوراق المالية، ويتم فيها الحصول على الأموال عن طريق التفاوض المباشر بين المؤسسة المقرضة والمشروع المقترض، وفقاً لشروط محدّدة في العقد المبرم بين الطرفين.¹

2.3.2.2- سوق الأوراق المالية: هي السوق التي يتم فيها إصدار وتداول الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل بمساعدة وسطاء ماليين مؤهلين ومتخصصين، فهي سوق التمويل المباشر التي تسمح بانسياب رؤوس الأموال بين القطاعات المختلفة مما يساعد على تعبئة المدخرات وتوجيهها للمجالات الاستثمارية بكفاءة.

وتنقسم سوق الأوراق المالية من حيث وظائفها إلى قسمين يتوقف كلاهما على الآخر، هما:

سوق الأوراق المالية (Securities Market)

السوق الثانوية (Secondary Market)

السوق الأولية (Primary Market)

✓ **السوق الأولية (سوق الإصدار):** هي السوق التي تتعلق بالإصدارات الجديدة من الأوراق المالية وتنشأ فيها علاقة مباشرة بين المصدرين والمكتتبين فيها²، وذلك بهدف توفير التمويل اللازم لإقامة مشاريع استثمارية جديدة أو التوسع في القائمة منها³، بحيث تتميز هذه السوق بعدم وجود مشكل التسعير لغياب إمكانية التفاوض فالأصل المالي يُباع بسعر الاكتتاب⁴. ولقد سُميت بالأولية لأنها سوق الأوراق المالية الأساسية التي تفي بالغرض الذي أُقيمت من أجله السوق ألا وهو تجميع الفوائض المالية وتوجيهها لتمويل المشاريع الاستثمارية.

¹ - عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص: 9.

² - Pascal Alphonse et Autres, Op.Cit, P P: 8, 9.

³ - فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب الحديث وجدارا للكتاب العالمي، عمان، 2006، ص: 41.

⁴ - Erwan le Saout, Op.Cit, P: 134.

ويتم طرح الإصدارات المالية الجديدة في هذه السوق بإحدى الطريقتين التاليتين:¹

• **الطرح العام:** أي عملية إصدار الورقة المالية الجديدة وطرحها للاكتتاب العام لجمهور المستثمرين بدون إستثناء، ويتم ذلك في الحالات التالية:²

- تأسيس مؤسسات مساهمة عامة؛
- تحوُّل المؤسسات الصغيرة إلى مؤسسات مساهمة عامة؛
- خصوصية إحدى المؤسسات العمومية من خلال بيع أسهمها لجمهور المستثمرين؛
- إدراج أسهم إحدى المؤسسات بالأسواق الأجنبية؛
- زيادة رأسمال المؤسسات التي تتداول أسهمها بالفعل.

ويُحقق أسلوب الطرح العام مزايا عديدة يمكن إيجازها بالآتي:

- توسيع قاعدة رأس المال وإمكانية الوصول إلى مصادر تمويل مختلفة؛
- إمكانية تحسين صورة المؤسسة عبر إلزامية الإفصاح وتعزيز الثقة لدى الجمهور؛
- يحقق للمستثمرين مكاسب من خلال تنوع محافظهم الاستثمارية وعدم تركيزها؛
- مرونة أكبر في تسويق الإصدارات الجديدة.

ومقابل هذه المزايا قد يشكل الطرح العام الأولي عبء مالي كبير على المؤسسة من خلال تكلفة الإصدار ومتطلبات الإفصاح والإبلاغ عن المعلومات، الذي قد يُفقد المؤسسة مكانتها التنافسية أمام المؤسسات الأخرى؛

• **الطرح الخاص:** يُقصد بهذه العملية بيع الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية إلى أطراف محدّدة من

المؤسسات المالية والأفراد الأغنياء بموجب صفقات خاصة، وتكون عملية الاكتتاب مستثناة من شرط التسجيل لدى البورصة على عكس الطرح العام، وبذلك تستطيع المؤسسة المصدرة أن تُخفّض من تكلفة الإصدار وتتجنب إعداد بيان التسجيل الذي تتطلبه عملية الطرح العام بمعنى أنها غير مُلزّمة بعمليات الإفصاح والإبلاغ عن المعلومات، ما يُمكنّها من تجنب الانكشاف على المؤسسات المنافسة؛

✓ **السوق الثانوية (سوق التداول):** هي السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية،³

بيعاً وشراءً وفق السعر السوقي الذي يتحدد بناءً على قوى العرض والطلب عليها في السوق. وقد سميت بالثانوية لأنها ليست بدرجة أهمية نظيرتها الأولية، وإنما الغرض منها توفير السيولة من خلال انتقال ملكية الأوراق المالية بين

¹ - ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 97-100.

² - برايان كويل، ترجمة خالد العامري، التمويل المالي للأسهم، دار الفاروق للاستشارات الثقافية، القاهرة، 2007، ص: 65.

³ - Pascal Alphonse, Op.Cit, P: 8.

المستثمرين وليس تمويل المشاريع الاستثمارية، فالحصول المالية لا تُوجّه للمؤسسة المصدرة وإنما تتحرك باستمرار من مستثمر مالي لآخر،¹ الأمر الذي يضمن توفير عنصر السيولة بشكل دائم طوال مدة حياة المؤسسة المصدرة لها. وقد تتم عمليات التداول هذه إما بشكل منظم أو غير منظم:²

السوق الثانوية (Secondary Market)

السوق غير المنظمة (Unorganized Market)

السوق المنظمة (Organized Market)

- **السوق المنظمة:** هي بورصة الأوراق المالية (Securities Exchange) سنعود إليها لاحقاً بالتفصيل؛
- **السوق غير المنظمة:** تُعرف بالسوق غير الرسمية (Informal Market) أو السوق الموازية كما أنها اشتهرت بتسمية (Over the counter –OTC–) أي سوق العمليات فوق المنضدة، فهي تُطلق على كل عمليات تداول الأوراق المالية التي تتم خارج البورصة، بحيث أنها سوق غير مركزية أي أن عمليات البيع والشراء لا تتم في مكان واحد مُعد خصيصاً لهذا الغرض كما هو الحال في بورصة الأوراق المالية (السوق المنظمة)، وإنما هي شبكة اتصالات متطورة تربط بين الوسطاء الماليين المنتشرين جغرافياً. يجري فيها التعامل بشكل أساسي على الأوراق المالية غير المدرجة في البورصة مع إمكانية التعامل في تلك المدرجة فيها بأسعار قابلة للتفاوض، التي قد تكون لمؤسسات المساهمة (SPA) حديثة التأسيس التي لا تستوفي شروط الإدراج أو لمؤسسات أُلغِي إدراجها نهائياً أو وُقِّف مؤقتاً أو لمؤسسات كبيرة لا ترغب في الرضوخ لمتطلبات الإفصاح والشفافية.

وعليه فهي تتميز بسهولة التداول وسرعتها وقلة تكلفتها نظراً لتحزُّرها من قواعد وشروط التداول التي تفرضها السوق المنظمة وهذا ما يجعلها أكثر سيولة منها، غير أن ما يُؤخذ على السوق غير المنظمة هو غياب آليات للحد من التدهور أو الارتفاع الحاد في الأسعار الذي قد يحدث بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب. ويُعتبر سوق نازداك (Nasdaq) أكثر الأسواق غير المنظمة شهرةً في العالم.

وتنقسم السوق غير المنظمة بدورها إلى سوقين فرعيتين هما:

السوق غير المنظمة (Unorganized Market)

السوق الرابعة (The Fourth Market)

السوق الثالثة (The Third Market)

¹ - فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص: 56، 57.

² - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006، ص: 106-111.

❖ **السوق الثالثة:** تتكون هذه السوق من الوسطاء الماليين غير الأعضاء في البورصة وإن كان لهم الحق في التعامل بالأوراق المالية المسجلة فيها، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وعلى الرغم من أن المعاملات تتم في إطار السوق غير المنظمة فإن أسعارها ترتبط بأسعار البورصة. وفي الولايات المتحدة الأمريكية، كان الدافع وراء إنشاء ونمو هذه السوق هو عدم تمتع مؤسسات الاستثمار الكبيرة بخصم في العمولة عند تعاملها مع الأسواق المنظمة، وعليه فقد وجدت ضالتها في السوق الثالثة التي تتيح لها فرصة التفاوض في مقدار العمولة بل والحصول على تخفيض مغري. يضاف إلى ذلك سبب آخر هو شعور تلك المؤسسات بعدم قدرة المتخصصين في السوق المنظمة على تنفيذ العمليات الكبيرة بالسرعة المطلوبة، إضافة إلى عدم كفاية ما لديهم من رأس المال؛

❖ **السوق الرابعة:** في هذه السوق يجري تداول الأوراق المالية مباشرة بين المؤسسات الكبرى وأغنياء المستثمرين بأحجام كبيرة من غير وساطة مالية، بحيث يتم الاتصال المباشر بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة اتصالات قوية تربط بينهم، وذلك كإستراتيجية إضافية للحد من العمولات التي يدفعونها للوسطاء. هذا ولا يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المالية المتعامل فيها، ومن ثم لا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها، كما لا يُسأل عن نصائح بشأن الأوراق المالية التي ينبغي أن يوجه إليها المستثمر أمواله، ومن ثم فإن أتعابه تقل كثيراً. وفي ظل السوق الرابعة تهرم الصفقات بسرعة أكبر، كما قد يتمخض عن الاتصال المباشر إبرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين، وبتكلفة أقل نظراً لانخفاض أتعاب إنهاء الصفقات. وبسبب هذه المزايا، فإن السوق الرابعة تعد منافساً قوياً للأسواق المنظمة إضافة إلى الأسواق غير المنظمة الأخرى، خاصة وأنه يمكنه التعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق.

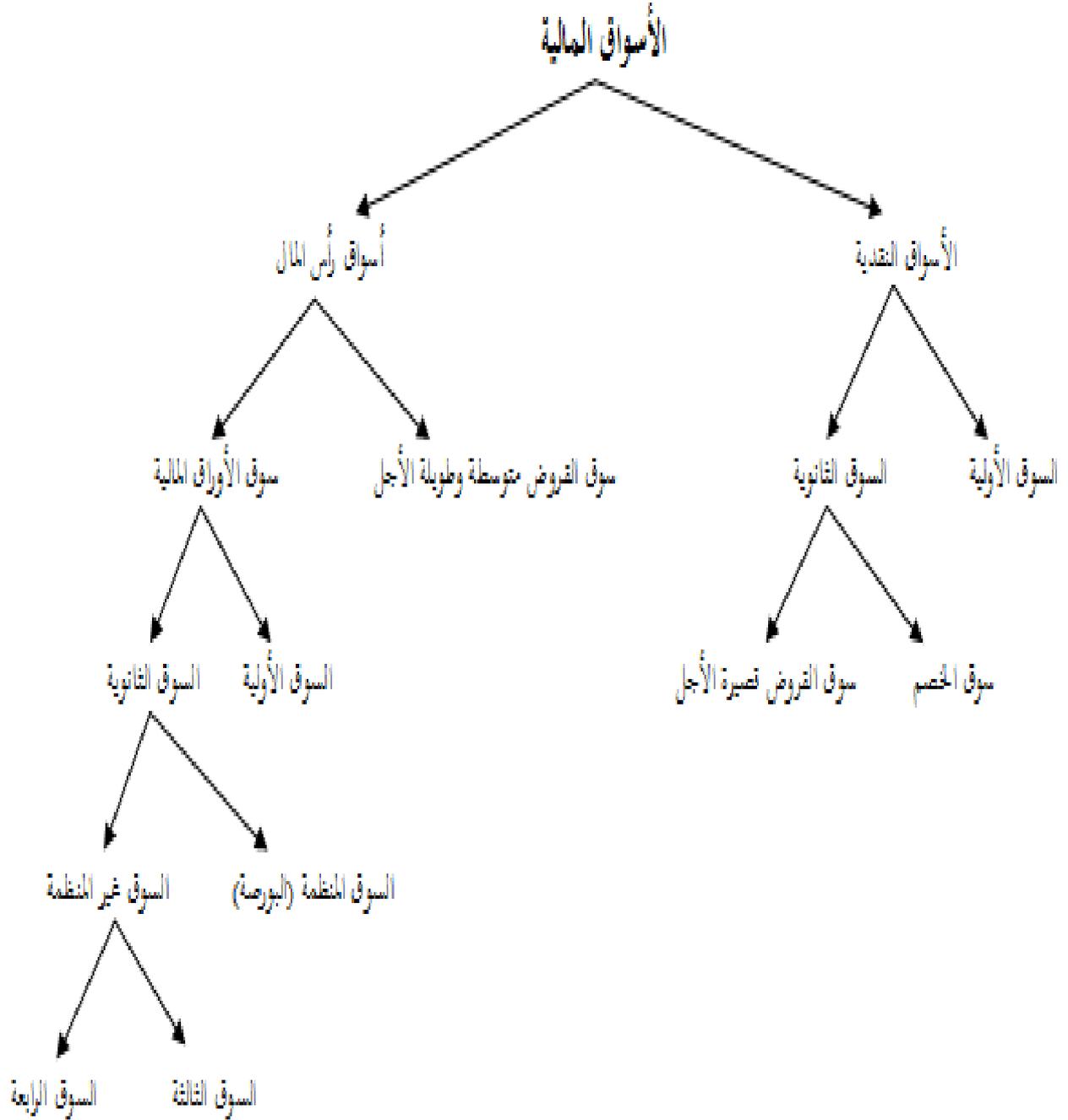
وبعد العرض السابق لكل من السوقين النقدية ورأس المال، يمكننا تلخيص أهم الاختلافات بينهما في الجدول التالي:

الجدول رقم (01): الفرق بين السوق النقدية وسوق رأس المال

السوق النقدية	سوق رأس المال	
سوق ادخار	سوق استثمار	الهدف من السوق
قصيرة الأجل لا تتعدى سنة واحدة عادةً	متوسطة وطويلة الأجل	المدة الزمنية
أقل مخاطرة نسبياً	أكثر مخاطرة	درجة المخاطرة
منخفضة نسبياً	مرتفعة نسبياً	العوائد
مرتفعة	منخفضة	السيولة
الأمان والسيولة	العوائد المرتفعة	الأولوية لأصحاب الفائض المالي
الودائع غالباً	رؤوس الأموال المجمعة عن طريق الأسهم والسندات	المصدر الرئيسي للأموال
تمويل احتياجات نقدية مؤقتة	تزويد المشاريع برؤوس الأموال اللازمة للتأسيس أو التطوير	الهدف من التمويل
القروض قصيرة الأجل، الأوراق التجارية، أدونات الخزينة، شهادات الإيداع... إلخ	الأوراق المالية كالأسهم والسندات	أدوات التمويل
ليس لها مكان مادي محدد	يمكن أن يكون لها مكان محدد أو لا	مكان السوق

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على المعلومات السابقة.

بعدما تعرّفنا على السوق المالية بكل مكوناتها، يمكننا الآن تلخيص هيكلها في الشكل التالي:



المحور الثاني: الأدوات المالية المتداولة

يهدف هذا المحور إلى:

- ➔ التعرف على الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية؛
- ➔ التعرف على الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال.

1. الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية:

تتمثل الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية في صكوك دين قصيرة الأجل قابلة للتداول، يستحق حاملها استرداد المبلغ المدون عليها الذي سبق أن أقرضه لطرف آخر، في تاريخ محدد لا يجاوز -في الغالب- سنة منذ إصدارها. وتتميز هذه الأدوات بإمكانية التصرف فيها قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك ببيعها في السوق النقدية، حيث يتم تداول هذه الأدوات إما على أساس سعر الخصم أو على أساس سعر الفائدة، حسب نوع الأداة المالية.¹

وتتمثل أشهر أدوات التمويل عن طريق السوق النقدية وأكثرها استخداماً فيما يلي:²

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 265.

² - تم إعداده اعتماداً على:

- العزازي محمد وآخرون، التسيير المحاسبي والمالي، السنة الثانية ثانوي - شعبة تسيير واقتصاد، الديوان الوطني للمطبوعات المدرسية، الجزائر، 2013-2014، ص: 156-161.

- ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 62-78.

- فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص: 272.

- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 53.

1.1- الأوراق التجارية (Commercial Papers):

هي محزرات مكتوبة وفقاً لأوضاع شكلية يحددها القانون تمثل حقوقاً موضوعها مبلغ من النقود يُستحق الدفع عند تاريخ محدد، تصدرها المؤسسات ذات المراكز الائتمانية والمالية عالية المستوى، والغرض منها تسهيل تسوية المعاملات التجارية. بحيث تمثل الأوراق التجارية أدوات وفاء (تقوم مقام النقود في دفع قيمة المعاملات التجارية) وأدوات ائتمان (يمكن تحويلها إلى سيولة نقدية عند الحاجة دون انتظار تسديدات الزبائن عند تاريخ الاستحقاق، إما من خلال التداول بالطرق التجارية كالتظهير أو التسليم أو من خلال خصمها لدى البنوك التجارية) في الوقت نفسه. وهي ثلاث أنواع:

1.1.1- الشيك: هو الوسيلة التي يمكن بواسطتها لصاحب حساب بإحدى المؤسسات المالية (البنك أو مصلحة الصكوك البريدية أو الخزينة)، أن يأمرها بدفع مبلغ معين يُقتطع من رصيده لفائدة طرف آخر بمناسبة إجراء معاملة ما.

وهناك ثلاثة أطراف تتدخل في المعاملة بالشيك، هي:

- الساحب (محرر الشيك): هو مالك الحساب؛
- المسحوب عليه: هو الهيئة المالية التي وُظِنَ بها الحساب؛
- المستفيد: هو الطرف الذي يؤول إليه المبلغ موضوع الشيك.

استعمال الشيك للدفع الفوري يكون في حالة السحب المباشر من حساب المؤسسة لفائدة الطرف المستفيد، أو بتحويل مبلغ من حساب إلى حساب آخر.

ومهما كان الشيك، بنكياً أو بريدياً أو للخزينة، فإنه يجب أن يحتوي على المعلومات التالية:

- هوية وأرقام حساب الساحب والمستفيد؛
- المبلغ بالأرقام والأحرف؛
- مكان وتاريخ تحريره؛
- توقيع الساحب.

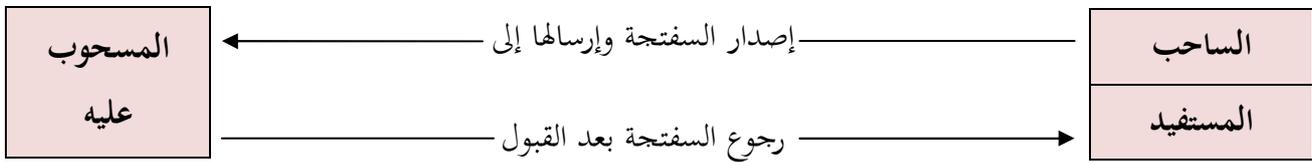
ويجب أن تُراعَى في ملء الشيك، الطريقة المنصوص عليها قانوناً، خاصةً مع الإجراءات الجديدة المطبقة لتسهيل عمليات التحويل بين البنوك، مثل ضرورة وجود رقم التعريف البنكي (RIB) أو (RIP) بالنسبة للشيك البريدي الذي يشمل 20 رقماً بدل رقم الحساب المعمول به سابقاً؛

2.1.1- السفتجة (الكمبيالة): السفتجة أو الكمبيالة هي محرر يأمر فيه الدائن (الساحب) مدينه (المسحوب عليه) بدفع مبلغ معين (القيمة الاسمية) بتاريخ معين (تاريخ الاستحقاق) لصالح طرف ثالث هو المستفيد.

في عمليات البيع على الحساب وعند إنشاء سفتجة (كمبيالة) يكون الساحب هو (المورد) والمسحوب عليه هو (الزبون) ويمكن أن يكون المستفيد هو الساحب نفسه، عندما يأمر بالدفع لصالحه الشخصي بعبارة (إلى شخصياً) أو طرفاً ثالثاً. بصفة عامة، تُقدّم السفتجة للقبول للمسحوب عليه، حيث يتعهد بموجب توقيعها على دفع مبلغها عند تاريخ استحقاقها، وقبول السفتجة من طرف المسحوب عليه ليس إجبارياً.

تجدر الإشارة أنه يمكن تداول السفتجة بتظهيرها أو خصمها وذلك بقيمتها الاسمية.

والمخطّط التالي يبين العلاقة بين أطراف السفتجة:



وتتضمن السفتجة المعلومات الضرورية التالية:

- اسم كل من الساحب والمستفيد وعنوانهما؛
- تسمية الوثيقة "سفتجة أو كمبيالة"؛
- الأمر بدفع مبلغ محدد؛
- تاريخ ومكان الإصدار؛
- تاريخ الاستحقاق؛
- مكان الدفع ويُستحسن أن يكون بنك التوطين للمسحوب عليه؛
- توقيع الساحب.

3.1.1- السند لأمر: يمكن تعريف السند لأمر بأنه صك محرر وفق شكل معين حدّده القانون، يتضمن تعهد شخص يسمى "المحرر" بأن يدفع في مكان محدد مبلغاً معيناً من النقود في تاريخ معين أو قابل للتعين أو بمجرد الاطلاع، لأمر شخص آخر اسمه "المستفيد".

ويتضمن السند لأمر المعلومات الضرورية التالية:

- شرط الأمر أو تسمية "السند لأمر" مكتوبة في نفس الصك وباللغة المستعملة لتحريره؛

- الوعد بلا قيد أو شرط بأداء مبلغ معين من النقود؛
- تعيين تاريخ الاستحقاق؛
- تعيين المكان الذي يجب فيه الأداء؛
- اسم الشخص الذي يجب أن يتم الأداء له ولأمره؛
- تعيين المكان والتاريخ اللذين حُررَ فيهما السند؛
- توقيع من حررَ السند.

أما عن الفرق بين السفتحة والسند لأمر، فيكمن في كون أطراف السفتحة ثلاثة بينما في السند لأمر إثنان، بالإضافة إلى صيغة الأمر بالدفع في السفتحة والتعهد بالدفع في السند لأمر.

2.1- أدوات الخزينة (Treasury Bills):

هي أدوات دين قصيرة الأجل تُصدرها الحكومة لتمويل عجز مؤقت، تتميز بسيولتها العالية ومخاطرها المنخفضة، وهي تُباع بخصم على القيمة الاسمية مع الحصول عليها كاملة عند تاريخ الاستحقاق بحيث يمثل الفرق مقدار العائد الذي يتحصل عليه صاحبها، ويقوم البنك المركزي بتسويقها إلى المكتتبين سواء كانوا أفراد، بنوك أو مؤسسات ولهذا فهي تحظى بثقة وسمعة عالية، فضلاً عن كونها أداة من أدوات السياسة النقدية لإدارة المعروض النقدي؛

3.1- شهادات الإيداع القابلة للتداول (Negotiable Certificates of Deposit):

هي وثائق تصدرها البنوك والمؤسسات المالية تثبت أن صاحبها لديه وديعة على مستواها، يُحدّد فيها تاريخ استحقاق الوديعة ومعدل الفائدة عليها، ونظراً لكون هذه الودائع لأجل فلا يمكن إسترداد قيمتها من البنك المصدر لها قبل تاريخ استحقاقها وإنما يقوم بعرضها للبيع في السوق الثانوية؛

4.1- إتفاقيات إعادة الشراء (Repurchase Agreement):

المعروفة أيضاً باتفاقية "الريپو" هي عبارة عن عقود يتم بمقتضاها بيع أدوات تمويلية (حكومية غالباً) مع التعهد في نفس الوقت بإعادة شرائها في تاريخ وبسعر محددان في عقد الاتفاقية مُسبقاً، فهي بمثابة قروض قصيرة الأجل بموجبها الطرف الذي يحتاج إلى سيولة يبيع أداة من أدوات الدخل الثابت لطرف آخر يتمتع بسيولة كبيرة، مع تحديد الطرفين تاريخاً لإعادة الشراء تعود فيه الملكية مُجدداً للمقترض وبسعر أعلى من الأول؛

5.1- القبولات البنكية (Banker's Acceptances):

هي وثيقة مالية مسحوبة على بنك معين من قبل عميله، أي أنها أمر دفع يطلب العميل بمقتضاه من البنك أن يقبل الدفع له أو لشخص آخر مبلغ محدد من المال في المستقبل في موعد محدد مسبقاً، فيظهر القبول البنكي بمثابة ضمان بالدفع لصالح المستفيد مقابل حصول البنك على عمولة، ولقد نشأت أساساً لخدمة حركة التجارة الدولية إذ يُفضّل المصدرين سحب السندات المقبولة من البنوك بمخاطر أدنى من تلك التي تُسحب على المستوردين أنفسهم.

2. الأدوات المالية المتداولة في سوق رأس المال:

في إطار تقديم الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال العاجلة أي الفورية (الأدوات التقليدية)؛ فسنقوم أولاً بالتعريف بالأوراق المالية لنتقل إلى عرض أهم أنواعها:¹

الأوراق المالية (Securities) هي السلعة الرئيسية المتداولة في أسواق الأوراق المالية وهي عبارة عن أصول مالية يتم إصدارها من طرف المؤسسات والحكومات لتأمين احتياجاتها من رؤوس الأموال متوسطة وطويلة الأجل، وينتج عن إصدارها إما دين على عاتق المصدر أو مشاركة في الملكية من قبل المستثمرين الماليين لها أو كلاهما، وهي تتميز بالخصائص التالية:

- التماثل في الإصدار الواحد من حيث صنف الورقة المالية، قيمتها الإسمية، الحقوق والواجبات... إلخ؛
- القابلية للتداول في البورصة أي إمكانية انتقال الملكية من شخص إلى آخر بالطرق التجارية سواءً بالقيود في سجلات المؤسسة، التظهير، التسليم أو الميراث... إلخ؛
- القابلية للتسعير في البورصة؛
- عدم القابلية للتجزئة؛
- تقتصر عملية إصدارها على الأشخاص المعنوية فقط مُثَلَّة أساساً في مؤسسات المساهمة العامة (SPA).

¹ - تم إعداده اعتماداً على:

- Jérémy Morvan, **Marchés et Instruments Financiers**, ED- DUNOD, Malakoff (France), 2009, P: 71.
- جبار محفوظ، **الأسواق المالية، الجزء الثاني: الأسواق والأدوات المالية**، دار هومو للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017، ص: 259-276، 294-281.
- شمعون شمعون، **البورصة وبورصة الجزائر**، الطبعة الثانية، دار هومو للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 1999، ص: 21-33.
- محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات، **الاستثمار في البورصة**، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص: 88، 99، 108.
- فليح حسن خلف، مرجع سبق ذكره، ص: 200-203، 245.
- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 22-28، 33، 34.

- Frédéric Mishkin et autre, **Monnaie, Banque et Marchés Financiers**, 9^{ème} Edition, PEARSON EDUCATION, Paris, 2010, p: 5.

1.2- الأسهم (Shares):

1.1.2- تعريف الأسهم: السهم هو وثيقة مالية تثبت ملكية حاملها لجزء من رأسمال مؤسسة المساهمة (SPA) التي أصدرته، حيث يُقسَّم رأسمال المؤسسة إلى أجزاء متساوية يمثل كل منها سهماً تصدره إما عند تأسيسها أو توسعها.

2.1.2- أنواع الأسهم: سنذكر فيما يلي الأنواع العامة للأسهم مع الإشارة أنه لكل سوق أنواع خاصة بها لا يتسع المجال هنا لذكرها جميعاً:

✓ حسب الشكل القانوني:

- السهم الإسمي: هو الذي يحمل إسم مالكة وطبيعته وعدد الأسهم التي بحوزته، أرقامها التسلسلية، تاريخ بداية الانتفاع... إلخ، ويتم تداولها بين المستثمرين بتقييد معلوماتهم الخاصة في سجلات المؤسسة؛
- السهم لحامله: على عكس سابقه، لا يحمل هذا السهم اسم مالكة وإنما يُعتبر حامله مالكاً له، وهو يتداول بمجرد المناولة أي التسليم دون المرور بسجلات المؤسسة المصدرة؛
- السهم لأمر: أو السهم لإذن، يصدر لأمر شخص معين ثم يتم تداوله عن طريق التظهير ويُشترط فيه أن يكون محرراً بالكامل عند الاكتتاب؛

✓ حسب طبيعة الحصة المدفوعة:

- الأسهم النقدية: هي تلك الأسهم التي تمثل حصصاً نقدية في رأسمال مؤسسة المساهمة، والحصة النقدية هي مبلغ من النقود يُدفع نقداً أو بتحرير شيك أو بتحويل من حساب إلى آخر، قد تكون هذه الأسهم محررة بالكامل أو جزئياً؛
- الأسهم العينية: هي تلك الأسهم التي تمثل حصصاً عينية في رأسمال مؤسسة المساهمة كأن تكون عقارات، براءة اختراع... إلخ ولا بد أن تكون محررة بالكامل عند الاكتتاب.

✓ من حيث استهلاكها:

- أسهم رأس المال: هي الحالة العادية أين لا يستطيع حامل السهم استرجاع قيمة أسهمه من المؤسسة المصدرة لها إلا عند تصفية موجوداتها نهائياً؛
- أسهم التمتع: هي الأسهم التي تُعطى للمساهم بدلاً عن أسهمه التي زُدت إليه قيمتها قبل انقضاء المؤسسة، وهذا النوع يكون في الغالب في المؤسسات التي نشاطها مُحدّد بفترة زمنية معينة، أو في المؤسسات التي يُعطى لها حق امتياز حكومي لاستغلال مرفق عام خلال فترة مُحدّدة.

✓ حسب الحقوق الممنوحة لمالكيها:

- السهم العادي؛
- السهم الممتاز.

1.2.1.2- السهم العادي:

يُعتبر السهم العادي الفئة الأكثر استخداماً من قبل مؤسسات المساهمة عند التأسيس أو زيادة رأس المال.

✓ خصائص السهم العادي:

- السهم العادي أداة ملكية لجزء من رأسمال المؤسسة المصدرة له، وهو أحد مصادر التمويل الداخلي للمؤسسة؛
- ليس له تاريخ استحقاق باعتبار أن الأسهم من الأموال الخاصة الدائمة في المؤسسة والتي تبقى معها مادامت قائمة؛

- للسهم العادي ثلاث قيم، هي:

❖ **القيمة الاسمية:** أي القيمة المدونة على الشهادة المسلمة للمساهم عند الاكتتاب، وعادةً يكون

منصوص عليها في عقد تأسيس المؤسسة، وهي تساوي رأسمال المؤسسة مقسوماً على عدد الأسهم العادية؛

❖ **القيمة الدفترية:** هي قيمة السهم كما تظهر في دفاتر المؤسسة، وهي تساوي إجمالي حقوق الملكية

(رأس المال + الاحتياطات + الأرباح المحتجزة) ماعدا حقوق حملة الأسهم الممتازة إن وجدت مقسومة على عدد الأسهم العادية؛

❖ **القيمة السوقية:** هي السعر الذي يتداول به السهم في البورصة والذي يتحدد بناءً على قوى العرض

والطلب عليه؛

- مسؤولية المساهم تتحدد بعدد الأسهم التي يمتلكها؛
- يمكن للمؤسسة المصدرة استدعاء جزء من أسهمها العادية من التداول بشرائها من حملتها.

✓ تقييم السهم العادي:

- بالنسبة للمستثمر المالي:

❖ **المزايا:**

- الحق في الحصول على جزء من الأرباح السنوية إن وُجدت وقررت المؤسسة توزيعها حسب حصتهم في رأس المال؛

- حق التصويت لانتخاب أعضاء مجلس الإدارة الذي يقود مؤسستهم على أساس صوت لكل سهم؛

- حق حضور الجمعيات العامة للمساهمين العادية أو غير العادية، ولكل مساهم ثقل في اتخاذ القرارات بما يمتلكه من أسهم؛

- حق مراقبة أعمال المؤسسة والاطلاع على النتائج التي تحققها ومخططاتها الإستراتيجية المستقبلية؛

- حق الاستفادة من موجودات المؤسسة بعد تصفيتها أو بيع أصولها بما يتناسب مع حصتهم في رأسمالها؛

- الحق في بيع الأسهم أي التنازل عن ملكيتها بالطرق التجارية وتحقيق ربح أو خسارة رأسمالية؛
- حق الأولوية في شراء الأسهم الجديدة في حال قرّرت المؤسسة زيادة رأسمالها؛
- خسائر حملة الأسهم محدودة بمقدار مساهمتهم في رأس مال المؤسسة.

❖ العيوب:

- الأرباح السنوية غير مؤكدة لأنها مرتبطة بمدى تحقّقها واتخاذ المؤسسة قراراً بتوزيعها أو الاحتفاظ بها لإعادة استثمارها؛
- حملتها هم أصحاب البواقي أي يأتون في الدرجة الأخيرة من حيث الأولوية في الحصول على الأرباح السنوية وحصتهم عند التصفية أو البيع؛
- ليس لحملة الأسهم الحق في مطالبة المؤسسة باسترداد ما شاركوا به في رأس المال مادامت قائمة؛
- الأسهم العادية أكثر أنواع الأوراق المالية التقليدية خطورة؛
- من شأن توسيع قاعدة المساهمين عند إصدار أسهم جديدة انخفاض عائد السهم وبالأخص في حالة عدم استخدام الحصيلة في إجراء توسعات.

● بالنسبة للمؤسسة المصدرة:

❖ المزايا:

- لا تمثل الأسهم العادية عبئاً مالياً على المؤسسة المصدرة لها، لأنها لا تلتزم بأية مدفوعات لحملتها ما لم تحقّق الأرباح وتتخذ قراراً بتوزيعها؛
- تُعتبر هذه الأسهم وسيلة تمويل طويلة الأجل قد تُرافق المؤسسة طيلة فترة ممارستها لعملها لأنها غير مُلزمة برد قيمتها في موعد مُحدّد؛
- اعتماد المؤسسة على الأسهم العادية بدرجة أكبر مقارنة بالديون يزيد من قدرتها الإقتراضية، لأن ثقة المستثمرين في المؤسسة تزداد كلما انخفضت نسبة الديون إلى حقوق الملكية.

❖ العيوب:

- توسيع قاعدة الملكية في المؤسسة من خلال إصدار الأسهم العادية، قد يؤدي إلى فقدان السلطة الإدارية للمساهمين الأصليين بدخول مساهمين جدد؛
- إن توزيعات الأرباح التي تقوم بها المؤسسة على حملة الأسهم العادية لا تخفف من العبء الضريبي، لأن الضريبة تُفرض قبل توزيع الأرباح على المساهمين.

2.2.1.2- السهم الممتاز:

يمثل السهم الممتاز أداة هجينة تلجأ إليها المؤسسات عند محاولتها تحفيز المستثمرين على الاكتتاب، وذلك من أجل توسيع رأسمالها لتمويل مشروعاتها الجديدة أو لمواجهة بعض الصعوبات المالية.

✓ خصائص السهم الممتاز:

- السهم الممتاز أداة هجينة بين الملكية والمديونية؛

- لا يوجد للسهم الممتاز تاريخ إستحقاق؛

- لا يرتبط عائد السهم الممتاز بمدى تحقق الأرباح وهو ثابت يمثل في الغالب نسبة مئوية من قيمته الاسمية؛

- تصدر بقيم إسمية مختلفة تكون الأساس في إحتساب العائد عليها ولها أيضا قيمة دفترية وسوقية مثل الأسهم العادية، غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر المؤسسة مقسومة على عدد الأسهم الممتازة المصدرة؛

- عادة لا يُسمح لحملة الأسهم الممتازة التصويت في الجمعية العامة للمساهمين.

✓ تقييم السهم الممتاز:

● بالنسبة للمستثمر المالي:

❖ المزايا:

- الحق في الحصول على توزيعات سنوية تتحدد بنسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم قبل حملة الأسهم العادية؛

- حق الأولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على نصيبهم من الأرباح عن سنوات سابقة لم تُحقّق المؤسسة فيها ربحاً أو حَقِّقت ولم تُقرّر توزيعه؛

- قابلية السهم الممتاز للتحويل إلى سهم عادي ضمن شروط متفق عليها مسبقاً؛

- حق الأولوية على حملة الأسهم العادية في الحصول على القيمة الاسمية عند التصفية أو البيع.

❖ العيوب:

- لا يحق لحملة الأسهم الممتازة حضور الجمعية العامة للمساهمين والتصويت فيها إلا في الحالات التي تُعاني فيها المؤسسة من مشاكل عويصة؛

- الحصول على عائد دوري مرتبط بتحقيق هذه الأرباح وبقرار توزيعها؛

- حق حملة الأسهم الممتازة في الحصول على التوزيعات الدورية وعلى أموال التصفية يأتي في المرتبة الثانية بعد حملة السندات.

● بالنسبة للمؤسسة المصدرة:

❖ المزايا:

- المؤسسة التي تعتمد على الأسهم الممتازة في التمويل ليست ملزمة قانوناً بإجراء توزيعات كل سنة تتحقق فيها أرباح؛

- التوزيعات مُحَدَّدة بمقدار معين؛

- إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يُسهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة وهو ما يترتب عليه زيادة في الطاقة الإقتراضية المستقبلية للمؤسسة؛

- حصول المؤسسة على الحق في إستدعاء الأسهم التي أصدرتها، أي إعادة شرائها مقابل حصول حملتها على مبلغ يفوق قيمتها الاسمية وذلك في حالة إنخفاض معدل الفائدة عليها؛

❖ العيوب:

- ارتفاع تكلفتها نسبياً مقارنة بتكلفة الاقتراض، وهذا راجع لكون توزيعاتها تدخل ضمن الوعاء الضريبي؛

- إلزامية القيام بالتوزيعات وذلك عن السنة التي تحقق فيها الربح أو عن سنوات سابقة؛

- إمكانية تدخل حملة هذا النوع من الأسهم في التصويت على بعض القرارات.

2.2- السندات (Bonds):

1.2.2- تعريف السندات: السند هو أداة دين قابلة للتداول حامله يُعدُّ دائناً أو مقرضاً للمؤسسة التي أصدرته، تلجأ إلى إصدار السندات الحكومات والمؤسسات لتمويل توسيع استثماراتها أو لتغطية عجز طارئ، فالسند بمثابة عقد أو اتفاق بين المؤسسة (المقترض) والمستثمر المالي (المقرض)، بمقتضاه يُقرض الطرف الثاني مبلغاً معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها مسبقاً وذلك في تواريخ مُحَدَّدة.

2.2.2- خصائص السندات:

- السندات أداة دين أو إقتراض أي أنها إحدى مصادر التمويل الخارجي للمؤسسة المصدرة لها؛

- لا بد أن يتضمن السند معلومات حول المصدر، القيمة الإسمية ومعدل الفائدة الواجبة الدفع دورياً، تاريخ الاكتتاب وتاريخ الاستحقاق؛

- تُرْفَق بالسندات عادةً كوبونات بأرقام متسلسلة يمثل كل منها مقدار الفائدة الذي تدفعه المؤسسة المصدرة دورياً والتي تُحْتَسَب على أساس القيمة الاسمية للسند؛

- عوائد حملة السندات مضمونة بغض النظر عن نتيجة أعمال المؤسسة، مقابل عدم تدخلهم في إدارتها والرقابة عليها والتصويت داخلها؛

- قد تُبَاع السندات بأسعار تقل عن القيمة الاسمية لها تشجيعاً للمكاتبين ويُعْرَف الفرق بعلاوة الإصدار كما قد تُسَدَّد السندات بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وعندئذ يُعْرَف الفرق بعلاوة التسديد.

3.2.2- أنواع السندات: سنذكر فيما يلي الأنواع العامة للسندات مع الإشارة أنه لكل سوق أنواع خاصة بها لا يتسع المجال هنا لذكرها جميعاً:

✓ من حيث الضمان:

- سندات مضمونة: لكي تجتذب بعض المؤسسات رؤوس الأموال فإنها تُقَدِّم ضمانات للوفاء بأصل السند وفوائده في حال عجزت عن السداد سواء كانت هذه الضمانات عينية أو شخصية؛
- سندات غير مضمونة: هي تلك السندات غير المقترنة بأية ضمانات لا عينية ولا شخصية، إذ يعتمد حامل السند على قوة المركز المالي للمؤسسة وسمعتها في السوق.

✓ من حيث الشكل:

- السند الاسمي والسند لحامله: ينطبق عليهما ما سبق شرحه بالنسبة للأسهم العادية.

✓ من حيث الجهة المصدرة:

- سندات المؤسسات: تصدر بمعدلات فائدة أعلى من السندات الحكومية وهي أكثر تعرضاً لمخاطر الائتمان المترتبة عن عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين؛
- السندات الحكومية: هي السندات الصادرة عن الدولة وهيئاتها، تمتاز بأنها أكثر أماناً من سندات المؤسسات وأقل مخاطرة وهي أكثر سيولة منها.

✓ من حيث القيمة التي تباع بها:

- سندات تباع بالقيمة الاسمية: وهي الحالة العادية؛
- سندات تباع بأقل من القيمة الاسمية: بهدف تشجيع الجمهور على اقتنائها عندما يكون الطلب عليها منخفض؛
- سندات تباع بأعلى من القيمة الاسمية: عندما يكون الطلب عليها مرتفع.

4.2.2- تقييم السندات:

✓ بالنسبة للمستثمر المالي:

• المزايا:

- الأولوية على حملة الأسهم في الحصول على فائدة دورية بمعدل مُحدَّد مُسبقاً وذلك بمعزل عن نتائج عمل المؤسسة سواءً كانت أرباحاً أم خسائر؛
- الأولوية على حملة الأسهم في استرجاع القيمة الاسمية للسند عند تاريخ الاستحقاق وفي حالة التصفية والبيع؛
- قابلية التحويل إلى أسهم عادية؛
- إمكانية تداول السندات بالطرق التجارية؛
- درجة المخاطرة أقل مقارنة بالأسهم لاسيما مع قيام بعض الوكالات المتخصصة بتقييم السندات وتنقيطها لإعطاء صورة للمستثمر حول درجة المخاطر التي قد تعترضه؛
- الحق في المشاركة في الجمعيات الخاصة بحملة السندات رغم أن ليس لها أي ثقل في اتخاذ القرارات، إلا أنه يمكنهم الخروج بتوصيات تتعلق بحقوقهم للجمعيات العامة للمساهمين.

• المخاطر:

- **مخاطر سعر الفائدة:** حيث تنخفض القيمة السوقية للسندات عند ارتفاع سعر الفائدة السائد في السوق النقدية، مما يؤدي إلى تحمل المستثمر لخسارة ضمنية تتمثل في الفرق بين سعر الفائدة الاسمي والسائد في السوق؛
- **مخاطر التضخم:** تؤدي إلى تآكل القدرة الشرائية لهذه السندات، بحيث يدفع المستثمر نقوداً ذات قوة شرائية أعلى عند شرائه للسند ويستلم نقوداً ذات قوة شرائية أقل عند استحقاقه؛
- **مخاطر السيولة:** ترتبط بصعوبة تحويل السندات إلى نقد، فبالرغم من إمكانية بيعها في السوق الثانوية والحصول على السيولة إلا أن هذا يرافقه تحمل تكلفة أعلى تتمثل بمقدار خصم أكبر بسبب طول الفترة الزمنية للسندات؛
- **مخاطر عدم السداد:** أي عجز الجهات المصدرة للسندات عن سداد الفوائد أو قيمتها عند تاريخ الاستحقاق، والتي تقل بالنسبة للسندات الحكومية عن سندات القطاع الخاص؛
- **مخاطر استدعاء السندات:** ترتبط بالعلاقة بين سعر الفائدة الاسمي وسعر الفائدة السائد في السوق، بحيث يتحمل المستثمر خسارة عندما يكون سعر الفائدة الاسمي أكبر من السائد في السوق ويتحقق هذا المخاطر إذا كانت الجهة المصدرة للسندات تمتلك مثل هذا الحق.

✓ بالنسبة للمؤسسة المصدرة:

• المزايا:

- تكلفة السندات عادة تقل عن تكلفة الأسهم، وبالأخص عندما تدفع المؤسسة أرباحاً لحملة الأسهم تفوق الفوائد التي تدفعها لحملة السندات؛
- تتيح فوائد السندات للمؤسسة التخفيف من العبء الضريبي لأنها تُحسب ضمن التكلفة ولا تدخل في تركيبة الوعاء الضريبي؛
- تُوفّر السندات إمكانية الاستعانة بأموال الغير دون مشاركتهم في إدارة المؤسسة والرقابة عليها.

• العيوب:

- إمكانية تجاوز قيمة الأموال المقرضة أي الديون قيمة حقوق المساهمين؛
- توقف المؤسسة أو امتناعها عن السداد يُعرضها لمخاطر الإفلاس ومن ثم التصفية؛
- احتمال عدم قدرة التدفقات النقدية التي تحققها المؤسسة باستعمالها لأموال السندات من خدمة فوائدها؛
- احتمال تعرضها لمخاطر ارتفاع نسبة المديونية نتيجةً للعدد الكبير للذين يتنازعون على الحصول على أموالهم عند التصفية.

وسنحاول تلخيص كل ما سبق ذكره عن الأسهم بنوعيتها والسندات من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (02): الفرق بين الأسهم العادية والممتازة والسندات

المعيار	الأسهم العادية	الأسهم الممتازة	السندات
من حيث طبيعة الأداة	أداة ملكية	أداة هجينة	أداة دين
من حيث طبيعة المبلغ	جزء من رأسمال المؤسسة وحامله مساهم فيها	جزء من رأسمال المؤسسة وحامله مساهم فيها	جزء من قرض حامله دائن للمؤسسة
من حيث القيمة الاسمية	متماثلة لكل سهم	مختلفة حسب الفئات	مختلفة حسب الفئات
من حيث تاريخ الاستحقاق	ليس لها تاريخ استحقاق مُحدّد	ليس لها تاريخ استحقاق مُحدّد	لها تاريخ استحقاق مُحدّد
من حيث ثبات العائد	العائد متغير حسب نتيجة نشاط المؤسسة	العائد ثابت بغض النظر عن نتيجة نشاط المؤسسة	العائد ثابت بغض النظر عن نتيجة نشاط المؤسسة
من حيث القدرة على	حملتها يتمتعون بهذا الحق	حملتها لا يتمتعون بهذا الحق	حملتها لا يتمتعون بهذا

التصويت		الحق
من حيث الأولوية في الحصول على المستحقات المالية	يُعتبر حملتها أصحاب البواقي في الحصول على العائد وفي حالة التصفية	لحملتها حق الأولوية الثانية بعد حملة السندات في الحصول على العائد وفي حالة التصفية
إسترداد المبلغ المستثمر	لا يمكن إسترداده من المؤسسة المصدرة مادامت قائمة	لا يمكن إسترداده من المؤسسة المصدرة مادامت قائمة
من حيث الميزة الضريبية	لا تحقق ميزة ضريبية نظراً لعدم خصم توزيعاتها من الوعاء الخاضع للضريبة	لا تحقق ميزة ضريبية نظراً لعدم خصم توزيعاتها من الوعاء الخاضع للضريبة

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على المعلومات السابقة.

المحور الثالث: عقود المعاملات في الأسواق المالية

يهدف هذا المحور إلى:

- ➔ فهم أنواع المعاملات في الأسواق المالية؛
- ➔ تسليط الضوء على ماهية عقود المشتقات المالية؛

1. أنواع المعاملات في الأسواق المالية:

تنقسم المعاملات في الأسواق المالية أساساً إلى معاملات عاجلة وآجلة، وفيما يلي توضيح لكل منهما:¹

1.1- المعاملات العاجلة في الأسواق المالية:

1.1.1- مفهوم المعاملات العاجلة:

يُراد بالمعاملات العاجلة في السوق المالية تلك المعاملات التي يتم فيها تسليم الأوراق المالية المباعة، وتسليم ثمنها بعد تنفيذ العقد مباشرة، أو خلال مدة قصيرة.

فالسوق العاجلة أو الفورية (Spot market) هي التي لا يوجد فيها فاصل زمني ملموس بين تاريخ إبرام العقد بعد الاتفاق على شروط الصفقة المالية (من حيث نوع الأوراق المالية، الكمية، السعر، كيفية التسديد... إلخ)، وبين تاريخ تنفيذه من خلال تسليم وتسلم الأوراق المالية محل التعاقد ودفع قيمتها وبالتالي انتقال الملكية للمشتري، بمعنى أنّ التعاقد والتسوية يكونان في نفس اليوم أو خلال فترة زمنية قصيرة تُحددها الهيئة المشرفة على السوق.

1.1.1- أغراض المتعاملين بالمعاملات العاجلة:

يَعتمد المتعاملون في السوق المالية إلى شراء الأوراق المالية من السوق العاجلة، إما للاحتفاظ بها والاستفادة مما تدره عليهم من عوائد (الاستثمار)، أو لغرض بيعها عندما ترتفع أسعارها في المستقبل (المضاربة) وتحقيق الربح من الفرق

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص ص: 669-904.

بين سعري الشراء والبيع، أو على سبيل الاحتياط (التغطية)، أو لبيعها في نفس الوقت في سوق أخرى بسعر أعلى (المراجعة أو الموازنة). وإليك تعريفٌ بكل منها:

1.2.1.1- الإستثمار المالي: يُرادُ به أن يكون الغرض من شراء الأوراق المالية تملك هذه الأوراق، بقصد الاحتفاظ بها للحصول على العائد الذي يُوزَع بشكل دوري في العادة على حملة تلك الأوراق؛

2.2.1.1- المضاربة: هي عمليات بيع وشراء، يقوم بها أشخاص لا بقصد استلام أرباح الأسهم أو فوائد السندات، وإنما لجني ربح من الفروق الطبيعية التي تحدث في الأسعار بين وقت وآخر، وتسمى أرباحاً رأسمالية؛

3.2.1.1- الاحتياط (التغطية): يُرادُ به حماية المستثمر نفسه من مخاطر انخفاض أسعار أوراق مالية يملكها، ويتم ذلك باستخدام البيع على المكشوف في نوعين من الاحتياط أو التغطية، هما التغطية الكاملة والتغطية غير الكاملة؛

4.2.1.1- الموازنة (المراجعة): يُرادُ بها اغتنام فرصة وجود فروق في الأسعار لورقة مالية ما في سوقين مختلفين، وذلك بشراء الورقة من السوق ذات السعر المنخفض وبيعها - في نفس الوقت - على المكشوف في السوق الأخرى التي تباع فيها الورقة بسعر مرتفع.

3.1.1- أنواع المعاملات العاجلة:

1.3.1.1- الشراء بكامل الثمن:

الشراء بكامل الثمن نوع من أنواع المعاملات العاجلة، ويُرادُ به أن يقوم المشتري بدفع كل ثمن الأوراق المالية المشتراة من خالص ماله.

وذلك أن المشتري قد يدفع جزءاً من ثمن الأوراق المالية التي يريد شراءها من خالص ماله، وجزءاً منه من مال يقترضه من السمسار أو من غيره، وإما أن يدفعه كله من خالص ماله وهو المراد هنا.

2.3.1.1- الشراء بجزء من الثمن:

الشراء بجزء من الثمن أو ما يسمى بالشراء بالهامش نوع من أنواع المعاملات العاجلة، ويُرادُ به أن يقوم المستثمر بدفع جزء من ثمن الأسهم التي يريد شراءها من أمواله الخاصة، ودفع الجزء الباقي من أموال مقترضة.

ويحصل المشتري على القرض إما من أحد البنوك، أو غيرها من المؤسسات التمويلية، أو من أحد بيوت السمسرة، ويتم ذلك - في الحالة الأخيرة - عن طريق اتفاق خاص يعقده المشتري مع أحد بيوت السمسرة، يقوم هذا الأخير بمقتضاه - بإقراضه جزءاً من ثمن الأسهم التي يريد شراءها، على أن تسجل الأسهم المشتراة باسم بيت السمسرة وليس باسم المشتري.

والغرض من ذلك أن يتمكن بيت السمسرة من اقتراض المبلغ من أحد البنوك ورهن الأسهم لديه في مقابل ذلك، حيث أن بيت السمسرة يقوم - في العادة - باقتراض المبلغ الذي يريد إقراضه للمشتري من أحد البنوك بفائدة معينة، ثم يقوم بإقراضه إلى المشتري بفائدة أعلى.

3.3.1.1- البيع على المكشوف:

يسمى البيع على المكشوف بالبيع القصير، كما يسمى أيضاً البيع بالعجز. وتقوم فكرة هذا النوع من البيوع على بيع أوراق مالية مقترضة، يقوم البائع باقتراضها من السمسار الذي يتعامل معه أو من غيره وتسليمها للمشتري، على أن يقوم - فيما بعد - بشرائها من السوق وتسليمها للمقرض متى طلبها.

والبيع على المكشوف - بهذا المعنى - نوع من البيوع العاجلة، وإن تأخر تسليم الأسهم عدة أيام، تبعاً لنوع الإجراءات التي تتبع في كل بورصة.

على أن هناك نوعاً آخر من البيع على المكشوف (سيأتي الحديث عنه لاحقاً) يدخل في المعاملات الآجلة، وهو التعاقد على بيع أسهم غير مملوكة للبائع وقت العقد، على أن يقوم البائع بشرائها من السوق وتسليمها للمشتري في التاريخ المحدد للتسليم.

والهدف الأساسي من البيع على المكشوف هو المضاربة على فروق الأسعار من أجل تحقيق ربح في الأجل القصير، ولذلك فإنه لا يُقدّم عليه إلا من يتوقع انخفاض أسعار الأوراق المالية في المستقبل، بحيث يربح الفرق بين السعر المرتفع الذي باعها به في الحال والسعر المنخفض الذي يشتريها به في المستقبل.

2.1- المعاملات الآجلة في الأسواق المالية:

1.2.1- مفهوم المعاملات الآجلة:

المعاملات الآجلة نوع من أنواع المعاملات التي تجري في الأسواق المالية، وهي عقود بيع يُتفق فيها على نوع الأوراق المالية محل الصفقة وعددها وثنها عند إبرام العقد، على أن يتم تسليم الأوراق المبيعة وتسليم الثمن في تاريخ لاحق يسمى يوم التصفية.

ومن هنا فقد عُرِّفت المعاملات الآجلة بأنها عمليات تنعقد في الحال، ولكن يتراخى تنفيذها (التسليم ودفع الثمن) لتاريخ تال.

وبهذا تختلف المعاملات الآجلة عن البيع بأجل، وهو البيع الذي يحصل فيه تسليم الأوراق وقت العقد، وتأجيل دفع الثمن إلى أجل أو آجال مُحدّدة.

واختصاراً يمكن القول أن السوق الآجلة (**Forward market**) التي تُسمّى أيضاً بسوق عقود المشتقات المالية، هي على عكس سابقتها يوجد فيها فاصل زمني ملموس بين تاريخ إبرام عقد الصفقة المالية وتاريخ التنفيذ والتسوية وفق

الشروط المتفق عليها مسبقاً، فهي أسواق تتعامل في الأوراق المالية ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق وفق آليات إشراف ونظم تداول تختلف عن السوق العاجلة.

2.2.1- أغراض المتعاملين بالمعاملات الآجلة:

هناك ثلاث أغراض للمتعاملين بالمعاملات الآجلة هي المضاربة والاحتياط والموازنة، وإليك بياناً لهذه الأغراض فيما يأتي:

1.2.2.1- المضاربة:

الغرض الأساسي للمتعاملين بالعقود الآجلة هو تحقيق ما يسمى بالأرباح الرأسمالية، التي تتمثل في الفرق بين سعر الورقة الذي عُقدت به الصفقة وبين سعرها الذي يُحدّد في يوم التصفية، ويسمى صنيعهم ذلك بالمضاربة.

وقد سبق التعريف بالمضاربة عند الكلام عن أغراض المتعاملين بالمعاملات العاجلة، وتبيّن من ذلك أنها تعني بيع وشراء الأوراق المالية لغرض الحصول على الربح من فروق أسعار البيع والشراء، وأنها تقوم على التنبؤ بما يكون عليه حال الأسعار في المستقبل، فالتنبؤ بارتفاع الأسعار في المستقبل يقود إلى الشراء، والتنبؤ بانخفاضها يقود إلى البيع.

ومن هنا عُرفت المضاربة في المعاملات الآجلة بأنها عمليات بيع وشراء، يقوم بها أشخاص، لا بقصد تسليم أو تسلّم السلعة، وإنما لجني ربح من الفروق الطبيعية التي تحدث في أسعار السلع والصكوك بين وقت وآخر، أو مكان وغيره؛

2.2.2.1- الاحتياط:

قد سبق بيان المراد بذلك عند الكلام عن أغراض المتعاملين في المعاملات العاجلة، وما ذُكر هناك ينطبق هنا. ذلك أن الاحتياط أو التغطية يتم عن طريق البيع على المكشوف، وقد سبق بيان أن البيع على المكشوف كما يكون في المعاملات العاجلة الذي يتم عن طريق اقتراض أسهم ثم شرائها من السوق عند حلول أجل القرض وتسليمها للمقرض، فإنه يكون أيضاً في المعاملات الآجلة ولكن عن طريق بيع أسهم غير مملوكة بيعاً آجلاً، ثم شرائها من السوق عند حلول الأجل وتسليمها للمشتري.

وبذلك يتبين أن الاحتياط أو التغطية في المعاملات الآجلة يتم في حالة شراء أسهم لغرض الاستثمار ببيع أسهم مماثلة -في نفس الوقت- بيعاً آجلاً، بحيث إذا انخفضت أسعار الأسهم وخسر المستثمر في الأسهم التي اشتراها، عوّض ذلك الربح الذي يحصل عليه من خلال البيع الآجل؛

3.2.2.1- الموازنة:

الموازنة - كما سبق الكلام عنها- هي محاولة الاستفادة من فروق الأسعار في الأسواق المختلفة، وذلك بالشراء في السوق ذات السعر المنخفض، والبيع في السوق ذات السعر المرتفع. والشراء في السوق ذات السعر المنخفض يعمل

على رفع السعر فيها والبيع في السوق ذات السعر المرتفع يعمل على تخفيض السعر فيها، وتكرار العملية يتم التوازن وتتقارب الأسعار في الأسواق المختلفة التي تتداول فيها نفس الأسهم.

1.2.3- أنواع المعاملات الآجلة:

1.3.2.1- المعاملات الآجلة الباتة:

عُرِّفَت المعاملات الآجلة الباتة بأنها المعاملات التي بت فيها، ولا يمكن فسخها أو إلغاؤها، بل يتعين على المتعاقدين تنفيذها. بمعنى أن التعاقد فيها يكون مُلزماً للطرفين، فلا يكون لأحدهما حق العدول عن إتمام الصفقة، بل يلتزم البائع بتسليم الأوراق المباعة التي تعهد بتسليمها، والمشتري بدفع الثمن المتفق عليه؛

1.3.2.2- المعاملات الآجلة بشرط التعويض:

عُرِّفَت هذه المعاملات بأنها العمليات التي تُحوَّل المتعاملين في السوق، إما بتنفيذ الصفقة في تاريخ التصفية أو بالامتناع عن تنفيذ الصفقة، لقاء تعويض (علاوة) يُعيَّن مقداره مسبقاً؛

1.3.2.3- المعاملات الآجلة الشرطية البسيطة:

هي المعاملات التي يكون فيها للمضارب حق فسخ العقد (في ميعاد التصفية أو قبله) إذا تَقَلَّبَت الأسعار في غير صالحه، أو تنفيذ العملية إذا تَقَلَّبَت الأسعار في صالحه، وفي مقابل استعمال هذا الحق يدفع المضارب تعويضاً، وهو مبلغ مُعيَّن يُدْفَع مُقَدِّماً ولا يُرَدُّ إليه؛

1.3.2.4- المعاملات الآجلة بشرط الانتقاء:

المعاملات الآجلة بشرط الانتقاء نوع من أنواع المعاملات الآجلة، التي يتأجل فيها تسليم الأوراق المالية ودفع الثمن إلى موعد آجل مُحدَّد يسمى يوم التصفية، غير أن ما يُمَيِّز هذا النوع من المعاملات أن كل واحد من الطرفين يحتل أن يكون بائعاً كما يحتل أن يكون مشترياً، بحسب ما يُقرَّره الطرف الآخر. وذلك أن أحد الطرفين يشترط لنفسه وقت الاتفاق أن يكون له في يوم التصفية الخيار في أن يبيع الطرف الآخر أوراقاً مالية معينة بسعر مُحدَّد، أو أن يشتري منه تلك الأوراق بسعر مُحدَّد أيضاً، وعادةً ما يكون سعر الشراء أعلى من سعر البيع؛

1.3.2.5- المعاملات الآجلة الشرطية المركبة:

هي عقد بين طرفين، يكون فيه لأحدهما الخيار -في موعد آجل مُحدَّد- في أن يبيع الطرف الآخر أوراقاً مالية معينة أو أن يشتري منه تلك الأوراق أو أن يفسخ العقد، مقابل تعويض يدفعه للطرف الآخر يكون أكبر من التعويض في العمليات البسيطة، يُدْفَع مُقَدِّماً ولا يُرَدُّ إليه؛

6.3.2.1- المعاملات الآجلة مع خيار الزيادة:

هي نوع من المعاملات الآجلة الباتة التي سبق التعريف بها، غير أنّ البائع يشترط لنفسه الخيار في أن يبيع المشتري كمية إضافية من الأوراق المالية بمقدار الضعف أو الضعفين أو ثلاثة الأضعاف، بنفس السعر. أو يشترط المشتري لنفسه أن يشتري من البائع نفسه كمية إضافية من الأوراق المالية، بنفس السعر أيضاً؛

7.3.2.1- المعاملات الآجلة الشريطية المضاعفة:

هي المعاملات التي يكون فيها للمضارب الحق في مضاعفة الكمية التي اشتراها أو باعها (وذلك بسعر يوم التعاقد)، مقابل تعويض يدفعه ولا يُردُّ إليه. وتتوقف قيمة هذا التعويض على مقدار الزيادة المطلوبة إن كانت ضعفاً أو ضعفين أو أكثر؛

8.3.2.1- المرابحة والوضيعة:

المرابحة والوضيعة نوعان من أنواع المعاملات الآجلة، يرتبطان بالمعاملات الباتة التي سبق التعريف بها، وذلك بأن يقوم البائع أو المشتري في يوم التصفية بإخاء الصفقة الأولى وتصفيتها، وذلك بإبرام عقد آخر على عكس العقد الأول ثم إبرام صفقة أخرى تُمكنه من البقاء في السوق، وتأجيل تصفية مركزه تصفية نهائية إلى موعد التصفية التالي، أملاً في تغيير الأسعار لصالحه. فإن كان البائع هو الراغب في التأجيل فإنّ ذلك يسمى (وضيعة) وإن كان الراغب في التأجيل هو المشتري فإنّ ذلك يسمى (مرابحة).

2. عقود المشتقات المالية:**1.2- تقديم المشتقات المالية:**

في إطار تقديم الأوراق المالية المتداولة في السوق الآجلة (المشتقات المالية)؛ فسنقوم أولاً بالتعريف بعقود المشتقات المالية لنتقل إلى عرض أهم مزاياها:¹

¹ - تم إعداده اعتماداً على:

- John C. Hull, **Options, Futures, And Other Derivatives**, 8th Edition, ED- PEARSON, Paris, 2012, P P: 1, 5, 7, 143.
- Erwan le Saout, Op.Cit, P P: 73, 89.
- مروان شموط وكنجو عبدو كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2008، ص ص: 172-174، 188.
- Jérémy Morvan, Op.Cit, P: 132.
- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007، ص: 133.
- حاكم محسن الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص ص: 243-246، 248، 249، 344.

عقود المشتقات المالية (Derivatives contracts) هي عقود تُشتق قيمتها من قيمة الأصول محل التعاقد سواءً كانت أصول حقيقية (سلعة زراعية أو معدنية... إلخ) أو أصول ورقية (ورقة مالية أو عملة أجنبية... إلخ) أو سلسلة تدفقات نقدية (معدلات فائدة، أرباح... إلخ)، بموجبها يتم الاتفاق على تسليم وتسوية هذه الأصول في المستقبل بناءً على شروط متفق عليها عند التعاقد (طبيعة الأصل، سعر التنفيذ، الكمية، تاريخ ومكان التنفيذ، طريقة التسديد... إلخ)، وقد يتم التعامل بها في أسواق منظمة (خاصة بها) أو غير منظمة.

وتتيح المشتقات المالية لمعاملتها، إذا تم استخدامها بطريقة صحيحة الاستفادة من مزايا عديدة، أهمها:

- التحوُّط ضد مخاطر تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد في المستقبل؛
- إتاحة فرصة للمضاربين للاستفادة من تقلبات الأسعار في السوق مستقبلاً؛
- تدخُّل المرهجون لموازنة الأسعار وتحقيق ربح عديم المخاطر؛
- تنشيط التعامل في الأصول محل التعاقد؛
- لا تُسجَّل ضمن بنود الميزانية كالأوراق المالية التقليدية، فموضوعها ليس التمويل؛
- التقليل من تكاليف المعاملات في بورصة الأوراق المالية؛
- إدارة الموجودات في البنوك التجارية؛
- أرباح أحد طرفي العقد هي خسائر للطرف المقابل، فهما يراهنان ضد بعضهما بناءً على توقعاتهما المعاكسة؛
- يمكن تسوية عقود المشتقات المالية على أساس التسليم العيني أو النقدي للأصل محل التعاقد.

2.2- أنواع المشتقات المالية:

تتمثل أهم أنواع المشتقات المالية في كل من:

1.2.2- عقود الخيار (Option contracts):

هي عقود تُعطي لحاملها (مشتري الخيار) الحق وليس الإلزام في شراء أو بيع كمية مُحدَّدة من أصل معين عند تاريخ استحقاق العقد أو في أي وقت قبل هذا التاريخ وبسعر تنفيذ مُحدَّد مسبقاً، ويدفع مقابل حصوله على هذا الحق مكافأة مالية أو علاوة مُحدَّدة (ثمن حق الخيار) غير قابلة للاسترجاع لحرر العقد (بائع الخيار) نظير تعهده والتزامه. ويتوقف قرار التنفيذ من عدمه بالمقارنة بين سعر التنفيذ المتعاقد عليه والسعر السوقي للأصل يوم التنفيذ، ويمكن إبرامها في الأسواق المنظمة مثل سوق شيكاغو للخيارات (1973) أو غير المنظمة.

تُصنَّف عقود الخيار إلى عدة أنواع بناءً على معايير معينة، وذلك على النحو التالي:

1.1.2.2- على أساس طبيعة الصفقة:

✓ عقود خيار الشراء: هي عقود تبرم بين طرفين يمنح فيها الطرف الأول ويسمى مُحَرَّر العقد (بائع الخيار وبائع الأصل محل التعاقد) للطرف الآخر (مشتري الخيار ومشتري الأصل) الحق في الاختيار بين شراء أصل معين أو عدم شرائه، وبطبيعة الحال فإن مشتري الأصل سوف يُنقذ العقد ويشترى الأصل محل التعاقد إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد؛

✓ عقود خيار البيع: هي عقود تُبرم بين طرفين يمنح فيها الطرف الأول (بائع الخيار ومشتري الأصل محل التعاقد) للطرف الآخر (مشتري الخيار وبائع الأصل) الحق في الاختيار بين بيع أصل معين أو عدم بيعه، وبطبيعة الحال فإن بائع الأصل سوف يُنقذ العقد ويبيع الأصل محل التعاقد إذا انخفض السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.

2.1.2.2- على أساس التغطية:

- ✓ عقود الخيار الأوروبية: لا يمكن تنفيذ العقد إلا في تاريخ الاستحقاق المحدد في العقد وليس قبله؛
- ✓ عقود الخيار الأمريكية: يمكن تنفيذ العقد في أية لحظة منذ تاريخ إبرام العقد وحتى تاريخ الاستحقاق.

3.1.2.2- على أساس ملكية الأصل:

- ✓ عقود الخيار المغطاة: هي عقود يمتلك فيها البائع الأصول محل التعاقد، أي أنه يستطيع تغطية التزاماته بالبيع إذا اختار المشتري تنفيذ العقد؛
- ✓ عقود الخيار غير المغطاة: في هذه العقود لا يمتلك البائع الأصول ولذلك إذا اختار المشتري التنفيذ فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصل من السوق ثم تسليمه له.

2.2.2- العقود المستقبلية (Future contracts):

هي إتفاق ملزم التنفيذ بين طرفين هما البائع (الذي يمتلك الأصل محل التعاقد أو يتوقع أن يمتلكه في المستقبل ويُطلق عليه صاحب المركز القصير) والمشتري (الذي هو بحاجة لذلك الأصل مستقبلاً ويُطلق عليه صاحب المركز الطويل)، بحيث يقضي هذا الاتفاق بتسليم البائع للمشتري أصلاً معيناً في تاريخ لاحق يُطلق عليه تاريخ التسليم، وذلك على أساس سعر يُتفق عليه عند التعاقد يسمى بسعر التنفيذ. وعلى طرفي العقد أن يُودعا لدى الوسيط الذي يتعاملان معه مبلغاً نقدياً أو أوراق مالية حكومية قابلة للاسترداد تمثل نسبة ضئيلة من سعر العقد، يُطلق عليها هامش الأمان المبدئي، الغرض منها ضمان حسن إنهاء العقود.

ويمكن توضيح أهم نقاط الاختلاف بين العقود المستقبلية وعقود الخيار من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (03): الفرق بين عقود الخيار والعقود المستقبلية

عقود الخيار	العقود المستقبلية
محل العقد هو حق الاختيار بين تنفيذ عمليتي البيع والشراء أو لا	محل العقد هو الأصل ذاته
لا تنتقل ملكية الأصل إلا إذا قرر مشتري حق الخيار تنفيذ العقد في المستقبل	تنتقل ملكية الأصل يوم إبرام العقد
تنفيذ العقد أي الشراء أو البيع لازم في حق المحرر (بائع الخيار) وغير لازم في حق مشتري الخيار	لازم في حق الطرفين
حق الخيار له ثمن يختلف عن ثمن الأصل محل التعاقد	لا يوجد سوى ثمن واحد وهو ثمن الأصل محل التعاقد
مشتري الخيار وحده من يدفع العلاوة أو المكافأة غير القابلة للاسترداد	يدفع كلا طرفي العقد هامشاً معيناً يُسترد عند التسوية

المصدر: تم إعداده من طرف الباحثة اعتماداً على المعلومات السابقة.

3.2.2 – العقود الآجلة (Forward contracts):

لا تختلف هذه العقود عن العقود المستقبلية إلا في النقاط التالية:

الجدول رقم (04): الفرق بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

العقود الآجلة	العقود المستقبلية
يتم التعامل بها في السوق غير المنظمة عن طريق شبكة اتصالات	يتم التعامل بها في السوق المنظمة الخاصة بها مثل السوق الأمريكية بشيكاغو (CBOT)
يوجد اتصال مباشر بين الطرفين	يوجد اتصال غير مباشر بين طرفي العقد من خلال وسطاء ماليين وبيوت تسوية
هي عقود غير نمطية (شخصية) تُحدّد بالتفاوض بين الطرفين حسب احتياجاتهما وهي أقل سيولة	هي عقود نمطية موحّدة من طرف إدارة السوق ما يجعلها سهلة التداول وبالتالي عالية السيولة ومنخفضة التكاليف
عادةً ما يتم تنفيذها في التاريخ المتفق عليه	في الغالب يتم تنفيذها قبل التاريخ المتفق عليه
لا توفر الحماية لطرفي العقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزاماته في العقد	أقل خطورة من حيث الوفاء بالتزامات لوجود بيوت التسوية التي تضمن حسن إنهاء الصفقات بالإضافة إلى الهامش المبدئي

لا توجد سوق ثانوية	توجد سوق ثانوية أين يمكن للمتعاقد تصفية مركزه من خلال إبرام صفقات عكسية
التسوية تكون في تاريخ محدد	التسوية تكون يومية
تتعامل بها المؤسسات فقط	تتعامل بها البنوك وعملائها
ليست مجالاً للمضاربة لأنها عقود يلتزم فيها الطرفان بالتسليم والتسلم	العقود المستقبلية مجال للمضاربين الذين لا يهتمون بتسليم وتسليم الأصول محل التعاقد

المصدر: تم إعداده من طرف الباحثة اعتماداً على المعلومات السابقة.

4.2.2- عقود المبادلات (Swaps contracts):

عقود المبادلات أو كما تسمى أيضاً عقود المقايضات هي عبارة عن عقود ملزمة التنفيذ تُبرم بين طرفين، يتم بمقتضاها الاتفاق على تبادل سلسلة من التدفقات النقدية (مقبوضات ومدفوعات) مثل فوائد القروض والسندات، أرباح الأسهم، غلاة الأراضي... إلخ على فترات مستقبلية محددة مسبقاً (سنوياً، سداسياً... إلخ) ولمدة محددة أيضاً (طيلة 3 سنوات مثلاً... إلخ)، أو تبادل الأصول المعنية بحد ذاتها الأوراق المالية، العملات الأجنبية، السلع المعدنية... إلخ، ويتم التعامل بها في الأسواق غير المنظمة.

وتتمثل الأنواع الرئيسية لعقود المبادلات في:

1.4.2.2- عقود مبادلة السلع: تتم هذه العقود على السلع التي تتسم بالتغير المستمر في أسعارها، مما قد ينتج مخاطر على مالكيها أو مشتريها. فيتم عقد المبادلة كنوع من التحوط تجاه هذه المخاطر، كقيام مزارع للقطن يُنتج سنوياً 100 طن بمبادلة سعر القطن المتغير لثلاث مواسم مع طرف ثاني يدفع له سعر ثابت يتفق عليه الآن ويستمر كما هو طوال فترة التعاقد؛

2.4.2.2- عقود مبادلة الأسهم: هي الاتفاق على مبادلة معدل عائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر كالسندات في تاريخ لاحق؛

3.4.2.2- عقود مبادلة العملات: هي عبارة عن إتفاقية بين طرفين لشراء أو بيع عملة أجنبية مقابل عملة أخرى، وفي نفس الوقت يتم الاتفاق على بيع أو شراء نفس كمية العملة في تاريخ لاحق وفقاً لسعر صرف محدد في تاريخ الاتفاق، بجانب حصول الطرف الأول على معدل الفائدة على المبلغ الذي قدمه مقابل دفعه معدل فائدة للطرف الثاني؛

4.4.2.2- عقود مبادلة معدلات الفائدة: هي إتفاق بين طرفين على تبادل معدلات فائدة متغيرة بمعدلات فائدة ثابتة على مبلغ محدد بعملة معينة، دون أن يقتزن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ.

والجدول الموالي يُلخص الاختلافات الرئيسية بين عقود المبادلات وعقود الخيار:

الجدول رقم (05): الفرق بين عقود المبادلات وعقود الخيار

عقود الخيار	عقود المبادلات
يتم تداولها سواءً في السوق المنظمة أو غير المنظمة	لا تتداول في الأسواق المنظمة
ملزمة التنفيذ لطرف واحد من أطراف العقد وهو محرر العقد	ملزمة التنفيذ للطرفين
يدفع مشتري الخيار علاوة لبائعه	لا توجد علاوة ولكن قد تتقاضى البنوك التي تجري عملية المبادلة هامشاً محدداً لتغطية مخاطرها
يمكن للمستثمرين الأفراد والمؤسسات والبنوك التعامل بها	ينحصر التعامل بها في البنوك والمؤسسات الكبيرة
تمتد مدة التسوية في عقود الخيار المنظمة إلى تسعة أشهر	تتراوح مدة التسوية بين بضعة أسابيع وثلاثين عاماً والمبلغ الأساسي يحدد غالباً بمليون دولار فأكثر

المصدر: حاكم محسن الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2011، ص 248، 249.

المحور الرابع: عمليات البورصة

يهدف هذا المحور إلى:

- ➔ إبراز الملامح الرئيسية لبورصة الأوراق المالية؛
- ➔ توضيح آلية التعامل في بورصة الأوراق المالية.

1. الملامح الرئيسية لبورصة الأوراق المالية:

بعد أن تعرّفنا على موقع بورصة الأوراق المالية ضمن خريطة السوق المالية، فسنشرح في شرح عملياتها إنطلاقاً من إبراز ملامحها الرئيسية وصولاً إلى دراسة آلية التعامل فيها. وذلك على النحو التالي:

1.1- التأصيل التاريخي لمصطلح "بورصة":

في نهاية القرن الثالث عشر ميلادي بدأت بيوت التجارة والصرافة الإيطالية في الهجرة إلى منطقة الفلاندرز (Flanders)، وما إن وطد الإيطاليون أقدامهم في هذه الدولة حتى شرعوا في إقامة مستعمراتهم في واحدة من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية في ذلك الحين وهي مدينة بروج (Bruges) البلجيكية، واتخذت القنصليات الإيطالية الثلاث لكل من جنوة والبندقية وفلورنسا مقراً دائماً لكل منها في قلب حي الأعمال في هذه المدينة، وكان لتجمع هذه القنصليات في مكان واحد أن أصبح هذا المكان مرغوباً من جانب الإيطاليين وصار مهبط التجار ورجال الأعمال.

ولقد كان من الثابت تاريخياً أنّ المقر الدائم لقنصلية البندقية كان في سابق عهده فندقاً مملوكاً لعائلة "فان دير بئرس" (Van der beurse) البلجيكية، التي اكتسبت هذا الاسم من أكياس النقود الثلاثة التي كانت تعطي باب الفندق الذي كانت تمتلكه قبل أن يصبح مقراً دائماً لقنصلية البندقية. هذه العائلة التي اشتهرت عن أفرادها من الأجداد إلى الأحفاد اشتغالهم بأعمال الوساطة لنزلاء الفنادق الوافدين على المدينة، وذلك طيلة القرن الرابع عشر والنصف الأول من القرن الخامس عشر، فلم يكن مستغرباً أن يتسمّى الميدان الذي تحيطه القنصليات الثلاث وصار ملتقى التجار الذين يتعاملون في مختلف أنواع السلع وتجمع رجال الأعمال باسم هذه العائلة.

وقد دعت هذه الظروف إلى إطلاق لفظ البورصة فيما بعد على ذلك المكان المتسع، الذي كانت تحيطه الأوراق وتتوسطه الأعمدة في مدينة أنتويرب (Antwerp) الفلندرية المعروفة بانفرس (Anvers)، حيث أُقيمت هذه البورصة على أنقاض بورصة بروج التي احتفظت لنفسها بمركز الصدارة في المال والتجارة خلال الفترة من عام 1300م إلى 1450م، وقد دُشنت أنفرس بورصتها التجارية عام 1485م بعد أن أزاحت بروج من طريقها وقامت بتوسيعها عام 1530م، فاستوعبت التجار من كل صوب وحدب. وكلمة Bourse باللغة الجرمانية تعني كيس النقود وهي بالألمانية وبالفرنسية Bourse وبالإنجليزية Purse وباللاتينية Bursa وبالإيطالية Borsa.¹

2.1- أنواع البورصات:

البورصات نوعان:²

1.2.1- بورصات البضائع أو البورصات التجارية: والتي تُسمَّى أحياناً ببورصات العقود، حيث يجري فيها التعامل على محاصيل معينة مثل الصوف والقطن والبن والكافور والسكر والقمح والحرير والزيت والمطاط و البترول والنحاس ... إلخ؛

2.2.1- بورصات الأوراق المالية أو بورصات القيم المنقولة: يجري فيها التعامل على الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات ... إلخ.

3.1- مفهوم بورصة الأوراق المالية وتمييزها عن الأسواق الأخرى:

هي عبارة عن مكان مادي مُحدَّد ومعروف يجتمع فيه الوسطاء الماليون دورياً لتداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً لحساب عملائهم، في ظل إطار تشريعي وتنظيمي صارم يحكم وينظم أعمالهم تحت إشراف ورقابة جهة رسمية، ومن أشهرها عبر العالم بورصة نيويورك للأسهم (New York Stock Exchange - NYSE) التي سنتخذها أنموذجاً في مقياسنا.

وعن علاقة بورصة الأوراق المالية بالأسواق الأخرى، فالبورصة وليدة السوق وكل منهما يلتقي فيه العرض والطلب، غير أنهما يختلفان من عدة نواحي، أهمها:³

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996، ص ص: 28، 29.

² - عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، (بدون تاريخ نشر)، ص ص: 4، 5.

³ - تم إعداده اعتماداً على:

- شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص ص: 9، 10.

- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص ص: 29، 30.

- يتم التعامل في السوق على سلع متنوعة، أما السلع التي يتم التعامل عليها في البورصة فيجب أن تتوفر على شروط معينة:
- يجب أن تكون السلعة قابلة للبقاء مدة طويلة دون أن يصيبها التلف طوال فترة حفظها أو تخزينها، فالفواكه والخضر مثلاً نجد لها أسواقاً وليس لها بورصات؛
- يجب أن تكون السلع المتعامل بها في البورصة متماثلة أي متجانسة الوحدات ومعروفة الأوصاف، بحيث يسهل فرزها وتحديد نوعها ورتبتها، وبالتالي بيعها وشراؤها دون الحاجة إلى معاينة؛
- يجب أن يكون كل من العرض والطلب على السلعة خاضعين لظروف متغيرة ومتقلبة وبالتالي تكون أسعارها عرضةً للتقلبات والتغيرات، حتى تُغري المضاربين على التعامل لكي يحققوا أرباحاً من وراء هذه التقلبات في الأسعار؛
- يترتب على التعامل في الأسواق تسليم السلعة موضوع التعامل سواءً دُفع الثمن فوراً أو بعد أجل معين، أما في البورصة فقد يتم التسليم في المستقبل وقد لا يتم على الإطلاق وتنتهي العملية بقبض فوارق الأسعار؛
- يحصل التعامل في الأسواق على سلع موجودة بعيناتها، بينما تُعقد الصفقات في البورصة على عينات فقط؛
- في الأسواق يستطيع المشتري الحصول على السلعة بنفسه ودفع ثمنها، في حين أن العمليات في البورصة تتم عن طريق الوسطاء المعتمدين لديها؛
- العمليات التي تتم في البورصة تتصف في معظم الأحيان بكون قيمتها وتكرار حدوثها، ويكون إتمام العمليات على هذا النحو دائماً ذا تأثير واضح على الأسعار، وغالباً ما يؤدي التعامل داخل البورصة إلى التأثير على العمليات التي تتم خارجها؛
- قد لا يتم الإعلان عن السعر للجمهور في الأسواق، غير أن السعر في البورصة يتم الإعلان عنه رسمياً ويوماً لما له من أهمية في الحياة الاقتصادية؛
- البورصة تتميز عن السوق بكونها سوقاً منظمة بلوائح وأجهزة متخصصة، ولذلك تنسحب كلمة السوق على البورصة بينما لا تنسحب كلمة البورصة على السوق؛
- إنعقاد الأسواق يكون في مواعيد متباينة وأماكن مختلفة في حين تُعقد الصفقات بالبورصات يومياً وفي أماكن ثابتة؛
- تقلبات أسعار السلع في الأسواق التجارية صعوداً وهبوطاً تنعكس في الحال على أسعار التداول لأسهم هذه المؤسسات في بورصات الأوراق المالية.

أما عن علاقة بورصات الأوراق المالية بالبورصات السلعية فيمكن تصورها على أنها ذات العلاقة بين الأصول العينية التي يجري التعامل عليها في البورصات السلعية، والأصول المالية المتمثلة في أسهم هذه المؤسسات والتي يجري التعامل عليها في أسواق الأوراق المالية، وتفصيل ذلك أن المؤسسات التجارية والصناعية التي تقوم بتوفير احتياجاتها أو تصريف منتجاتها من خلال بورصات التجارة عن طريق عقد الصفقات وتنفيذ عقود البيع والشراء، يتم في ذات

الوقت التعامل على أسهمها في بورصات الأوراق المالية، لذلك فإن تقلبات الأسعار صعوداً وهبوطاً في البورصات التجارية تنعكس في الحال على أسعار التداول لأسهم هذه المؤسسات في بورصات الأوراق المالية. ولذلك فالعلاقة بينهما هي علاقة متغير تابع وهي أسواق الأوراق المالية بمتغير مستقل وهي البورصات السلعية، والأمر على النحو المتقدم يكشف عن طبيعة العلاقة بين البورصتين وحساسية حركة التعامل واتجاهات الأسعار في بورصات الأوراق المالية لاتجاهات الأسعار في البورصات السلعية.¹

4.1- شروط إقامة بورصة أوراق مالية ناجحة:

تتوقف عملية إقامة بورصة أوراق مالية ناجحة على توفر مجموعتين متكاملتين من الشروط الضرورية، أهمها:²

1.4.1- الشروط الأساسية: تمثل هذه المجموعة من المقومات بيئة بورصة الأوراق المالية وأعمدة إنشائها، وهي تتضمن العناصر التالية:

- مناخ ملائم للاستثمار قائم على أساس الثقة بالنظم الاقتصادية والسياسية والاجتماعية القائمة؛
- فلسفة اقتصادية واضحة قادرة على جذب رأس المال الخاص، من حيث عدم وجود قيود وحواجز تمنع تحويل رأس المال والمدخرات إلى الخارج؛
- أدوات استثمارية متنوعة تساهم في توسيع قاعدة الخيارات أمام المستثمرين؛
- مؤسسات بنكية ومالية متنوعة ومتطورة قادرة على أداء مهام الوسيط المالي؛
- حجم مناسب من المدخرات القابلة للتحويل إلى السوق عبر الأصول المالية المتنوعة.

2.4.1- الشروط المساندة: سُميت هذه المجموعة بالمساندة لأن توفرها يساعد على تطور السوق وزيادة كفاءتها، ومن هذه المقومات نذكر:

- وجود هيكل مؤسسي مُنظَّم للسوق تحكمه نظم إدارية وتشريعية متكاملة، وتُشرف عليه هيئة تتكون من أعضاء السوق تتصف بالحياد والخبرة في شؤون المال والاستثمار؛
- قوانين وأنظمة واضحة لآلية التداول والمتاجرة في السوق، بشكل يُضفي صفة المنافسة ومنع الاحتكار وضمن أرضية مناسبة للعرض والطلب؛
- تشريعات وأحكام تحمي حقوق المتعاملين في السوق من الغش والتلاعب، بشكل يضمن التصرفات السليمة ويُعزز من ثقة المستثمرين في نظام السوق؛

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص: 31.

² - ارشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 26-28.

- توفّر قدر كافٍ من الإفصاح عن المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي الحقيقي للمؤسسات، بما يساعد المستثمر على تحديد القيمة الحقيقية لأسهمها المتداولة في السوق؛¹
- نظم اتصالات فعّالة ومتطورة بين المتعاملين في السوق لضمان التدفق المستمر لأوامر البيع والشراء.

5.1- دور بورصة الأوراق المالية في الاقتصاد:

تعود بورصة الأوراق المالية بالنفع على جميع المتدخلين فيها، سواءً تعلق الأمر بأصحاب الفئات أو العجز أو الوسطاء الماليون أو بالدولة التي تنشط فيها. وفيما يلي أهم هذه المنافع:²

1.5.1- دور بورصة الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد الكلي:

- تمويل الاقتصاد الوطني من خلال تعبئة الموارد المالية المعطّلة لدى الوحدات ذات الفئات المالي وتوجيهها لتمويل المشاريع الاستثمارية المنتجة المتاحة أمام الوحدات ذات العجز المالي، بشروط وتكاليف مناسبة مقارنةً مع الاقتراض والإقراض البنكي الوطني والدولي من السوق النقدية؛
- توفير السيولة للمستثمرين الماليين من خلال إتاحة إمكانية استعادة المستثمر أمواله الموظّفة في شراء أوراق مالية في أية لحظة يريد وبسرعة وتكلفة معقولتين، نظراً لأن البورصة سوق مستمرة للأوراق المالية؛
- رفع معدلات نمو الاقتصاد الوطني من خلال مساهمة المشاريع الاستثمارية المنتجة في رفع الناتج المحلي الإجمالي؛
- تمويل خطط التنمية للدولة حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة بدلاً من لجوئها إلى الاقتراض الخارجي وما يترتب عليه من أعباء ثقيلة فهي تقوم بإشراك القطاع الخاص في تمويل مشاريعها التنموية؛
- دعم عملية الخصخصة تُعتبر البورصة القناة الرئيسية التي تُمكن الدولة من التنازل عن ملكية أو إدارة مؤسساتها الحكومية إما بشكل كلي أو جزئي لصالح القطاع الخاص، للقيام بدور فعال في تحريك النشاط الاقتصادي والمساعدة في دفع عجلة التنمية الاقتصادية في هذه الدول؛
- قياس أداء الاقتصاد الوطني والتنبؤ باتجاهاته المستقبلية بورصة الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس وضعية الاقتصاد الوطني، من خلال التقلبات في أسعار الأوراق المالية للمؤسسات المدرجة فيها والتي تُشكّل جزءاً مهماً من واقع الاقتصاد ككل؛

¹ - محمد الصبري، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008، ص: 36.

² - تم إعداده اعتماداً على:

- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص: 33-35.

- جبار محفوظ، الأسواق المالية، الجزء الثاني: الأسواق والأدوات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 36-56.

- امتصاص معدلات التضخم في هيكل الاقتصاد الوطني تساهم البورصة في تخفيض حدة الضغوط التضخمية وبالتالي تلجيم معدلاتها، من خلال مساهمتها في امتصاص فائض السيولة وتوجيهه نحو الاستثمار المنتج بدل الاستهلاك، ما يسهم في زيادة العرض الكلي للسلع والخدمات وبالتالي مواكبة لمعدلات النمو في الطلب الكلي؛
- التقييم العادل لأداء المؤسسات المدرجة واتخاذ قرارات استثمارية رشيدة فالتقلبات في أسعار الأوراق المالية تنتج عن التقلبات في قوى العرض والطلب عليها التي تتحرك بدورها بناءً على ما يصل المستثمرين من معلومات حول الوضعية المالية للمؤسسة، وبالتالي فهذه التقلبات في الأسعار هي بمثابة تقييم فوري لأداء المؤسسة المدرجة من حيث سيرها في طريق التقدم والازدهار أو انحرافها نحو الفشل والانهيار؛
- تغطية مخاطر الاستثمار المالي باستخدام عدة تقنيات كتوزيع أصول المحفظة المالية، استخدام المشتقات المالية، التوريق... إلخ والتي من شأنها تلافي التعرض لخسائر مالية؛
- تنظيم ومراقبة عملية إصدار وتداول الأوراق المالية بما يكفل سلامة ونزاهة المعاملات وخلو التداولات مما قد يشوبها من تلاعبات، يمكنها أن تنتهك حقوق المستثمرين وبالأخص ذوي الأقلية منهم وجر الاقتصاد إلى أزمات حادة وخطيرة تهدد مصير الاقتصاد الوطني والدولي ككل؛
- الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية للدولة فيعطي نشاط بورصة الأوراق المالية مؤشراً عاماً لاتجاهات الوضع الاقتصادي في مجال الادخار والاستثمار المحلي والخارجي والقدرة على اتخاذ القرار بشأن السياسة النقدية والمالية؛
- البورصة أداة لاندماج الاقتصاد الوطني بالاقتصاد العالمي من خلال جذب رؤوس الأموال الأجنبية في إطار الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة؛
- الرقابة الخارجية على أداء مدراء المؤسسات المدرجة فالمؤسسات التي تتبع إدارتها سياسات استثمارية وتمويلية وتشغيلية وتسويقية كفأة تحقق نتائج أعمال جيدة، ويرتفع الطلب على أوراقها المالية وترتفع أسعارها في البورصة والعكس صحيح، وهو ما يدفع إدارة المؤسسة وموظفيها للاجتهاد أكثر لإبقاء أوراقها المالية في صعود قدر الإمكان.

2.5.1- دور بورصة الأوراق المالية على مستوى الاقتصاد الجزئي:

- نقصد بما تلك المزايا التي تحققها المؤسسة من وراء دخولها إلى البورصة وللمستثمرين الماليين فيها:
- تحقيق الشهرة للمؤسسة المدرجة في البورصة بحيث تصبح معروفة أكثر لدى الجمهور على المستويين الوطني والدولي؛
- تعزيز مصداقية المؤسسة المدرجة كونها تعمل تحت مظلة إشرافية ورقابية ما يزيد من ثقة الجمهور فيها؛

- ضمان استمرارية المؤسسة من جيل لآخر أي بقائها في ممارسة نشاطها بعد ذهاب أو وفاة أحد المؤسسين، وذلك من خلال تنوع قاعدة المساهمين الرئيسيين دون تصفيتهما، فهي تساعد على انتقال ملكية المؤسسة من جيل إلى جيل بصورة سلسة وشفافة لاسيما المؤسسات العائلية؛
- رفع رأسمال المؤسسة وتوسيع قاعدة المساهمين الذين قد تحتاجهم في سعيها لتطوير أعمالها؛
- زيادة فرص حصول المؤسسات على عقود شراكة أو اندماج أو استحواذ تكون ضرورية لتحسين أدائها والرفع من قدراتها التنافسية؛
- تشجيع الادخار الاستثماري لدى صغار المدخرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع استثمارية مستقلة بأموالهم القليلة؛
- التمتع بامتيازات جبائية تفضيلية لكلا الطرفين.

6.1- المتدخلون في بورصة الأوراق المالية:

1.6.1- الجهات الإدارية والرقابية في بورصة الأوراق المالية:

رغم تشابه الهياكل الإدارية والتنظيمية لبورصات الأوراق المالية عبر العالم، إلا أنه توجد اختلافات تتعلق بتكوينها وأسلوب عملها واختصاصاتها. ولتفادي اللبس، فسأخذ كنموذج أكبر بورصات الأوراق المالية في العالم وأكثرها تنظيماً، ألا وهي بورصة نيويورك للأسهم (NYSE).

1.1.6.1- الجهات الإدارية:

تدار بورصة نيويورك بواسطة مجلس محافظين (Board of Governors) ينتخبه أعضاء البورصة، بحيث يتكون المجلس من ممثلين عن المؤسسات المدرجة أسهمها في البورصة ومؤسسات الوساطة المالية وممثلين عن الحكومة. ومن بين مهام المجلس البحث في طلبات العضوية والبت في الموازنة المقترحة للبورصة وتخصيص قاعات (مقصورات) التداول التي تتعامل في ورقة مالية معينة، هذا إلى جانب التأكد من التزام الأعضاء بالقواعد المعمول بها وتوقيع العقوبات المناسبة على المخالفين¹؛

2.1.6.1- الجهات الرقابية:

يتمثل أهم جهاز رقابي على البورصات في الولايات المتحدة الأمريكية في لجنة الأوراق المالية والبورصة (Securities Exchange commission-SEC)، التي تأسست بموجب قانون الأوراق المالية والبورصة لعام 1934م كهيئة حكومية مستقلة مؤلفة من خمسة مفوضين يتم تعيينهم بقرار من الرئيس الأمريكي ويعتمده الكونغرس لمدة 5 سنوات. وتتولى اللجنة مهمة الإشراف على البورصات وتنفيذ أحكام القانون الذي تخضع له، وذلك بهدف حماية

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 96.

المستثمرين والعمل على نزاهة السوق وإيجاد نوع من الثقة في الاستثمار المالي، فضلاً عن مكافحة شتى أنواع الممارسات غير المشروعة التي قد يرتكبها الخارجون عن القانون لتحقيق مكاسب على حساب عامة المستثمرين.¹

2.6.1- الجهات العاملة في بورصة الأوراق المالية:

تتمثل الجهات العاملة في بورصة الأوراق المالية في أعضائها من الوسطاء الماليين المعتمدين من طرف الجهة المشرفة عليها، سواء كانوا أشخاصاً طبيعيين أو معنويين الذين يُشكّلون حلقة الوصل بين أصحاب العجز المالي وأصحاب الفائض المالي، والذين لا يمكن التعامل في البورصة بدونهم.

وتتمثل الخدمة الكاملة التي يمكن أن تقدمها مؤسسة أو مكتب الوساطة المالية (بيوت السمسرة) في تنفيذ أوامر العملاء بالبيع والشراء في البورصة، حفظ وحماية محفظة العميل، توفير المعلومات، تقديم خدمة الاتجار، تقديم التسهيلات الائتمانية، تقديم النصح والمشورة... إلخ وذلك مقابل عمولة.²

وفيما يلي تلخيص لأهم أعضاء بورصة نيويورك:³

1.2.6.1- السمسار الوكيل (The commission Broker):

هو الشخص الذي يعمل لحساب بيت سمسرة معين ويحضر عليه التعامل لحسابه الخاص، وهو يمارس عمله في البورصة كوكيل بعمولة يحددها القانون بحيث ينوب عن العملاء الذين يُفوّضونه في بيع وشراء الأوراق المالية، ويساعده في فترة ذروة النشاط سمسرة الصالة مقابل جزء من العمولة؛

2.2.6.1- التاجر (The Dealer):

تتلخص وظيفة هذه الفئة في بيع وشراء الأوراق المالية ليس لحساب غيرهم وإنما لحسابهم الخاص، ويُمنع عليهم الاتصال بالجمهور أو تنفيذ الأوامر لأعضاء البورصة، ويعتمد هؤلاء التجار في تحقيق أرباحهم على حجم معاملاتهم وسرعة دوران الأوراق المالية؛

3.2.6.1- المتخصص (The Specialist):

تتمثل هذه الفئة في أعضاء البورصة الذين يتخصصون في التعامل بنوع معين من الأوراق المالية أو مجموعة محدودة منها، سواءً لحسابهم الخاص أو لحساب غيرهم مقابل عمولة (وهو ما يجمع بين عمل التاجر والسمسار الوكيل)، ولا يُسمح لهم بالتعامل مع جمهور العملاء مباشرة؛

¹ - سدرية أنيسة، واقع وآفاق دور أسواق الأوراق المالية في دعم حوكمة الشركات - دراسة مقارنة بين الجزائر ومصر -، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2017-2018، ص: 139، 140.

² - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 113، 114.

³ - تم إعداده اعتماداً على:

- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 103-107.

- سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص: 121-129.

4.2.6.1- صناع السوق (Market Maker): صانع السوق هو تاجر الأوراق المالية أو المتخصص الذي لديه الاستعداد في أي وقت لشراء أو بيع الأوراق المالية، وهو بذلك يتقبل مخاطر الاحتفاظ بمخزون كافٍ من الأوراق المالية من أجل الحفاظ على التوازن المستمر بين عرض وطلب الأوراق المالية التي يتعاملون فيها ما يخفف من التقلبات الكبيرة في الأسعار، ويحققون من وراء قيامهم بهذه المهمة هامش ربح يمثل الفرق بين سعري البيع والشراء.

3.6.1- أصحاب العجز والفائض المالي:

1.3.6.1- أصحاب العجز المالي (عارضو الأوراق المالية):

هي الفئة التي تعاني من عجز في الأموال بالقياس إلى برامجها الاستثمارية، وقد تتخذ أحد الأشكال التالية:¹

✓ **الحكومات:** تلجأ الحكومات إلى البورصة لتغطية العجز في ميزانيتها العامة أو من أجل تمويل المشاريع الاستثمارية الضخمة خاصة ذات الطابع الاجتماعي، كما يمكن أن تلجأ إلى الاقتراض من أجل التحكم في معدلات التضخم في الاقتصاد؛

✓ **المؤسسات الصناعية والتجارية:** هي مؤسسات المساهمة (SPA) التي تحتاج إلى رؤوس الأموال الضرورية لتمويل الفرص الاستثمارية الجديدة المتاحة لها أو بغرض التوسع في القائمة منها.

2.3.6.1- أصحاب الفائض المالي (طالبو الأوراق المالية):

هي الفئة التي تتوفر لديها فائض من الموارد المالية يفوق نفقاتها الاستهلاكية والاستثمارية، وترغب في توظيفه والحصول مقابلته على عائد وذلك في إطار عمليات الاستثمار، المضاربة، المقامرة، الموازنة، التغطية... إلخ. أهمها:²

✓ **الأفراد:** هم الأشخاص الطبيعيون الذين تفيض دخولهم النقدية عن إحتياجاتهم الاستهلاكية؛

✓ **المستثمرون المؤسسيون:** تشمل هذه الفئة كل من البنوك ومؤسسات التأمين وصناديق التقاعد وهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة (OPCVM)... إلخ، وتعتبر هذه الفئة من أهم المتدخلين في البورصة في الدول المتقدمة لما تجلبه لها من مدخرات ضخمة ومستقرة؛

✓ **المؤسسات الصناعية والتجارية:** أصبحت هذه المؤسسات تتدخل أيضاً في البورصة عن طريق توظيف فوائضها المالية في أي مجال يمكن أن يجلب لها عوائد معتبرة.

2. آلية التعامل في بورصة الأوراق المالية:

بعد أن تقوم مؤسسة المساهمة (SPA) المدرجة في البورصة بإصدار الورقة المالية التي تراها مناسبة لها في السوق الأولية والاكتمال عليها من طرف المدخرين بمساعدة أحد الوسطاء الماليين المعتمدين، تأتي مرحلة التداول في السوق

¹ - أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، (بدون تاريخ نشر)، ص: 96.

² - Erwan le Saout, Op.Cit, P P: 131, 132.

الثانوية المنظمة (بورصة الأوراق المالية) التي تهدف إلى توفير السيولة للمدخرين في حالة رغبتهم في التنازل عن ملكيتهم للورقة المالية التي سبق لهم شراؤها. وسنقوم من خلال هذا المحور بتبسيط إجراءات تنفيذ عمليات التداول في البورصة، إنطلاقاً من تقديم الأوامر من طرف العميل للوسيط مروراً بتسعير الورقة المعنية وتنفيذ الأمر وصولاً لمرحلة التسوية.

1.2- الأوامر (Orders):

لو أنّ أحد المتعاملين الحاليين أو المتوقعين يرغب في بيع أو شراء الأوراق المالية في البورصة، فأول خطوة هي التوجّه إلى أحد الوسطاء الماليين المعتمدين الذين لا يمكن التعامل في البورصة بدونهم، وسيسعى العميل للبحث عن الوسيط المالي المشهود له بالكفاءة والأمانة والسمعة الطيبة، حيث يقوم الوسيط بصفته وكيلًا عنه بتنفيذ أوامره.¹ فإذا ما قرّر العميل أن يُصدر أمراً للوسيط المالي بالبيع أو بالشراء، فإن من مصلحته أن يُلمّ بأنواع الأوامر التي يمكن إعطاؤها له.

1.1.2- تعريف الأمر:

هو بمثابة التفويض الذي يمنحه العميل للوسيط المالي بغرض بيع أو شراء الأوراق المالية نيابةً عنه، بحيث يتطلب هذا التفويض تحرير أمر مكتوب يحتوي على أهم التوجيهات المتعلقة بالعمليات التي كلفه بها.² ومن بين المعلومات التي لا بد أن يحتوي عليها كل أمر:³

- هوية صاحب الأمر؛
- نوع العملية (بيع أو شراء)؛
- نوع الورقة المالية موضوع الصفقة؛
- اسم الورقة المالية أو رمزها فقط؛
- عدد الأوراق المالية المراد تداولها؛
- السعر محدد أو غير محدد؛
- مدة سريان الأمر أي تحديد التاريخ الذي يصبح يتجاوزه ملغى؛
- السوق التي يُوجّه إليها الأمر عاجلة أم آجلة، منظمة أم غير منظمة.

ويتم الاتصال بين العميل والوسيط بعدة طرق منها المقابلة الشخصية في مكتب الوسيط أو التواصل بأية وسيلة أخرى

¹ - سمير عبد الحميد رضوان، مرجع سبق ذكره، ص: 100.

² - جبار محفوظ، الأسواق المالية، الجزء الثالث: استراتيجيات الاستثمار والتحوط، دار هومه، الجزائر، 2017، ص: 24.

³ - نفس المرجع أعلاه، ص: 25.

كالهاتف أو الإنترنت.¹

2.1.2- أنواع الأوامر:

يمكن تقسيم الأوامر التي يُصدرها العملاء إلى أربعة مجموعات رئيسية هي أوامر مُحدّدة لسعر التنفيذ، أوامر مُحدّدة لوقت التنفيذ، أوامر تجمع بين تحديد وقت وسعر التنفيذ، وأخيراً الأوامر الخاصة:²

1.2.1.2- الأوامر المُحدّدة لسعر التنفيذ: هي تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يُحدّده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، وهي بدورها تنقسم إلى:

✓ **أوامر السوق:** هي من أكثر الأوامر شيوعاً، بمقتضاها يطلب العميل من الوسيط تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة وبأفضل سعر يمكن أن يجري عليه التعامل. من أهم مزايا هذا النوع السرعة وضمن التنفيذ، أما عيوبه فهي أن المستثمر لا يمكن أن يعرف السعر الذي سيُنقذ به الأمر إلا عند إخطاره به؛

✓ **الأوامر المُحدّدة:** في هذا النوع يضع العميل سعراً مُعيّناً لتنفيذ الصفقة، ومن ثم ليس أمام الوسيط إلا الانتظار لاغتنام الفرصة، وذلك عندما يصل سعر الورقة المالية في البورصة إلى السعر المُحدّد أو أقل منه في حالة أمر الشراء أو أعلى منه في حالة أمر البيع. وكما يدوا، فإن أهم ميزة لهذا النوع معرفة المستثمر المسبقة للقيمة التي سيدفعها إذا كان أمر شراء أو الحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها إذا كان أمر بيع، أما أهم عيوبه فهو أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المُحدّد ومن ثم لا تُنفذ الصفقة حتى لو كان الفرق بين السعرين ضئيلاً؛

2.2.1.2- الأوامر المُحدّدة لوقت التنفيذ: هي تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو عدمه، وقد تكون مدة الأمر يوم أو أسبوع أو شهر أو قد يكون الأمر مفتوحاً أي لا يوجد تاريخ مُحدّد لتنفيذه.

✓ **أوامر مُحدّدة بيوم:** هو الأمر الذي يظل سارياً لما تَبقَى من ساعات اليوم، فإذا ما تَسَلَّمَ الوسيط الأمر في الساعة العاشرة صباحاً مثلاً فإنه يظلُّ ساري المفعول إلى أن تُغلق البورصة أبوابها في ذلك اليوم. ويُعدُّ أكثر الأوامر شيوعاً، وكقاعدة عامة يُعدُّ الأمر ليوم واحد ما لم ينص صراحة على غير ذلك، وغالباً يكون مبنياً على توقعات مُسبقة بأن ذلك اليوم هو أفضل يوم للتعامل في الورقة المالية المعنية؛

✓ **أوامر مُحدّدة بأسبوع أو شهر:** هو الأمر الذي ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه، فإذا ما صدر الأمر يوم الإثنين مثلاً فإنه يظل ساري المفعول حتى نهاية يوم الجمعة في بورصة نيويورك، وكذلك الأمر الذي مدته شهر ينتهي سريانه بنهاية الشهر الذي صدر فيه، فإذا صدر الأمر يوم 22 أكتوبر مثلاً فإن سريانه ينتهي بنهاية يوم 31 أكتوبر؛

¹ - أحمد بوراس، مرجع سبق ذكره، ص: 110.

² - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 125-134.

✓ **الأمر المفتوح:** هو ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يُقرَّر العميل إلغاؤه، وفي بورصة نيويورك ينبغي على العميل تجديد الأمر كل ستة أشهر. هذا، ويرتبط بالأوامر المفتوحة نوعين من المخاطر هما مخاطر النسيان ومخاطر تغير المعلومات.

3.2.1.2- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:

وهي على نوعين:

✓ **الأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة:** هي الأوامر التي تُحدّد سعراً معيناً للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية قصيرة قد تكون يوماً أو شهراً أو أكثر، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر والأوامر المحددة للزمن؛

✓ **الأمر المفتوح في حدود سعر معين:** هو الأمر الذي لا تُحدّد له فترة معينة للتنفيذ، غير أنه يُشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يُحدّده العميل أو سعر أفضل منه. ويتلاءم هذا النوع من الأوامر مع العميل الذي لديه ثقة بأن إعطاء وقت كافٍ للأمر كفيل بتنفيذه بالشروط التي يُريدها، أما أهم عيوبه فهو أنه إذا كان سعر السوق أعلى قليلاً (في حالة أمر الشراء) أو أقل قليلاً (في حالة أمر البيع) عن السعر المحدد فإن الأمر لن يُنفذ على الإطلاق.

4.2.1.2- الأوامر الخاصة:

✓ **أوامر الإيقاف:** هي الأوامر التي لا تُنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها، وفي هذا الصدد يوجد نوعين من أوامر الإيقاف، أوامر الإيقاف التي تتعلق بالبيع أين يصبح لزاماً على الوسيط أن يُنفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه، وأوامر الإيقاف التي تتعلق بالشراء التي تقضي بأن يقوم الوسيط بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها.

وكما هو واضح، تُعدُّ تلك الأوامر أداة للحد من تضائل هامش الربح أو زيادة الخسائر التي يمكن أن يُعني بها العميل، وهي تُعفيه من ملاحظة حركة السوق طوال اليوم بهدف حماية نفسه، أما أهم عيوبها فإذا كان السعر المحدد قريب من سعر السوق فإن تغيراً مؤقتاً في السعر يعني تنفيذ الأمر، مما يعني إلحاق الضرر بالعميل بدلاً من حماية مصالحه، ومن ناحية أخرى إذا كان السعر المحدد بعيداً عن سعر السوق فإن تنفيذ الأمر قد يصبح مستحيلاً؛

✓ **أوامر الإيقاف المحددة:** تُعالج هذه الأوامر عدم التأكد بشأن السعر الذي تُنفذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الإيقاف، ففي أوامر الإيقاف المحددة يضع العميل حداً أدنى لسعر البيع وحداً أقصى لسعر الشراء، ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو سعر أفضل منه.

ومن أخطر عيوب هذا النوع من الأوامر أن أسعار السوق قد تتغير بسرعة بحيث لا يتمكن الوسيط من تنفيذ الصفقة بالسعر المحدد، في الوقت الذي تستمر فيه الأسعار في الانخفاض مما يعني مضاعفة تضائل القيمة السوقية لما يملكه العميل من أوراق.

وجديرٌ بالذكر أنّ هناك أنواعاً أخرى للأوامر لا يسعنا المجال لذكرها هنا، كأمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال وهو أن يُترك للوسيط الحرية في إبرام الصفقة حسب ما يراه مناسباً دون انتظار أوامر العميل، وذلك عندما تتوافر لدى هذا الأخير ثقة كاملة في كفاءة وأمانة الوسيط وقدرته على التصرف.

3.1.2- تكاليف تنفيذ الأوامر:

ينطوي تنفيذ الأوامر على نوعين من التكاليف هي التكاليف المباشرة وغير المباشرة:¹

1.3.1.2- التكاليف المباشرة: أهمها تكاليف المعاملات التي تعادل 4% من قيمة الورقة المالية تقريباً، ومن أهم عناصرها عمولة الوسيط المالي، الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع، الضريبة والرسوم المستحقة عن كل صفقة يتم إبرامها يتحملها البائع ... إلخ؛

2.3.1.2- التكاليف غير المباشرة: مثل عائد الفرصة البديلة أو الضائعة، أي العائد الذي كان يمكن أن يتحقق لو تم توجيه الأموال المتاحة إلى مجالات استثمار أخرى، إضافة إلى تكلفة الوقت والجهد المبذول في تقييم الأوراق المالية المحتمل الاستثمار فيها وتكلفة القلق الذي ينطوي عليه الاستثمار في هذا المجال.

2.2- تسعير الأوراق المالية في البورصة وتنفيذ الأوامر:

يتم تحديد السعر الذي تتداول به الورقة المالية في البورصة كأية سلعة أخرى تتداول في الأسواق التجارية، وذلك من خلال تفاعل قوى العرض والطلب عليها ممثلة في أوامر البيع والشراء المقدمة من طرف العملاء نتيجة المعلومات التي تصلهم:²

1.2.2- تعريف سعر الورقة المالية في البورصة:

سعر البورصة هو القيمة السوقية التي تبلغها ورقة مالية مُعَيَّنة أثناء إحدى جلسات التداول (حصص التداول) التي تُقام دورياً في مقصورة التداول (قاعة التداول) في البورصة، وهو السعر التوازني الذي يضمن تنفيذ أكبر عدد من صفقات التداول ويُقلّل من حالة عدم التوازن بين العرض والطلب على الورقة المالية المعنية، والذي يُسجّل بعد إنتهاء

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 161-164.

² - تم إعداده اعتماداً على:

- شمعون شمعون، مرجع سبق ذكره، ص ص: 45-47.

- جبار محفوظ، الأسواق المالية، الجزء الثالث: استراتيجيات الاستثمار والتحوط، مرجع سبق ذكره، ص ص: 38-44.

جلسة التداول على الجدول الرسمي للتسعيرة، وهي الوثيقة التي تنشرها إدارة البورصة بعد كل جلسة غايتها إعلان السعر أو الأسعار التي تم بموجبها التداول الفعلي للورقة المالية المعنية خلال الجلسة.

2.2.2- طرق التسعير:

لتحديد أسعار الأوراق المالية في البورصة توجد عدة طرق أو تقنيات قد تلجأ إليها إدارة البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين، التي تهدف في مجملها إلى تسهيل وتعظيم حجم صفقات التداول المنقذة كما ونوعاً. وتتمثل أهمها في:

1.2.2.2- طريقة المناذاة: تتم هذه الطريقة التقليدية بتلاقي الوسطاء الماليين وجهاً لوجه في مقصورة البورصة، ويُنادون بأعلى أصواتهم عن اسم الورقة المالية التي يرغبون في تداولها، إلى أن تتقابل أوامر البيع والشراء ويتم التفاوض على السعر إلى غاية الوصول لسعر التوازن، وهكذا يتم تسعير كافة الأوراق المالية المدرجة واحدة واحدة.

ونظراً للضحيج والفوضى في هذه الطريقة فإن الوسطاء الماليين يلجؤون إلى الإشارات باليد للتعبير عن طبيعة الصفقة (بيعاً وشراءً) بوضع الساعد أفقياً في اتجاه الجسم عند الشراء وعمودياً عند البيع. ومن أهم مزاياها الشفافية إذ يتمكن كافة الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة؛

2.2.2.2- طريقة التسعير بالخزائن (الأدراج): تختلف هذه الطريقة عن سابقتها في كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية، إذ تُسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج، ويُخصَّص درج لكل ورقة مدرجة في البورصة ويُوضع تحت تصرف وسيط مالي يُعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة، حيث يجمع الأوامر الموكلة إليه في درجه ويُحدث مواجهة بينها حتى يتوصل إلى السعر المناسب، الذي يتم عنده تنفيذ أقصى حد من الأوامر بأفضل الأحوال ويتم ذلك تحت مراقبة إدارة البورصة.

إنَّ طابع التخصص الذي تشترطه هذه الطريقة من الوسطاء يؤدي إلى زيادة ضمان العمليات وتنفيذها بشكل جدي متقن وسريع؛

3.2.2.2- طريقة التسعير بالصندوق: تُستخدم هذه الطريقة عندما تكون عروض البيع والشراء في البورصة كثيرة ومتعددة، بحيث يقوم الوسطاء بوضع أوامرهم في صندوق خاص (كصندوق البريد) موجود لدى إدارة البورصة، التي تقوم بالإشراف على فرز هذه الأوامر ومواجهتها للوصول إلى سعر توازن يلي أكبر حجم من العروض والطلبات، وتضمن هذه الطريقة حماية وشفافية أكبر من سابقتها نظراً لتدخل إدارة البورصة؛

4.2.2.2- طريقة المقابلة (المعارضة): بموجبها يُدوّن في سجل خاص بكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء بالإضافة إلى لقاء المتعاملين وإتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات، فهي تجمع بين الطرق السابقة. وتؤدي إلى معرفة مقدار ما يُطلب بيعه وشراؤه من الورقة المالية موضوع التعامل وحدود الأسعار المعروضة، وبذلك يتحدد سعر التوازن؛

5.2.2.2- الطريقة الإلكترونية: لقد جاء نظام التسعير (التداول) الإلكتروني نتيجة التطور التكنولوجي الذي استفادت منه البورصة كغيرها من المجالات، وهو نظام يتم من خلاله تسعير الأوراق المالية وتنفيذ الأوامر المتعلقة بها، من خلال أنظمة إعلام آلي مركزية أي بشكل إلكتروني آلي بدون تدخل بشري.

يرتبط بهذا النظام كافة وسطاء البورصة المعنيين بنشاط التداول، وتقتصر مهمتهم في إدخال أوامرهم في سجل الأوامر على مستوى الحاسوب المركزي حسب أفضلية الأسعار ثم أسبقية إدخالها، ويتم إعطاؤها أرقاماً متسلسلة من قبل النظام. ليتولى الحاسوب المركزي عملية فرز الأوامر وترتيبها حسب نوع الورقة المالية التي تتضمنها ونوع العملية (بيع أو شراء) والأسعار والكميات المقترحة، كما يمكن للوسطاء تعديل أو إلغاء الأوامر التي سبق إدخالها في الجلسات السابقة ولم تُنفذ بعد.

ومن ثم مواجهة أوامر البيع والشراء آلياً لكل ورقة مالية للخروج بسعر التوازن الذي يُحقق أكبر كمية تداول قابلة للتنفيذ، أو الذي يُحقق أقل كمية تداول غير قابلة للتنفيذ ويُقلل من حالة عدم التوازن بين العرض والطلب للورقة المالية المعنية بالتداول.

هذا، ويتم معالجة الأوامر المدخلة في نظام التداول الإلكتروني وفقاً لدرجة سيولة الورقة المالية المعنية حسب طريقتين:

✓ **نظام التسعير الإلكتروني الثابت:** يُستخدم في تسعير الأوراق المالية الأقل أهمية وتداولاً، وهو يتمثل في تحديد سعر توازن واحد لكل ورقة مالية في لحظة معينة عادة تكون في بداية جلسة التداول، ويتم تطبيقه على جميع المعاملات التي تُجرى بالنسبة لكل ورقة مالية خلال جلسة التداول الواحدة وهو الذي يظهر في نهايتها، ويتيح هذا النوع من التسعير:

- تضخيم حجم الأوراق المالية المتبادلة؛

- تقليص اختلال التوازن من جهة الطلب أو العرض؛

- تقليص تقلبات الأسعار مقارنةً مع سعر الإغلاق في آخر جلسة التداول.

✓ **نظام التسعير الإلكتروني المستمر:** يُستعمل في تسعير الأوراق المالية الأكثر أهمية وتداولاً، في هذه الطريقة يتغير سعر التوازن النظري الافتتاحي باستمرار على مدار جلسة التداول الواحدة الخاصة بالورقة المالية المعنية، بحيث يُصبح كل أمر متدفق قابل للتنفيذ آنياً حالما يتوفر أمر مقابل يطابقه، مادام ضمن الحدود السعرية المسموح بها. وتنتهي الحصة بأسعار مختلفة ومتعددة تُعلن عليها إدارة البورصة وهي سعر الافتتاح أي سعر أول عملية تداول نُفذت في جلسة التداول على ورقة مالية معينة، وسعر الإغلاق أي سعر آخر عملية تداول نُفذت في جلسة التداول على ورقة مالية معينة، بالإضافة إلى أعلى سعر وأدنى سعر تم تسجيله.

3.2- إجراءات التسوية والمقاصة ونقل الملكية في صفقات التداول في البورصة:

يُقصد بالتسوية: اتخاذ كافة الإجراءات المتعلقة بتسليم الأوراق المالية من قبل الوسيط البائع، وتسليم ثمنها من قبل الوسيط المشتري، بما في ذلك التأكد من سلامة هذه الأوراق من الغش ونحوه، وعدم وجود قيود تمنع تداولها من رهن أو غيره؛

ويُقصد بالمقاصة: إسقاط كل واحد من الوسطاء ما له من دين على الوسيط الآخر، في مقابل ما للوسيط الآخر عليه من الدين. وذلك أنه ينشأ -في الغالب- عن المبادلات التي تتم بين الوسطاء علاقة دين، يكون فيها كل منهم أو بعضهم دائماً لأحد الوسطاء ومديناً له، لأنه لا يتم تسديد الثمن بمجرد إتمام الصفقة، ولذلك فإنه يتم تسوية الصفقة بين الوسطاء من تسديد الثمن بمجرد إتمامها، وعليه يتم تسوية الصفقة بين الوسطاء من الناحية المالية عن طريق المقاصة بين الدينين (ما للوسيط وما عليه) إذا كانا متساويين، أما إذا كان أحد الدائنين أكثر من الآخر فإنَّ المقاصة تتم بين الدينين بقدر أقلهما، ويقوم صاحب الدين الأقل بدفع الفارق إلى الوسيط الآخر.

ويُقصد بنقل الملكية: تحويل ملكية الأسهم من البائع إلى المشتري.

ورغم أنَّ هذه الأمور الثلاثة تتم في جميع الأسواق، إلا أنَّ إجراءات تنفيذها والمدد التي تستغرقها هذه الإجراءات تختلف من سوق لأخرى.¹

وعموماً هي تُعبّر عن كل الأنشطة ذات الصلة ابتداءً من وقت الالتزام بها (التعاقد) إلى حين تسليم الأوراق المالية واستلام الأموال، بحيث تختلف كيفية التسديد من قبل المشتري ووقت تسليم الأوراق المالية محل الصفقة من طرف البائع (إذا كان هناك وجود مادي لها)، من دولة لأخرى ومن بورصة لأخرى ومن نوع معين من الأوراق المالية لنوع آخر. كما تتوقف على طبيعة الصفقة في حد ذاتها أي هل هي من الصفقات العاجلة أو الآجلة، فإذا كانت مثلاً البورصة فورية فبعد تنفيذ الأمر على المشتري أن يدفع فوراً أو خلال يومين أو ثلاثة أيام كأقصى تقدير المبالغ المقابلة لأمر الشراء الذي أصدره، كما يجب على البائع أن يُسلّم الأوراق المالية المتعلقة بأمر البيع الذي أجراه، ويتم إجراء العمليتين بشكل متزامن عبر جهاز خاص بالتسوية.

فنظراً لكثرة الصفقات واستحالة تسديدها يدوياً، فلقد قامت معظم البورصات في العالم بإنشاء أجهزة آلية تقوم بإتمام عمليات التسوية بسرعة فائقة دون التسليم المادي الفعلي للأوراق المالية، مثل المؤسسة المؤمنة للإيداع (Depository trust company- DTC) في الولايات المتحدة الأمريكية، تسهر على مركزية حفظ الأوراق المالية مما يساعد على تقليص تكاليف وأجال عمليات التسوية والتسليم، وغيرها من العمليات المتعلقة بالأوراق المالية كتوزيعات الأرباح والفوائد ... إلخ.²

¹ - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، ص: 641.

² - جبار محفوظ، الأسواق المالية، الجزء الثالث: استراتيجيات الاستثمار والنحو، مرجع سبق ذكره، ص: 60.

4.2- تطبيقات عملية:

بعد إدخال أوامر العملاء من طرف الوسطاء إلى الحاسوب المركزي تُفَرِّز وتُجَمِّع أوامر البيع والشراء الخاصة بكل ورقة مالية، ويتم مقابلة (مواجهة) العرض بالطلب ويُحدَّد السعر التوازني الذي يتم به بيع وشراء الورقة المالية، في انتظار تغير العرض والطلب إذا كان التسعير مستمر خلال الجلسة. وفيما يلي توضيح لكيفية تحديد هذا السعر التوازني:¹

لتحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في البورصة هناك العديد من الطرق، وإن اختلفت في الشكل فإنها تتلاقى في المبدأ الأساسي للتعامل في البورصة وهو قانون العرض والطلب. مثله في ذلك مثل سوق السلع، إذ كلما ارتفع عدد أوامر الشراء (الطلب) الخاص بورقة مالية معينة -مع بقاء مستوى العرض كما هو- ارتفع سعرها، وبالعكس إذا انخفض ذلك العدد فإن السعر ينخفض. نفس المنطق ينطبق على عدد أوامر البيع (العرض)، إذ كلما ارتفع هذا العدد -مع بقاء مستوى الطلب على ما هو عليه- فإن سعر الورقة ينخفض، بينما إذا انخفض ذلك العدد مقارنةً بالطلب فإن السعر يرتفع... وهكذا، وعليه فالبورصة هي بمثابة مكان لمقابلة تلك الأوامر (الشراء والبيع)، أي لمقابلة العرض بالطلب على الأوراق المالية المختلفة بهدف تبادل أكبر عدد ممكن منها. بعبارة أخرى هي توفر ميكانيزمات التسعير التي تسمح بتنفيذ أكبر عدد ممكن من أوامر الشراء وأوامر البيع التي تخص كل ورقة مالية على حدة، وذلك في ظروف الشفافية وتحت إشراف السلطات المالية المعنية.

1.4.2- كيفية تحديد سعر ورقة مالية:

لقد تكلمنا في الصفحات السابقة عن أنواع الأوامر، وقلنا أنه -بغض النظر عن مدة تنفيذها وعن الخصوصيات التي قد تُرفَق بها- يمكن تقسيمها إلى أوامر محددة السعر وأخرى تُنفَّذ حسب سعر السوق. على هذا الأساس يمكن الوصول إلى الملاحظات التالية، والتي تُعتبر بمثابة المبادئ الأربعة للتسعير:

- أنَّ المستثمر الذي يرغب في شراء ورقة مالية مُعيَّنة بسعر السوق هو في الحقيقة مُستعدُّ لشرائها بالسعر المرتفع؛
- أنَّ المستثمر الذي يريد شراء نفس الورقة بسعر محدد، يُفضِّل ولا يُمانع من شرائها بسعر أقل من ذلك؛
- أنَّ المستثمر الذي يرغب في بيع نفس الورقة السابقة بسعر محدد، يُفضِّل ولا يُمانع من بيعها بأكثر من ذلك؛
- أنَّ المستثمر الذي يريد بيع نفس الورقة بسعر السوق هو مستعد لبيعها بالسعر المنخفض.

إنطلاقاً من ذلك، تُجمَع أوامر البيع وأوامر الشراء الخاصة بكل مُنتج مالي (أنظر الجدول رقم 06)، ويُقابل العرض بالطلب ويُحدَّد السعر التوازني الذي يتم به بيع وشراء الأوراق الأولى في انتظار تغير كميات العرض والطلب، حيث يتغير

¹ - نفس المرجع أعلاه، ص: 46-54.

السعر طبقاً لتلك المعطيات وهكذا. فكما سبق وأن أشرنا فإنه تبعاً لطريقة التسعير المستمر (Cotation en continu)، يتم تحديد أسعار أخرى للأوراق المالية كلما وردت أوامر شراء وبيع طوال مدة التعامل في البورصة، أي خلال الجلسة.

الجدول رقم (06): تحديد سعر ورقة مالية (X) في البورصة

العرض (أوامر البيع)		السعر	الطلب (أوامر الشراء)	
العدد	العدد المتراكم		العدد المتراكم	العدد
-	-	سعر السوق	X	X
X	XXX	X	XX	X
X	XXX	X	XX	-
-	XXX	X	XXX	X
X	XXX	X	XXX	X
X	XX	X	XXX	X
X	XX	X	XXX	X
X	X	سعر السوق	-	-

من الجدول السابق يمكن أخذ الملاحظات التالية:

- لقد رُتبت أوامر الشراء المتمثلة في عدد الأوراق المالية المطلوبة من قبل العملاء المستثمرين في الجهة اليمنى من الجدول حسب كل سعر مُحدّد من قبلهم، بما فيها تلك الأوامر التي لم يُحدّد سعرها (الطلب بسعر السوق) وأُرفقت تلك الأوامر بالعدد المتراكم المتمثل في الطلب الكلي على الورقة المعنية عند كل سعر مُحدّد ولقد كان الترتيب والتراكم من الأعلى إلى الأسفل؛

- بنفس الطريقة رُتبت أوامر البيع المتمثلة في عدد الأوراق المالية المعروضة من طرف الباعة في الجهة اليسرى وذلك حسب كل سعر مُحدّد من قبلهم، بما في ذلك تلك الأوامر التي لم يُحدّد سعرها (العرض بسعر السوق). وأُرفقت تلك الأوامر أيضاً بالعدد المتراكم للأوراق المالية المعروضة عند كل سعر، ولقد كان الترتيب والتراكم من الأسفل إلى الأعلى؛

- لقد رُتبت الأسعار في العمود الذي يتوسط الجدول تصاعدياً من الأسفل إلى الأعلى، على اعتبار أنّ السعر الأكثر إنخفاضاً هو السعر الأفضل للبيع، أي البائع مستعد للبيع بالسعر الأدنى، وأنّ السعر الأكثر ارتفاعاً هو السعر الأفضل للشراء، أي المشتري مستعد للشراء بالسعر الأعلى كما سبق وأن أشرنا؛

- تتوسط هاذين السعيرين المتطرفين الأسعار المحددة من قبل المستثمرين سواء الذين يرغبون في شراء الورقة المعنية أو الذين يرغبون في بيعها، من بين تلك الأسعار يُحدّد سعر التوازن الذي يكون عنده التبادل أعظمية، مع ملاحظة أنه كلما زادت أوامر الشراء مقارنة بأوامر البيع كلما ارتفع سعر الورقة المالية والعكس صحيح؛

- سعر التوازن يُحدّد بمعرفة العدد المتراكم لأوامر البيع والشراء، وذلك عند كل سعر محدد والوقوف على السعر الذي يتساوى عنده الطلب الفعال مع العرض الفعال أو يتقاربان، فإذا تساوى الطرفان عند سعر معين يعرف بسعر التوازن، أما إذا تعدّد التساوي وتقاربا فقط عندئذ يُحدّد الفرق بين العرض والطلب وهو عدد لا يتداول كاملاً، أي الأوامر المجاورة لسعر التوازن تُنفذ جزئياً وتُعرف بأنها اقتربت من السعر، ويجب تأكيد حقيقة يقتنع ويعمل بها كافة المتعاملين في البورصة وهي أن السعر المحدد بهذه الطريقة في البورصة لا يُراجع ولا يُرفض من طرف أي أحد؛

- على العموم يتم تنفيذ الأوامر المقدمة بسعر السوق سواءً أوامر البيع أو الشراء مع بداية التعامل، أي بمجرد تحديد أول سعر للورقة في جلسة التداول، بعد ذلك تُنفذ الأوامر المحددة للسعر حسب الأولوية فباعبار أن السعر في أمر الشراء المدخل بسعر محدد يمثل أعلى سعر يقبل به المشتري في حالة الشراء وأقل سعر يقبل به البائع في حالة البيع، فتُنفذ أوامر الشراء التي يرغب أصحابها في الشراء بسعر يفوق سعر التوازن أولاً ثم التي تساويه والعكس بالنسبة لأوامر البيع.

2.4.2- مثال عن كيفية تسعير الأوراق المالية في البورصة:

لتكن لدينا ورقة مالية (X) مُدرّجة في البورصة ونريد تحديد سعرها في بداية الجلسة، على إفتراض أنه وصلت الأوامر التالية بخصوص تلك الورقة:

1- أوامر الشراء (الطلب):

رقم الأمر	عدد الأوراق المالية	السعر بالدينار الجزائري
210	800	سعر السوق
211	200	502,5
212	500	501
213	1500	500
214	1800	498,5
215	2000	497

2- أوامر البيع (العرض):

رقم الأمر	عدد الأوراق المالية	السعر بالدينار الجزائري
370	100	سعر السوق
371	500	497

498,5	600	372
499	800	373
500	1000	374
501	1150	375
502,5	1220	376

الحل:

تجب الإشارة هنا إلى أنّ معظم الأوامر قد حُدِّدت فيها الأسعار من قبل المستثمرين، كما أن هناك أمراً (أو مجموعة من الأوامر) لشراء 800 ورقة بسعر السوق هو الأمر رقم 210. كما يوجد بالجدول الثاني أمر (أو مجموعة من الأوامر) لبيع 100 ورقة بسعر السوق، جمعت في الأمر رقم 370.

لتحديد سعر التداول يمكن دمج الجدولين السابقين في جدول واحد هو جدول تحديد الأسعار، مع ملاحظة طبيعة العلاقة العكسية بين أوامر الشراء (الطلب) والسعر، وطبيعة العلاقة الطردية بين أوامر البيع (العرض) والسعر، كما يلي:

أوامر البيع			السعر	أوامر الشراء		
رقم الأمر	عدد الأوراق	العدد المتراكم		العدد المتراكم	عدد الأوراق	رقم الأمر
-	-	-	سعر السوق	800	800	210
376	1220	5370	502,5	1000	200	211
375	1150	4150	501	1500	500	212
374	1000	3000	500	3000	1500	213
373	800	2000	499	3000	00	-
372	600	1200	498,5	4800	1800	214
371	500	600	497	6800	2000	215
370	100	100	سعر السوق	-	-	-

من الجدول السابق يمكن تسجيل الملاحظات التالية:

الملاحظة الأولى:

أنه تم تبادل 3000 ورقة وهي كمية التوازن، بسعر 500 دينار وهو سعر التوازن؛

الملاحظة الثانية:

بالنظر إلى العمودين الثالث والخامس من جهة والعمود الرابع من جهة أخرى، نجد أنه كلما ازداد السعر 497 دينار، 498,5... إلخ قلَّ الطلب 6800 ورقة، 4800... إلخ. وهذا أمر منطقي في سوق تسودها المنافسة، بسبب العلاقة العكسية بين الطلب والسعر. كما نلاحظ أنه كلما ازداد السعر 497، 498,5، 499، 500... إلخ ازداد العرض 600، 1200، 2000... إلخ وهذا للعلاقة الطردية بينهما؛

الملاحظة الثالثة:

تتضح ميكانيزمات السوق في تحديد أسعار الأوراق المالية في هذا الجدول بصورة جلية، فبالتركيز على السعر 497 دينار مثلاً نجد أن هناك إختلالاً واضحاً بين العرض 600 ورقة والطلب 6800 ورقة (قلة العرض وزيادة الطلب عند هذا المستوى من الأسعار)، الأمر الذي يدفع بالسعر إلى الارتفاع إلى 498,5 دينار. ومع ذلك يبقى الإختلال قائماً بين العرض 1200 ورقة والطلب 4800 ورقة وهذا يدفع السعر للارتفاع مرة أخرى، وهكذا إلى أن يصل إلى 500 دينار حيث يتساوى العرض مع الطلب. ثم يواصل السعر إرتفاعه إلى 501 دينار حيث يُسجَّل إختلال من طبيعة معاكسة (قلة الطلب وزيادة العرض عند هذا السعر)، فيعود إلى مستوى 500 دينار ويستقر هناك وهو سعر التوازن. ونصل إلى نفس التفسير حول ميكانيزمات السوق أو قوى العرض والطلب لو إنطلقنا في مثالنا من السعر 502,5 دينار، لكن في هذه الحالة يكون الطرح بصورة معاكسة بين العرض والطلب من جهة والسعر من جهة ثانية. إذ مع كثرة المتعاملين ووجود ظروف المنافسة يستقر سعر التوازن عند 500 دينار، وعندئذ يتم تداول كمية التوازن أي 3000 ورقة، كما سبق وأن لاحظنا؛

الملاحظة الرابعة:

أنَّ تنفيذ الأوامر يبدأ كما سبق وأن أشرنا، بالأوامر التي قَبِل أصحابها بتنفيذها بسعر السوق. وعليه فإنه في مثالنا هذا فإنَّ الأمرين رقم 210 و 370 هما اللذان يُنفَّذان بمجرد تحديد سعر التعامل الأول، ثم تُنفَّذ الأوامر المحدودة الأسعار. فبالنسبة لأوامر الشراء (الطلب) الأخرى يبدأ تنفيذ الأوامر حسب الأفضلية أي 211، 212 و 213 على التوالي، لأن أصحابها قبلوا الشراء بسعر يفوق السعر المحدد (سعر التوازن). أما بالنسبة للبيع (العرض) فيبدأ تنفيذ الأوامر رقم 371، 372، 373، 374 على التوالي، لأن الأمرين هنا مستعدون للبيع بأقل من السعر المحدد. بعد ذلك يصل مجموع الأوراق المطلوبة والمعروضة إلى 3000 ورقة مالية يمكن تبادلها، وهذا يعني أن أوامر الطلب على هذه الورقة رقم 214 و 215 وأوامر العرض رقم 375 و 376 لم تُنفَّذ. ويجدر بنا التأكيد هنا أنَّ كل الأوامر تُنفَّذ بالسعر الموحد 500 دينار، بغض النظر عن الأسعار المقترحة للبيع والشراء من قبل المستثمرين؛

الملاحظة الخامسة:

قد لا يتساوى الطلب والعرض تماماً وإنما يتقاربان فقط وعندئذ يُقال أن العرض أو الطلب قد إقترب من أو لامس السعر. ففي مثالنا السابق، قد يكون عدد الأوراق المطلوبة بالسعر 500 دينار هو 2980 ورقة (وذلك نتيجة أن عدد الأوراق المطلوبة بواسطة الأمر رقم 213 كان 1480 ورقة فقط) وعدد الأوراق المعروضة هو 3000 ورقة، وبالتالي يتم تبادل 2980 ورقة بالسعر المحدد 500 دينار، على أساس أن التداول قد تم على أكبر عدد ممكن من الأوراق، عندئذ يُقال أن الطلب قد إقترب من السعر.

وبالرجوع إلى المثال السابق، يمكن تجسيد هذه الحالة في جدول الأسعار التالي:

أوامر البيع			السعر	أوامر الشراء		
رقم الأمر	عدد الأوراق	العدد المتراكم		العدد المتراكم	عدد الأوراق	رقم الأمر
-	-	-	سعر السوق	800	800	210
376	1220	5370	502,5	1000	200	211
375	1150	4150	501	1500	500	212
374	1000	3000	500	2980	1480	213
373	800	2000	499	2980	00	-
372	600	1200	498,5	4780	1800	214
371	500	600	497	6780	2000	215
370	100	100	سعر السوق	-	-	-

أما بالنسبة للـ 20 ورقة غير المنفذة فيتم اختيارها على أساس قاعدة الوارد أولاً يُنفذ أولاً، وهي تُرحّل إلى جلسة اليوم الموالي ما لم تنتهي صلاحية الأوامر ويتم إدراجها في دفتر أوامر الافتتاح لليوم الموالي.

المحور الخامس: كفاءة الأسواق المالية ومؤشرات قياس أدائها

يهدف هذا المحور إلى:

➔ تسليط الضوء على ماهية كفاءة الأسواق المالية؛

➔ تقديم مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية.

1. كفاءة الأسواق المالية:

لقد شهدت نظرية كفاءة الأسواق المالية العديد من التطورات بدءاً بأول ظهور لها على يد الاقتصادي « FAMA* » عام 1965م، وذلك بالنظر إلى الأهمية التي تُعنى بها من طرف الاقتصاديين باعتبارها فرضية أساسية لمعظم نظريات التمويل والاستثمار، وتتميز بصعوبة تحقُّقها على أرض الواقع**.

1.1- تعريف كفاءة السوق المالية:

تكون السوق كفاءة إذا كانت أسعار الأوراق المالية في أي وقت تعكس تماماً جميع المعلومات المتاحة¹، فالسوق الكفؤة هي التي تُوفِّر معلومات كافية عن السوق عامةً والأوراق المالية المتداولة لاسيما الأسهم، من شأنها المساعدة على إتخاذ القرار الاستثماري المناسب بشأنها.

ففي ظلّ السوق الكفاءة لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات والوصول إلى نتائج مُحدّدة بشأن القيمة الحقيقية للسهم، كما لا يوجد فاصل زمني بين الوصول إلى تلك النتائج وحصول كافة المستثمرين عليها بدون تكلفة، حتى لا يمكن لأحدهم أن يُحقِّق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين، سواءً صدرت هذه المعلومات عن القوائم المالية أو عن

* - هو إقتصادي أمريكي صاحب نظرية كفاءة الأسواق المالية، حاصل على جائزة نوبل في الاقتصاد (2013) لأبحاثه عن أسعار الأوراق المالية ويُسمّى أيضا بأب فرضيات كفاءة الأسواق المالية نظراً لأبحاثه العديدة في هذا الميدان.

** - حيث تشير معظم الدراسات في هذا المجال أنه حتى في الأسواق الأكثر تقدماً فإنّ فرضية الكفاءة لا تتحقق حتى بشكلها الضعيف.

¹- Eugene F.Fama, **Efficient Capital Markets: A Review of The Theory And Empirical Work**, The Journal of Finance, American Finance Association, New York, May 1970, Vol: 25, N°: 02, P: 383.

وسائل الإعلام أو عن السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية أو من تحليلات وتقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة... وغيرها من مصادر المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم.¹

وعلى ضوء هذه المعلومات يرفع المستثمرون الطلب والعرض على الأوراق المالية أو يُخفّضونه حسب قراءتهم لها وتوقعاتهم بشأن العوائد والمخاطر المرتبطة بها، وهو ما ينعكس على أسعارها السوقية التي تتجه صعوداً مع المعلومات السارة التي تصل السوق فجأة ونزولاً مع نظيرتها غير السارة وتدفعها للاقتراب من أسعارها الحقيقية العادلة، التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عمّا قد يتعرض له من مخاطر جراء الاستثمار في تلك الأوراق المالية.

ومن شأن تحقق فرضية الكفاءة في السوق المالية بلوغ الأهداف التالية:²

- التخصيص الأمثل للموارد؛
- تبادل الأوراق المالية من طرف الأعوان الاقتصاديين بسرعة وبأقل تكلفة ممكنة؛
- تقييم عادل للأوراق المالية.

2.1- شروط تحقق فرضية كفاءة السوق المالية:

بغية تحقق فرضية كفاءة السوق المالية وبلوغ أهدافها فلا بد من توفر الشروط التالية:³

- عقلانية المستثمرين: كفاءة السوق المالية لا يمكن أن تتحقق إلا إذا كان الأعوان الاقتصاديون المؤثرون عليها عقلانيون، أي أنهم يتصرفون بطريقة مُتناسِقة مع المعلومات التي تصلهم، كما يجب عليهم البحث عن تعظيم منافعهم المتوقعة مقارنةً بمستوى المخاطر وذلك عند قيامهم بالشراء أو بالبيع؛
- التدفق الحر للمعلومات ورد الفعل الفوري للمستثمرين: من أجل أن تعكس الأسعار فوراً كل المعلومات المتاحة، فمن الضروري أن يتم نشر المعلومات في وقت واحد لجميع الأعوان الاقتصاديين، وألاً يكون هناك فارق زمني بين وقت تلقي عون إقتصادي لمعلومة ووقت تلقي عون آخر لنفس المعلومة، كما ينبغي أن تكون الأعوان الاقتصادية قادرة على معالجة المعلومة فور الحصول عليها؛
- مجانية الحصول على المعلومات: أي حصول جميع الأعوان الاقتصاديين على المعلومات دون تكبد تكاليف إدارية إضافية، فتُعتبر مجانية المعلومات شرط أساسي لتحقيق فرضية كفاءة السوق لأنها تسمح لأي مستثمر بتتبع المعلومات المالية وتسهيل له دمجها ضمن أسعار الأوراق المالية؛

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 489، 490، 492.

² - Fredj Jawadi et Jean- Michel Sahut, **Inefficiency et Dynamique des Marchés Financiers**, ED- L'HARMATTAN, Paris, 2009, P: 19.

³ - Philippe Gillet, **L'efficience des Marchés Financiers**, 2^e Edition, ED- ECONOMICA, Paris, 2006, P P: 19-28.

- عدم وجود تكاليف المعاملات والضرائب في السوق المالية: وذلك لأنَّ وجودها يجعل الأعوان الاقتصاديون مُتردِّدون بين استثمار أموالهم أو سحبها من هذه السوق خشية أنها تُلغِي المكاسب المحتمل تحقيقها، فلا يستثمرون في السوق إلاَّ عندما يتأكدون من أنَّ المكاسب المتوقعة أكبر من تكاليف المعاملات المحتملة، وبالتالي فإنَّ عدم وجود مثل هذه التكاليف يُشكِّل شرط أساسي لتحقيق الكفاءة، لأنه يتيح للمستثمر العمل بحرية في السوق المالية؛

- وجود عدد كبير من المستثمرين: مما يجعل المستثمر بمفرده غير قادر على التأثير في السوق بشكل ملموس من خلال قيامه ببيع أو شراء كمية من الأوراق المالية.

وتبقى هذه الشروط مجرد فرضيات لا يمكن تجسيدها كُليَّةً على أرض الواقع، الغرض منها تبسيط ما يجري في السوق المالية والخروج بنماذج ونظريات... إلخ.

3.1- أشكال كفاءة السوق المالية:

يمكن لكفاءة السوق المالية أن تتخذ أحد الأشكال التالية:¹

1.3.1- الكفاءة التخصيضية*: هي أن تتحدد أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق عند تعادل معدلات العائد الحدي لكل من أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، بمعنى أنَّ السوق تكون كفاءً وفقاً لهذا الشكل إذا ساهمت في تخصيص وتوزيع أموال المدخرين (المحدودة) على أفضل الفرص الاستثمارية (المتعددة) التي تُحقِّق أعلى عائد، أي أنَّ الكفاءة التخصيضية للسوق المالية ترتبط بمدى تأديتها لدورها الاقتصادي وهو تخصيص الكفاء للأموال على أفضل الفرص الاستثمارية، بما يحقق منفعة كل المتعاملين في السوق وكذا الاقتصاد القومي؛

2.3.1- الكفاءة التشغيلية:** هي أن تتداول الأوراق المالية بأقل قدر ممكن من تكاليف المعاملات مثل عمولات الوسطاء ومحللي الأوراق المالية، بحيث لا تحول دون دخول أو خروج أي مستثمر من وإلى السوق، فيسعى كافة المستثمرين للحصول على المعلومات وعقد الصفقات ويزداد التنافس والنشاط في السوق، بما يجنب السوق الاحتكار ويترك الأسعار تتحدد وفقاً لآليات العرض والطلب في السوق؛

3.3.1- الكفاءة التسعيرية*:** يتحقق هذا الشكل من الكفاءة إذا كانت أسعار الأوراق المالية تُعبِّر عن القيمة الحقيقية لها، ولا يتحقق ذلك إلاَّ إذا كانت الأسعار تعكس بسرعة جميع المعلومات ذات العلاقة لكل المستثمرين دون فاصل زمني وبدون تكلفة، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة.

¹ - محمد عبده مصطفى، كفاءة سوق الأوراق المالية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، العدد: 4، السنة: 2011، ص: 24، 25. (بتصرف)

* - تسمى أيضاً " كفاءة التوزيع "

** - تسمى أيضاً " الكفاءة الداخلية "

*** - تسمى أيضاً " الكفاءة الخارجية "

وهذا الشكل من الكفاءة هو المقصود عند الحديث عن كفاءة السوق المالية بصفة عامة، لأن الكفاءة التشغيلية هي شرط من شروط الكفاءة التسعيرية، بمعنى أن السوق لن تكون كفاً تسعيرياً إلا إذا كانت كفاً تشغيلياً. ومن ناحية أخرى فالكفاءة التسعيرية هي وسيلة للوصول إلى الكفاءة التخصيصية بمعنى أنه في السوق الكفاء تعبر أسعار الأوراق المالية عن القيم الحقيقية وتوجه الأموال إلى المشاريع التي تُحقق أعلى عائد.

4.1- مستويات كفاءة السوق المالية:

تختلف مستويات كفاءة السوق حسب طبيعة المعلومات المتاحة (سواءً تلك المتعلقة بالظروف السائدة داخل المؤسسة أو داخل الصناعة أو القطاع الذي تنتمي إليه هذه الأخيرة فضلاً عن الظروف الاقتصادية العامة السائدة في الدولة والتي تتأثر بدورها بالظروف الدولية)، وترتيبها الزمني بالنسبة للفترة التي يُراد فيها معرفة كفاءة السوق وهل بإمكان أشخاص معينين الحصول عليها قبل غيرهم، بحيث نميز بين ثلاث مستويات¹:

1.4.1- المستوى الضعيف: وفقاً لهذا المستوى فإن أسعار أسهم أيّة مؤسسة تعكس جميع المعلومات التاريخية عنها المستخلصة من دراسة الأسعار الماضية وأحجام تداولها وأرباحها... إلخ، وبالتالي فلا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية بناءً على إمتلاكه لهذه المعلومات التاريخية، لأنها بكل بساطة أصبحت معروفة لدى الجميع وهي منعكسة مسبقاً في الأسعار الحالية، إلا إذا إمتلك معلومات حالية (عامة) أو مستقبلية (خاصة)، بمعنى أنه في هذا المستوى تكون تحركات أسعار الأوراق المالية في المستقبل تتم بصورة عشوائية أي مستقلة عن تحركاتها في الماضي؛

2.4.1- المستوى شبه القوي: يُشير هذا المستوى إلى أن أسعار الأسهم لأيّة مؤسسة تعكس بالإضافة إلى المعلومات التاريخية، جميع المعلومات الحالية المتاحة للجمهور كما وُجدت في التقارير السنوية، مقالات الصحف والمجلات، النشرات، الإعلانات عن عقود إندماج جديدة، زيادة في أرباح الأسهم... إلخ. وهكذا فلا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية إنطلاقاً من إلمامه بجميع المعلومات التاريخية والحالية، إلا إذا إمتلك معلومات مستقبلية خاصة؛

3.4.1- المستوى القوي: تعكس الصيغة القوية للكفاءة المفهوم الواسع لكفاءة السوق، ويفترض هذا المستوى أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات التاريخية والحالية (المنشورة للجمهور عامةً) بالإضافة إلى المعلومات المستقبلية التي لم تُنشر بعد والتي تحتكرها فئة خاصة من المستثمرين يُطلق عليهم الداخلين (Insiders) كأعضاء مجلس إدارة المؤسسة وكبار العاملين فيها ومدراء المحافظ المالية وصناديق الاستثمار ومحللو الأوراق المالية وصناع السوق. وهو ما يتحقق فقط عندما يمتلك منظمو الأسواق المالية القدرة على حظر ومعاينة استخدام المعلومات الداخلية، وفي ظل هذه الظروف يستحيل وبشكل مُطلق على أي مستثمر أن يُحقق أرباحاً غير عادية على حساب باقي المستثمرين العاديين في السوق.

وفي هذا الصدد ترى الباحثة أن هذا يبقى من الناحية النظرية فقط قابل للتحقيق، لأنه عملياً وإن تحقّق المستوى الأول والثاني من السوق الكفاء إلا أن المستوى الثالث يبقى بعيداً عن التحقق على أرض الواقع بالنظر إلى إستحالة

¹- Pierre Vernimmen et Autres, **Corporate Finance- Theory And Practice**, Second Edition, ED- JOHN WILY& SONS LTD, United Kingdom, 2009, P P: 270-272.

توفر المعلومات المستقبلية (الخاصة) لدى كافة المستثمرين، وإنما لدى فئة منهم التي يمكنها تحقيق أرباح غير عادية نتيجة إحتكارها لمعلومات خاصة، قد تتسرب إليهم من خلال نفوذهم أو أقاربهم فتكون الفرصة متاحة لهم من خلال الزمن لحين وصول المعلومة لباقي المستثمرين في السوق، بالإضافة لما قد يتمتع به بعض المستثمرون المتمرسون في الاستثمار والمطلعون على نظريات الاستثمار من سرعة في تحليل هذه المعلومات والاستفادة منها قبل غيرهم ممن قد يستغرقون وقتاً أطول للوصول إلى نتائج من خلال نفس المعلومات.

2. مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية:

إذا كانت السوق غير كفؤة فالأسعار السوقية تكون غير عادلة أي غير حقيقية، وهذا ما يؤثر على مؤشرات السوق باعتبارها مقياس لتحركات الأسعار فيه، فتصبح هي الأخرى لا تقوم بدورها الذي وُجدت له وهو قياس الحالة الحقيقية للسوق ومنه الاقتصاد ككل، هذه المؤشرات ولأهميتها ستكون محلاً للدراسة من خلال هذا العنصر.

1.2- تعريف المؤشرات واستخداماتها:

المؤشر هو أداة إحصائية تسمح بقياس وتتبع ومقارنة أداء السوق المالية من خلال قياس حركة أسعار عينة من الأوراق المالية التي تتداول في السوق المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما والتنبؤ باتجاهاتها المستقبلية. وترتبط مؤشرات السوق المالية بالعديد من الاستخدامات، تأتي في مقدمتها:¹

- **المؤشرات مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة:** طالما أنّ نشاط المؤسسات التي تتداول أوراقها المالية في السوق يُمثّل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، فإذا ما اتّسمت بقدر من الكفاءة فإنّ المؤشر المصمّم بعناية لقياس حالة السوق ككل يمكن أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة؛

- **إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة:** يُمكن للمستثمر أن يُكوّن فكرة سريعة عن التغيّر في عائد محفظة أوراقه المالية - إيجاباً أو سلباً-، بمجرد معرفته لاتجاه التغير الذي طرأ على مؤشر حالة السوق (الذي يقيس معدل عائد السوق) وذلك دون الحاجة إلى تتبع أداء كل ورقة مالية على حدة، وبالطبع إذا كانت إستثماراته كلّها في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها فمن الأفضل له متابعة هذا المؤشر؛

- **الحكم على أداء المديرين المحترفين:** يكون المدير مُحترفاً إذا حَقَّق عائداً أعلى من معدل عائد السوق، أي أن يكون العائد الفعلي المحقَّق لمحفظته المالية أعلى من معدل العائد على محفظة السوق التي تُمثّل العينة التي يقوم عليها المؤشر؛

- **التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق مستقبلاً:** يكشف إجراء تحليل تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق عن وجود نمط للتغيرات التي يمكن أن تطرأ عليه، وإذا ما توصل المحلل إلى ذلك النمط فيمكنه عندئذ التنبؤ

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 242، 247، 248.

بالتطورات المستقبلية للسوق ولو بصورة تقريبية، والتي على ضوءها يتم إتخاذ القرار الاستثماري السليم في التوقيت المناسب؛

- **تقدير مخاطر المحفظة:** يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة أوراقه المالية، وذلك من خلال حساب معامل الانحدار (معامل الخطر β) بين معدل العائد على الاستثمار في محفظته ومعدل العائد على محفظة السوق، الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة. هذا، ولقد اتسعت مجالات استخدام المؤشرات فلم تعد مقتصرة على كونها أداة للتعرف على اتجاه السوق، فلقد أصبحت من الأدوات المالية التي تُباع وتُشتري في البورصات شأنها في ذلك شأن أية ورقة مالية عادية.

2.2- أنواع المؤشرات:

يوجد معيارين لتقسيم المؤشرات، وهما معيار وظيفتها ومعيار إمكانية تداولها:¹

المعيار الأول: تقسيم المؤشرات من حيث الوظيفة

- ✓ **مؤشرات عامة:** تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية للدولة المعنية، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، وأن جميع القطاعات مُثَّلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، وفي هذه الحالة يمكن القول أن السوق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة محل الدراسة؛
- ✓ **مؤشرات قطاعية:** تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات: مؤشر داو جونز للصناعة ومؤشر ستاندرد أند بور للخدمات العامة (لنا عودة لهما لاحقاً).

المعيار الثاني: تقسيم المؤشرات من حيث إمكانية التداول

- ✓ **مؤشرات متداولة:** هي مؤشرات يتم تداولها في أسواق مالية خاصة بها، وأول بورصة من هذا النوع قد فُتحت في كنساس سيتي بالولايات المتحدة الأمريكية عام 1982م، وكمثال على ذلك: مؤشر Nikkei 225 و Nasdaq 100؛
- ✓ **مؤشرات غير متداولة:** وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل: مؤشر داو جونز وكافة مؤشرات البورصات العربية.

¹ - حسين قبلا، مؤشرات أسواق الأوراق المالية - دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، المجلد 11، العدد 11، تاريخ النشر 1-6-2011، ص ص: 91-110.

ويُشار إلى وجود العديد من المؤشرات سواءً من حيث طريقة الحساب أو الهدف أو القابلية للتحويل أو الجهة المشرفة، ولقد وصل تنوع وتطور المؤشرات إلى درجة إنشاء مؤشرات المؤشرات.

3.2- كيفية بناء المؤشرات:

تقوم المؤشرات في عملية بنائها على أربعة أسس هي عينة ملائمة، تحديد واضح للأوزان لكل مفردة (سهم) داخل العينة، طريقة واضحة وبسيطة لحساب قيمة المؤشر. وذلك على النحو التالي:¹

1.3.2- ملائمة العينة:

يُقصد بالعينة مجموعة الأوراق المالية (التي تتداول في السوق المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما) المستخدمة في حساب المؤشر، هذه العينة ينبغي أن تكون ملائمة من ثلاثة جوانب هي الحجم، الاتساع، المصدر:

- **الحجم:** القاعدة العامة أنه كلما زاد عدد الأوراق المالية التي يتضمنها المؤشر كلما كان أكثر تمثيلاً لحالة السوق؛

- **الاتساع:** يُقصد به أن تُغطّي العينة المختارة القطاعات المختلفة في السوق دون تحيز؛

- **المصدر:** يُقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، إذ ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه تلك الأوراق وليكن سعر الإقفال مثلاً.

2.3.2- الأوزان النسبية لمفردات العينة:

يُقصد بالأوزان القيمة النسبية للسهم داخل العينة أي نسبة تمثيل المؤسسة في المؤشر (مع التأكيد طبعاً على أنّ مجموع الأوزان تساوي الواحد دائماً)، وفي هذا الصدد توجد ثلاث مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر هي مدخل الوزن على أساس السعر، مدخل تساوي الأوزان، مدخل الوزن على أساس القيمة.

1.2.3.2- مدخل الأوزان على أساس السعر: طالما يوجد سهم واحد لكل مؤسسة مختارة لبناء المؤشر، فإن وزن كل سهم يتحدد آلياً على أساس نسبة سعر السهم إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر، ويُعرف هذا المجموع بالقيمة المطلقة للمؤشر (Index Value).

¹ - تم إعداده اعتماداً على:

- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 249-258.

- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص ص: 41-49.

مثال رقم (01):

فيما يلي مثال عن حساب القيمة المطلقة للمؤشر باستخدام مدخل السعر:

السهم	P_1	W_1	P_2	W_2
A	50	0,5	80	0,53
B	40	0,4	50	0,33
C	10	0,1	20	0,13
القيمة المطلقة للمؤشر	100		150	

بحيث:

P_1 : سعر السهم في نهاية الفترة الزمنية الأولى (كأن تكون يوم، سنة... إلخ)؛

P_2 : سعر السهم في نهاية الفترة الزمنية الثانية؛

W_1 : وزن السهم داخل المؤشر في الفترة الأولى؛

W_2 : وزن السهم داخل المؤشر في الفترة الثانية.

وتماً يُؤخذ على هذا المدخل أنّ الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده، والذي قد لا يكون مؤشراً على أهمية المؤسسة أو حجمها، فالمؤشر يتحيز لصالح الأسهم ذات الأسعار المرتفعة نسبياً، أي يكون تابعاً في تغيراته لها.

فالمؤشر قد يرتفع في بعض الحالات بالرغم من انخفاض الغالبية العظمى لكل الأسهم المكوّنة له، نتيجة ارتفاع أسعار عدد قليل جداً من أسهم المؤسسات مرتفعة القيمة، أي أنّ المؤشر قد يُسجّل ارتفاعاً على الرغم من الانخفاض العام لأسعار السوق.¹

يُضافُ إلى ذلك أنّ استخدام المدخل المذكور من شأنه أن يُسبّب خللاً في المؤشر إذا ما حدث اشتقاق في أحد أسهم العينة، حيث ينخفض سعر السهم المعني (المشتق) ويرتفع عدد الأسهم مما يقلل وزنه وأهميته أي تأثيره على قيمة المؤشر دون سبب موضوعي.

2.2.3.2- مدخل الأوزان المتساوية:

تطبيق مدخل الأوزان المتساوية يعني تساوي إجمالي المبلغ المستثمر في كل نوع من الأسهم المكوّنة للمؤشر في سنة الأساس، لذلك سوف تعكس التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر التغيرات الحقيقية في أداء السوق.

¹ - عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الرابعة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص: 297.

وعملياً، تساوي الأوزان في ظل تباين أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر يتطلب حساب كمية وهمية تتحدد بمقلوب السعر، وذلك حتى تكون القيم (السعر × الكمية الوهمية) متساوية.

القيمة المطلقة للمؤشر وفق هذا المدخل = مجموع (سعر السهم × الكمية الوهمية)

مثال رقم (02):

فيما يلي مثال عن حساب القيمة المطلقة للمؤشر باستخدام مدخل الأوزان المتساوية:

السهم	P ₁	Q	W ₁	P ₂	W ₂	R
A	50	0,020	1,0	80	1,60	0,60
B	40	0,025	1,0	50	1,25	0,25
C	10	0,100	1,0	20	2,00	1,00
القيمة المطلقة للمؤشر			3,0		4,85	

بحيث:

Q: الكمية الوهمية المحسوبة؛

W₁، W₂: القيمة (الوزن) النسبي للسهم داخل المؤشر في الفترتين الأولى والثانية على التوالي وتساوي (P × Q)؛

R: عائد السهم أي قيمة (W₂ - W₁) بالنسبة لكل سهم.

ويُعاب على هذا المدخل أنه يُعطي أوزاناً متساوية للأسهم، رغم احتمال تباين حجم وأهمية المؤسسات التي أصدرتها. يضاف إلى ذلك أنه إذا كان الوزن النسبي متساوياً في السنة الأولى، فإن هذا التساوي دائماً ما يختفي مع التغير في الأسعار.

3.2.3.2- مدخل الأوزان حسب القيمة:

يُعطى الوزن النسبي للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية (الرسمة) لكل مؤسسة في المؤشر، وتُحسب عندئذ القيمة المطلقة للمؤشر بجمع تلك القيم، أي مجموع سعر أسهم كل مؤسسة في عددها.

مثال رقم (03):

فيما يلي مثال عن حساب القيمة المطلقة للمؤشر باستخدام مدخل القيمة:

السهم	Q	P ₁	MV ₁	P ₂	MV ₂
A	60	50	3000	80	4800
B	70	40	2800	50	3500
C	120	10	1200	20	2400
القيمة المطلقة للمؤشر			7000		10700

بحيث:

Q: عدد أسهم المؤسسة؛

MV₁, MV₂: القيمة السوقية (Q × P) لأسهم المؤسسة في الفترتين على التوالي.

وبذلك يتجنب هذا المدخل العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالمؤسسات التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر، بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، وهذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يُحدث أي خلل في المؤشر.

وإذا كانت للمؤشرات المحسوبة على أساس القيمة كل هذه المزايا، إلا أنه يُؤخذ عليها تحيزها للأسهم ذات القيمة السوقية الكبيرة مُتجاهلةً بذلك الأسهم التي تُصدرها المؤسسات الصغيرة من حيث كمية الأسهم المصدرة.

نلاحظ أن كل مدخل يُعطي نتائج مختلفة لذا ينبغي أن يكون المستثمر مُدركاً للأسس التي تُحسب على أساسها المؤشرات، حتى يمكنه مقارنة أداء محفظة أوراقه المالية بأداء السوق، وهو ما يتطلب منه حساب عائد المحفظة بنفس الطريقة التي يُحسب بها عائد المؤشر محل المقارنة.

3.3.2- إجراءات حساب قيمة المؤشر:

بعد إختيار العينة وتحديد الوزن النسبي لكل سهم فيها وفق المدخل المناسب وحساب القيمة المطلقة تبعاً له، يتم حساب القيمة المتوسطة للمؤشر التي تتغير بصفة دائمة وبحركية مستمرة، وتُحسب هذه القيمة في أوقات زمنية جد قصيرة عادةً ما تكون أقل من دقيقة.

وفي مؤشر البورصة في الواقع تظهر عادة على شاشة التداول قيمة التغير في المؤشر على شكل (X نقطة) أو (X %)، وهي التي تُعطى بعد إشارة (Δ) التي تتخذ اللون الأخضر في حالة الصعود وإشارة (∇) التي تتخذ اللون الأحمر في حالة النزول.

وتختلف المؤشرات من حيث الكيفية التي تُحسب بها قيمتها، وفي هذا الصدد هناك مجموعة من المؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية، ومجموعة أخرى تُحسب قيمتها على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر، سواءً كان متوسط حسابي وهي الحالة الشائعة أو كان متوسط هندسي في عدد قليل منها.

وفيما يلي توضيح لكيفية حساب القيمة المتوسطة للمؤشر أي متوسط عائد أسهم المؤشر في كل حالة:

1.3.3.2- المتوسط الحسابي:

$$\frac{\text{مجموع أسعار أسهم العينة في الزمن } t}{\text{عدد أسهم العينة}} = \text{القيمة المتوسطة للمؤشر}$$

$$I_t = \frac{\sum_{i=1}^N P_i}{N}$$

بحيث:

P_i : أسعار الأسهم i و $i = 1, 2, 3, \dots, N$ ؛

N : حجم العينة أي عدد الأسهم التي يقوم عليها المؤشر؛

I : المؤشر (Index)؛

وتعتبر هذه الطريقة هي الشائعة الاستخدام مثل مؤشر (DJIA 30) الأمريكي ومؤشر (Nikkei 225) الياباني.

ومن عيوبها عند اشتقاق (تجزئة) الأسهم فإن أسعارها سوف تنخفض ويقل وزنها أو تأثيرها في المؤشر وينحرف نحو الأسفل، ولهذا أغلب المؤشرات تُعدّل المقام.

مثال رقم (04):

بالعودة إلى المثال رقم (01) نجد أنّ القيمة المتوسطة للمؤشر هي:

$$I_1 = \frac{\sum_{i=1}^n P_i}{N} = \frac{100}{3} = 33,33 \text{ نقطة}$$

$$I_2 = \frac{\sum_{i=1}^n P_i}{N} = \frac{150}{3} = 50 \text{ نقطة}$$

ومنه فإن معدل العائد على المؤشر (Return on index) أي التغير الذي يطرأ على القيمة المتوسطة للمؤشر بين

$$\text{فترتين زمنييتين } t_1 \text{ و } t_2 \text{، هو: } \%50 = \%100 \times \frac{33,33-50}{33,33}$$

هذا يعني أن العائد على المؤشر ارتفع بنسبة 50% في الفترة الثانية مقارنة بالأولى.

وبالعودة إلى المثال رقم (02) نجد أنّ القيمة المتوسطة للمؤشر هي:

$$I_1 = \frac{3}{3} = 1 \text{ نقطة}$$

$$I_2 = \frac{4,85}{3} = 1,62 \text{ نقطة}$$

$$\%62 = \%100 \times \frac{1-1,62}{1} =$$

ومنه فإن معدل العائد على المؤشر = 62% في الفترة الثانية مقارنة بالأولى.

2.3.3.2- المتوسط الهندسي:

$$I_t = \sqrt[N]{P_1 \times P_2 \times \dots \times P_N} \text{ أو } I_t = (P_1 \times P_2 \times \dots \times P_N)^{\frac{1}{N}}$$

بحيث:

N: حجم العينة؛

مثل مؤشر الفاياننشال تايمز 30، ومؤشر Value line الأمريكي، والمؤشر العام لبورصة نيويورك. يُعابُ عليه ارتفاعه ببطء شديد وانخفاضه بسرعة شديدة مُقارَنة بالمؤشرات المحسوبة على أساس المتوسط الحسابي.

مثال رقم (05):

بالعودة إلى مثالنا نجد أن القيمة المتوسطة للمؤشر هي:

$$I_1 = \sqrt[3]{50 \times 40 \times 10} = 27,14 \text{ نقطة}$$

$$I_2 = \sqrt[3]{80 \times 50 \times 20} = 43,09 \text{ نقطة}$$

$$\%58,77 = \%100 \times \frac{27,14-43,09}{27,14} =$$

هذا يعني أنَّ العائد على المؤشر ارتفع بنسبة 58,77% في الفترة الثانية مقارنة بالأولى.

3.3.3.2- الأرقام القياسية:

بالنسبة للمؤشرات المحسوبة على أساس الأرقام القياسية للأسعار فهي تتخذ الرقم القياسي للأسعار المرجح بالكميات لباش Paasche أساساً لها، والذي يأخذ الشكل التالي:

$$\text{Paasche's index}_t = \frac{\sum p_t Q_t}{\sum p_0 Q_t} \times I_0$$

بحيث:

p₀: سعر سهم المؤسسة في سنة الأساس؛

P_t : سعر سهم المؤسسة في سنة المقارنة t؛

Q_t : كمية أو عدد أسهم المؤسسة في سنة الأساس؛

I_0 : القيمة الأولية المعطاة للمؤشر المحسوب بالرقم القياسي، وهي في سنة الأساس عادة 100 أو 1000 نقطة وذلك لاستعمالها في المقارنة.

مثال رقم (06):

بالعودة إلى المثال رقم (03) وبافتراض أن قيمة المؤشر سنة الأساس هي 1000 نقطة نجد القيمة المتوسطة للمؤشر في الفترة t هي:

$$I_t = \frac{10700}{7000} \times 1000 = 1528,57 \text{ نقطة}$$

4.2- أهم مؤشرات الأسواق المالية عبر العالم:

لقد أدت الثورة الهائلة في تكنولوجيا المعلومات والاتصالات إلى ظهور العديد من المؤشرات* والتي تتكفل جهات عديدة بإصدارها مثل صناديق الاستثمار، الصحف الكبرى، المؤسسات المالية فضلاً عن الأسواق المالية بحد ذاتها. بحيث تقوم كل منها بتصميم مؤشرات بطريقتهم تتفق مع الحاجات المتنوعة للمستفيدين منها، ولهذا يمكن أن نجد لسوق واحدة عدة مؤشرات يترأسها أحدهم، وتمثل أهم مؤشرات الأسواق المالية على المستوى العالمي في كل من:

1.4.2- في الولايات المتحدة الأمريكية: يمكن تصنيف المؤشرات في هذه الدولة إلى مجموعتين رئيسيتين تتمثل أولاهما في المؤشرات التي يُحتسب فيها الوزن النسبي داخل العينة على أساس السعر الذي يباع به السهم، أما الثانية فتتمثل في المؤشرات التي يُحتسب فيها الوزن النسبي على أساس القيمة السوقية الكلية للأسهم التي أصدرتها المؤسسة، ومن أبرز أمثلة هذين النوعين على الترتيب نجد:¹

✓ **مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة "DJIA":** يُعتبر هذا المؤشر أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً، إذ نُشر لأول مرة في صحيفة "وول ستريت" في 3 جويلية 1884م وذلك باسم الشخص الذي صمّمه وهو "Charles Henry Dow" وشريكه "Edward Jones"، بحيث قام المؤشر في البداية على عينة مُكوّنة من 9 أسهم لتسع مؤسسات صناعية، إرتفع حجمها إلى 12 سهم في 26 ماي 1898م، ثم إلى 20 سهم في عام

* - وبالرغم من هذه التطورات إلا أن بعض الأسواق لا تزال بدون مؤشرات خاصة بها، وإنما تعتمد على مؤشرات عامة مثل حجم السوق الذي يُعبر عنه ب: القيمة السوقية أو عدد المؤسسات المدرجة، وسيولة السوق التي يعبر عنها بحجم التداول أو معدل الدوران، ودرجة تركيز التداول... للمزيد أنظر: عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 260-270.

1916م، وفي عام 1928م ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة.

هذا، ومثل تلك الأسهم 30 مؤسسة، أي بمعدل سهم لكل مؤسسة تتسم بارتفاع قيمتها السوقية وبالعراقية وبضخامة الحجم وعدد المساهمين، وبالرغم من الانتقادات التي توجّه لهذا المؤشر خصوصاً ما تعلق بحجم العينة الضيقة وطريقة حسابه التي تقوم على أساس مدخل تحديد الأوزان حسب السعر، إلا أنه يبقى أكثر مؤشرات السوق شهرة وأوسعها استخداماً؛

✓ **مؤشر ستاندرد أند بور 500 (S&P 500):** هو مؤشر مُغلق يتكون من 500 سهم تمثل حوالي 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة بسوق نيويورك للأوراق المالية¹، وتتعلق هذه الأسهم ب: 400 مؤسسة صناعية، 40 مؤسسة منافع عامة كالكهرباء والماء، 20 مؤسسة نقل، 40 مؤسسة تعمل في المجال المالي، وكلها مؤسسات كبيرة الحجم تتداول أسهمها إما في إحدى الأسواق الكبيرة أو في السوق غير المنظمة. وقد اشتق من هذا المؤشر أربعة مؤشرات هي: مؤشر الصناعة (400 سهم)، مؤشر مؤسسات المنافع العامة (40 سهم)، مؤشر النقل (20 سهم) ومؤشر المؤسسات المالية (40 سهم).

وعلى عكس مؤشر داو جونز فلا يُعتبر مؤشر ستاندرد أند بور 500 متوسطاً بل رقماً قياسياً لفترة الأساس فيه هي (1941م-1943م) أُعطيت للمؤشر فيها قيمة مقدارها 10 نقطة، وكما سبقت الإشارة إليه فإن المؤشر المذكور هو واحد من بين المؤشرات التي تقوم على مدخل القيمة.

2.4.2- في الدول الأوروبية: يمكن تلخيص أهم المؤشرات المستخدمة في الأسواق المالية الأوروبية فيما يلي:²

✓ **مؤشر فاينانشال تايمز 30 (FTSE 30):** هو مؤشر مُغلق يتكون من 30 سهماً لأكبر المؤسسات في بريطانيا، بحيث يُعتبر من أقدم مؤشرات الأسواق المالية البريطانية وأكثرها استخداماً منذ عام 1935م، ويمثل 35% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في سوق لندن للأوراق المالية ممّا يعكس تحركات السوق بكامله، وهو يعتمد على المتوسط الهندسي في طريقة حسابه التي تقوم على مدخل الأوزان المتساوية؛

✓ **مؤشر كاك 40 (CAC 40):** هو مؤشر مُغلق يتكون من 40 سهماً الأكثر تداولاً في سوق باريس للأوراق المالية، بحيث يعود تاريخ استخدامه إلى 31 ديسمبر 1987 بقيمة قاعدية تُقدّر ب: 1000 نقطة، وحالياً يُستخدم كأصل محل التعاقد للكثير من المشتقات المالية؛

3.4.2- في الدول الآسيوية: فيما يتعلق بالأسواق المالية الآسيوية، فتتمثل أهم مؤشراتنا في كل من:³

¹ - Jérémy Morvan, Op.Cit, P: 100.

² - Ibid, P: 99.

³ - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سبق ذكره، ص: 300.

- ✓ **مؤشر نيكاي 225 (NIKKEI 225):** هو أهم مؤشر للأسهم الآسيوية على الإطلاق، يتكون من أهم وأكبر 225 مؤسسة يابانية مُدرّجة بسوق طوكيو للأوراق المالية ويتم تعديل مكوناته مرة واحدة سنوياً، ويُحتسب يومياً من قبل جريدة "Nihon Keizai shimbun" التي تقوم بنشره منذ عام 1971م، وهو متوسط مرجح بسعر السهم بالين الياباني؛
- ✓ **مؤشر هونغ كونغ (HANG SENG):** هو مؤشر مُرَّحَّح بالقيمة السوقية لـ 33 مؤسسة تمثل نحو 70% من القيمة السوقية الإجمالية لسوق هونغ كونغ للأوراق المالية، مكونات المؤشر تتوزع بين أربع قطاعات هي: التجارة والصناعة، المالية، المرافق العامة، العقارات، حيث بدأ المؤشر بقيمة أساس تُقدَّر بـ 100 نقطة في 31 جويلية 1964.

4.4.2- في الدول العربية: توجد العديد من المؤشرات في الأسواق المالية العربية، وسنختار فيما يلي أكثرها شيوعاً واستخداماً، مع التطرق إلى حالة الجزائر:

- ✓ **مؤشر EGX 30 في مصر (المعروف بمؤشر CASE 30 سابقاً):** هو مؤشر تمَّ تصميمه وحسابه بمعرفة سوق الأوراق المالية المصرية والتي بدأت في نشر بياناته إعتباراً من 2 فيفري 2003 عن طريق مُروجو البيانات، نشرت السوق، الموقع الإلكتروني للسوق، الصحف... إلخ، وقد كان يوم 2 جانفي 1998 هو تاريخ بداية المؤشر بقيمة أساس تبلغ 1000 نقطة، ويضم المؤشر أعلى 30 مؤسسة من حيث السيولة والنشاط ويتم ترجيحه بالقيمة السوقية؛¹
- ✓ **مؤشر سوق عمان المالي (الأردن):** بدأ سوق عمان المالي منذ عام 1992م باحتساب رقم قياسي جديد مُرَّحَّح بالقيمة السوقية، وتمَّ تحديد تاريخ 31 ديسمبر 1991 كفترة أساس بقيمة قاعدية تساوي 100 نقطة تم تغييرها إلى 1000 إعتباراً من بداية عام 2004م، ويقوم هذا الرقم على أساس عينة مُكوَّنة من 50 مؤسسة مُمثَّلة للسوق تم رفعها إلى 60 مؤسسة عام 1994م وإلى 70 مؤسسة عام 2001م وإلى 100 مؤسسة عام 2007م، ولاختيار هذه العينة تمَّ إعتداد خمس معايير تعكس حجم المؤسسات ومدى سيولتها حيث تتمثل هذه المعايير في كل من القيمة السوقية للمؤسسة وعدد أيام التداول ومعدل دوران السهم وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة، كما يتم أخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند إختيار العينة؛²
- ✓ **مؤشر بورصة الجزائر "DZAIR INDEX":** إنطلقت بورصة الجزائر في استخدام مؤشر مرجعي أُطلِّقت عليه تسمية "دزاير اندكس" (DZAIR INDEX)، يضم إجمالي المؤسسات المدرجة في السوق

¹ - مؤشر EGX30، متاح على الموقع: " <http://www.egx.com.eg/ar/Overviewegx30.aspx?nav=1> "، إطلع عليه في: "19 جانفي 2023"، على الساعة "16:39".

² - المؤشرات الرئيسية، متاح على الموقع: " <https://www.ase.com.jo/ar/asar-alswq/mwshrat/almwshrat-alryysyt> "، إطلع عليه في: "19 جانفي 2023"، على الساعة "18:00".

الرئيسية من مختلف القطاعات، ويُفترض أن يعكس الاتجاه العام للسوق، وتتم عملية تسيير وحساب مؤشر دزاير اندكس من قبل رسمي المقصورة لشركة تسيير بورصة القيم (SGBV).

ويتم حسابه بإتباع مبدأ ترجيح الرسملة العائمة للسوق، بحيث يكون وزن كل قيمة مُتضمَّنة في المؤشر مُوافقة لعدد الأسهم القابلة للتداول لكل مؤسسة مدرجة بالبورصة، ويتم حساب المؤشر اعتماداً على أسعار قيم العينة عند الإغلاق في نهاية كل حصة تداول على أساس 1000 نقطة ابتداءً من تاريخ 03 جانفي 2008.¹

5.4.2- مؤشرات مورغان ستانلي* لرؤوس الأموال الدولية "MSCI":

تقوم مؤسسة مورغان ستانلي بحساب مؤشرات للأسواق المالية العالمية، والتي صارت تسترشد بها أغلب المؤسسات الاستثمارية بالعالم في الثلاثين عاماً الأخيرة، لقياس ومقارنة أداء إستثماراتهم مع أداء السوق ككل، وتقوم بتطبيق منهج واحد في بناء وتحديث مؤشرات لـ 23 سوقاً متقدماً و26 ناشئاً.

بحيث تتمثل الأنواع الرئيسية لهذه المؤشرات في:²

✓ **مؤشر مورغان ستانلي للأسواق الناشئة:** هو مؤشر مُرَجَّح بالقيمة السوقية للأسهم حرة التداول، يقوم بقياس أداء الأسواق المالية الناشئة على مستوى العالم، بحيث في ديسمبر 2003 ضمَّ هذا المؤشر 26 دولة من الدول الصاعدة إقتصادياً منها ثلاثة عربية: مصر، الأردن والمغرب؛

✓ **مؤشر مورغان ستانلي لجميع دول العالم:** هو مؤشر مُرَجَّح بالقيمة السوقية للأسهم حرة التداول، يقوم بقياس أداء الأسواق المالية لكلِّ دول العالم المتقدم منها والنامي، بحيث في ديسمبر 2003 ضمَّ هذا المؤشر 49 دولة منها ثلاثة عربية: مصر، الأردن والمغرب؛

✓ **مؤشر مورغان ستانلي (للأسواق الناشئة) أوروبا، الشرق الأوسط وإفريقيا:** وهو مؤشر مُرَجَّح بالقيمة السوقية للأسهم حرة التداول، يقوم بقياس أداء الأسواق المالية الناشئة للدول الأوروبية والشرق الأوسطية والإفريقية، بحيث في ديسمبر 2003 ضمَّ هذا المؤشر المعروف بـ "EM EMEA" 10 دول هي جمهورية التشيك، المجر، بولندا، روسيا، تركيا، الأردن، مصر، المغرب وجنوب إفريقيا.

¹ - ريمة بلفيطح، اختبار نموذج السير العشوائي في بورصة الجزائر - تحليل سلوك المؤشر **Dzair Index** للفترة (2008-2015)، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف - المسيلة، المجلد 10، العدد 17، تاريخ النشر 31-5-2017، ص: 265-279.

^{*} - تُعتَبَر مؤسسة مورغان ستانلي إحدى أكبر المؤسسات المالية الأميركية، تم إنشاؤها في سبتمبر 1935 في نيويورك كمقر مركزي لها إلى جانب مئات الفروع في عشرات الدول، بحيث تمتلك مورغان ستانلي حوالي 600 فرع في 33 دولةً ويشغل لديها حوالي 45 ألف موظف، وقد تم تغيير شكلها في سبتمبر 2008 لتصبح مورغان ستانلي مؤسسة مصرفية قابضة تخضع لضوابط مجلس الاحتياطي الاتحادي (البنك المركزي الأمريكي).

² - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سبق ذكره، ص: 301.

وفي ختام دراستنا لموضوع مؤشرات الأسواق المالية، فلا بد من الإشارة إلى أنه وحتى يستطيع المستثمر أو صانع القرار أو الباحث الاستفادة من الخدمات التي تقدمها هذه المؤشرات، فلا بد أن يكون مُدركاً للمداخل والطرق المستخدمة في حسابها وذلك حتى يتمكن من مقارنة أداء محفظة أوراقه المالية بأداء السوق ككل، أي من خلال قيامه بحساب العائد على محفظته باستخدام نفس المدخل والطريقة التي تمَّ على أساسها احتساب قيمة المؤشر وبالتالي معدل العائد عليه.

المحور السادس: الأسواق المالية الإسلامية

يهدف هذا المحور إلى:

- ➔ تسليط الضوء على ماهية الأسواق المالية الإسلامية؛
- ➔ تقديم أدوات التمويل في الأسواق المالية الإسلامية.

1. ماهية الأسواق المالية الإسلامية:

إنَّ السوق المالية التقليدية من حيث أصل فكرتها تؤدي دوراً أساسياً ومهماً في النمو الاقتصادي، إلا أنَّ هذه السوق في حالتها الراهنة ليست النموذج المحقّق لأهداف الاقتصاد الإسلامي وغاياته علاوة على أهداف أطراف المتعاملين في السوق المالية الإسلامية، بل إنَّ السوق المالية التقليدية يترتب عليها العديد من الآثار التي تعيق التنمية، خاصةً بعد التغيرات الهيكلية التي شهدتها بورصات الأوراق المالية من حيث التحرر المالي، والحد من القيود أمام الاستثمار الأجنبي، وحرية تدفق رؤوس الأموال وإستثمارها عبر الحدود، وانفتاح الأسواق بعضها على بعض مما سهل إنتقال مخاطر الأزمات المالية عبر الحدود وبين الأسواق، لاسيما وأنَّ أسباب الأزمات وإختيار البورصات متعددة ومتداخلة، ترجع غالباً إلى أخطاء في سلوك المستثمرين والمؤسسات، حيث تُشير التجارب العالمية والعربية إلى بعض الأسباب الرئيسية والتي من أهمها المضاربة غير المشروعة، العقود الوهمية، الممارسات غير الأخلاقية وغير القانونية، الفشل في تنظيم السوق، ضعف الإفصاح والشفافية، والهروب المفاجئ لرؤوس الأموال. كل هذه الأسباب وغيرها تدفع إلى إيجاد سوق مالية إسلامية كفأة وذات ربحية اقتصادية، وهذا لا يتحقق إلا بتوفر مجموعة من الشروط والضوابط الشرعية والقانونية، والاقتصادية والفنية والمهنية التي تجعل من هذه السوق تجمع بين ما هو متوافق مع الشريعة الإسلامية وبين الكفاءة المهنية.¹

¹ - رائد نصري أبو مؤنس وخديجة شوشان، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، بحث مُقدّم للمشاركة في المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي ضمن المحور السادس المعنون ب: تعزيز الأرضية التنظيمية والتشريعية للأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية، إسطنبول، يومي 9-10 سبتمبر 2013، ص: 1.

1.1- نشأة السوق المالية الإسلامية:

يرجع التعامل بالأوراق المالية الإسلامية إلى تاريخ ظهور فكرة أسلمة الأوراق المالية ووضعها في قالب إسلامي بضوابط شرعية وفق أسس الاقتصاد الإسلامي، حيث طُرحت فكرة سندات المقارضة (صكوك المضاربة) لأول مرة من طرف الدكتور سامي حسن حمود بمناسبة قيامه بإعداد مشروع قانون البنك الإسلامي الأردني، الذي صدر بالأردن بموجب القانون رقم 13 عام 1978م، ثم تبني فكرة إصدار قانون خاص لسندات المقارضة لإعمار الأملاك الوقفية حيث صدر القانون رقم 10 لعام 1981م، ثم طرحت تركيا صكوكاً للمشاركة لتمويل بناء جسر مُعلّق عام 1984م، إلى أن جاء الدكتور سامي حمود بفكرة سوق مالية إسلامية، وذلك خلال طرح فكرته في ندوة البركة الثانية المنعقدة في تونس عام 1984م.

ولقد تواصلت النداءات بعد ذلك بضرورة إنشاء سوق رأس المال الإسلامية لتكون بمثابة سوق ثانوية مكملّة للسوق الأولية التي بدأت تظهر بوادرها في إصدار بعض البنوك الإسلامية لبعض أنواع الصكوك والشهادات، وبقيت فكرة هذه السوق عبارة عن كتابات وأدوات يُتعمَل بها في الأسواق الوضعية، وقد سعت مجموعة من الدول إلى إنشاء هذه السوق وعلى سبيل المثال فقد أنشأت سوق رأس المال الإسلامية في ماليزيا عام 1994م.¹

2.1- مفهوم السوق المالية الإسلامية:

لا يختلف مفهوم السوق المالية الإسلامية عن مفهوم السوق المالية التقليدية من حيث الجوهر وطبيعة العمل، إلا أنّها تتميز عنها بانضباطها بأحكام الشريعة الإسلامية، وخُلُوّها من كافة المخالفات والمخاير الشرعية.

ويمكن تعريف السوق المالية الإسلامية على أنّها:

الإطار أو المجال الذي يتم من خلاله نقل الفوائض النقدية والمالية من الوحدات المدخّرة الراغبة في التوظيف اللا ربوي لمدخراتها، إلى الوحدات المستثمرة الباحثة عن التمويل اللا ربوي لمشاريعها، فهي سوق تقوم على الالتزام الشرعي في جميع هيئاتها ومؤسساتها وتعاملاتها وصفقاتها وأدواتها المتداولة فيها.²

ومن هذا التعريف يمكن توضيح الجوانب المختلفة للسوق المالية الإسلامية كما يلي:³

¹ - مفتاح صالح وسلطان مونية، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، المجلد 7، العدد 1، تاريخ النشر 8-6-2013، ص: 269-294.

² - شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية - دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2013-2014، ص: 3، 10.

³ - نفس المرجع أعلاه، ص: 10.

- تَسْتَمِدُّ السوق المالية الإسلامية مفهومها من مفهوم السوق المالية بشكل عام، إذ تمثل الآلية التي يتم من خلالها حشد وتجميع المدخرات من أصحاب الفائض التمويلي وتحويلها إلى أصحاب العجز التمويلي، من خلال إصدار أدوات مالية مُعَيَّنة وتداولها (مع الاستعانة بالوسطاء)؛
- ينبغي أن تكون الأدوات المالية التي يتم التعامل بها في السوق المالية الإسلامية، تتوافق وأحكام الشريعة الإسلامية إصداراً وتداولاً كالأسهم العادية مثلاً، في حين لا يجوز التعامل بالسندات لاشتمالها على الفائدة الربوية؛
- ينبغي أن تكون كل العمليات والمعاملات التي تتم في السوق المالية الإسلامية، خالية من كافة المحاذير الشرعية... إلخ؛
- تهدف السوق المالية الإسلامية إلى المساهمة الفعلية في تحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية خاصة في الدول الإسلامية، وذلك من خلال تركيزها على الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي.

3.1- خصائص السوق المالية الإسلامية:

- تتميز الأسواق المالية الإسلامية بخصائص عديدة مُقارَنةً بغيرها من الأسواق التقليدية، ويمكن ذكر أهم هذه الخصائص في النقاط التالية:¹
- **خلو عمليات السوق المالية الإسلامية من كافة المحظورات الشرعية:** تُعدُّ هذه الخاصية من أهم ما يميز السوق المالية الإسلامية عن نظيرتها التقليدية، فينبغي في السوق المالية حتى تكون إسلامية أن تكون جميع عملياتها خالية من أي محظور شرعي مثل: الربا، الغرر، القمار والميسر، التحكم في الأسعار والاحتكار، البيع على المكشوف... إلخ²؛
- **خضوع السوق المالية الإسلامية لهيئة الرقابة الشرعية:** تتميز الأسواق المالية الإسلامية عن غيرها من الأسواق التقليدية بوجود هيئات الرقابة الشرعية، التي تُعدُّ أحد أركان البنوك والمؤسسات المالية الاستثمارية الإسلامية وشرياتها وصمام أمانها الذي يحفظها من الانحراف عن المنهج الذي قامت عليه؛
- **الاهتمام بالسوقين الأولية والثانوية بشكل متوازن:** تضم السوق المالية الإسلامية ضمن مكوناتها الأساسية السوقين الأولية والثانوية وتهتم بهما بشكل متكافئ، وتعتبر أن معيار كفاءة الأسواق المالية هو مدى تمويلها للمشاريع، ولا تُركِّز على حجم التداول.

¹ - بوزمارن وسيلة وناصر المهدي، تقويم تجربة ماليزيا في الأسواق المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، الجزائر، المجلد 1، العدد 16، تاريخ النشر 2017-1-1، ص ص: 41-50.

² - خالد محمود الزهار ورامي صالح عبده، نحو أسواق مالية إسلامية، مداخلة ضمن المؤتمر العلمي الأول حول " الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة "، المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية، غزة، يومي 8-9 ماي 2005، ص ص: 14-18.

4.1- مبادئ السوق المالية الإسلامية:

تقوم السوق المالية الإسلامية على عدة مبادئ، وهي كالتالي:¹

- الالتزام بالضوابط الأخلاقية والشرعية: التي تُعتبر ركيزة أساسية لقيام أية سوق مالية إسلامية؛
- المنافسة الحرة والعادلة: أي يجب أن تخلو هذه المنافسة مما يشوبها من شبهات تمس بالمبدأ السابق؛
- حرية الأسعار: وتكون مبنية على آلية العرض والطلب، ومن المعلوم أنَّ السوق التي تسودها المنافسة الكاملة فإن أسعارها تتحدد وفقاً لآلية العرض والطلب؛
- الاستثمار الحقيقي وليس الوهمي: نعني بها عدم السماح للمضاربات بتجاوز دورها الاقتصادي في الترحيح من حيث الوقت والمكان، وتصبح غاية في حد ذاتها، وبالتالي تصبح العملية كلها لعبة حظ تضر بالاستثمار الحقيقي؛
- الإفصاح: لقد أعطى الإسلام أهمية كبيرة لدور المعلومات في السوق، فأمر بتوفير المعلومات كاملة للمشتريين والبائعين عن جوانب المعاملة المختلفة التي هم بصدد القيام بها، ولا سيما إذا كانت تلك المعلومات مؤثرة في سعر السلعة؛
- المساهمة الحقيقية في التنمية الاقتصادية: من شروط تحقيق أي تقدُّم في الاقتصاد أن تكون الاستثمارات فيه حقيقية وهذا ما يتميز به الاقتصاد الإسلامي، فهو اقتصاد تنمية ويرجع ذلك بالمثل على الأسواق المالية الإسلامية.

5.1- أهمية السوق المالية الإسلامية:

تحظى الأسواق المالية بأهمية كبيرة خاصة بالنسبة للدول الإسلامية، وتتجلى هذه الأهمية فيما يُمكن أن تُقدِّمه لتنمية الاقتصاد، والتي تتمثل خاصة فيما يلي:²

- تلبية احتياجات المستثمرين الذين يتجنبون التعامل بالفوائد الربوية: تعمل السوق المالية الإسلامية على تعبئة وتجميع المدخرات وتوجيهها لتمويل مختلف المشاريع والأنشطة الاستثمارية المنتجة، وذلك من خلال نشر الوعي الادخاري الإسلامي واستقطاب الأموال المكتنزة. وحتى تنجح السوق المالية الإسلامية في تحقيق أهدافها ينبغي أن تكون جميع مستويات هذه السوق ومعاملاتها تنسجم مع مبادئ وضوابط الشريعة الإسلامية، وهو ما تبحث عنه فئة المستثمرين الذي يرفضون التعامل بالفوائد الربوية بعد أن امتنعوا عن استثمار أموالهم في الأسواق المالية التقليدية لما يشوبها من مخالفات شرعية؛

¹ - مفتاح صالح وسلطان مونية، مرجع سبق ذكره، ص: 269-294.

² - بوزمارن وسيلة وناصر المهدي، مرجع سبق ذكره، ص: 41-50.

- التخلص من التبعية المالية والاقتصادية وتوفير التمويل اللازم: تساهم السوق المالية الإسلامية في تدعيم اقتصاديات الدول الإسلامية وتحقيق التكامل والتوازن فيما بينها، مما يساهم في بناء اقتصاد إسلامي يمكن من خلاله التخلص والتحرر من سيطرة وقيود التبعية الاقتصادية والمالية التي تعاني منها معظم الدول الإسلامية، وبالتالي المساعدة على تحقيق الاستقرار الاقتصادي في هذه الدول. كما تساهم السوق المالية الإسلامية أيضاً في تسريع وتنشيط اقتصاديات الدول الإسلامية وحمايتها من آثار الركود والتباطؤ في معدلات النمو الاقتصادي؛
- إعادة توطين الأموال الإسلامية المُستثمرة في الخارج: يمكن للأسواق المالية الإسلامية أن تقوم بدور بالغ الأهمية في مجال إعادة توطين الأموال المستثمرة في الخارج، خاصة بالنسبة للاستثمارات الخارجية التي تعود للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، وبالتالي فإن استعادة هذه الأموال سيققل من اعتماد دول العالم الإسلامي على مصادر التمويل الخارجي الباهضة التكاليف؛
- توفير الإطار الشرعي المناسب لعمل البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية: يكمن المبرر الأساسي لقيام سوق مالية إسلامية بالدرجة الأولى، في كونها تؤدي إلى توفير الإطار الشرعي الذي يلاءم ويواكب طبيعة عمل البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، وذلك في أعقاب التوسع والانتشار الذي شهده العمل المصرفي والمالي الإسلامي. وبالتالي فوجود هذه السوق من شأنه زيادة قدرة البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية على التوسع في استثماراتها، مما يؤدي إلى تسريع عجلة النمو الاقتصادي في الدول الإسلامية. وعليه فإن وجود سوق مالية إسلامية سيتيح العديد من الفرص الاستثمارية اللازم أمام البنوك والمؤسسات المالية الإسلامية، مما يساعدها في إدارة سيولتها اليومية ويمكنها من منافسة متكافئة مع مثيلاتها من البنوك والمؤسسات المالية التقليدية؛
- قيام السوق المالية الإسلامية على مبدأ المشاركة: إن الاقتصاد الإسلامي هو اقتصاد مشاركة ولا يعتمد على القروض الربوية كوسيلة للتمويل، ولذلك فإن الأوعية التي يمكن من خلالها تعبئة المدخرات عن طريق المساهمة في ملكية رأس المال من جهة والمشاركة في الاستثمار بمخاطره وأرباحه من جهة أخرى، ومنها السوق المالية الإسلامية هي مؤسسات ملائمة للاقتصاد الإسلامي ومناسبة لطبيعته، لأنها توفر الصيغ التي تمكن من توفير التمويل للمستثمرين وتحقيق السيولة للمدخرين ضمن ما يقره الشرع.

2. أدوات التمويل في الأسواق المالية الإسلامية:

يتداول في الأسواق المالية عدد لا بأس به من الخدمات والمنتجات المالية الإسلامية، حيث يحاول المصدرون تلبية احتياجات المستثمرين الذين يسعون للتنوع في اتجاه تلك المنتجات المتوائمة مع الشريعة الإسلامية. تتمثل هذه الخدمات والمنتجات في حزمة من الأدوات المدعّمة بأصول ملموسة كالعقارات، الآلات، أو العربات، أو غيرها من الأصول المادية،

وهي تتمثل أساساً في الأسهم العادية (التي درسناها سابقاً) والصكوك (هذه الأخيرة التي سنفصل فيها باعتبارها مصطلحا جديدا على المقياس):

1.2- الأسهم العادية (Common stocks):

الأسهم العادية المتوافقة مع الشريعة الإسلامية هي شهادات بقيم متساوية تمثل الملكية في المؤسسة المصدرة، فالمساهمون هم ملاكها (ملاك رأس المال) والمسئولون عن إدارتها. وتسمح الشريعة الإسلامية للمؤسسات المساهمة بإصدار الأسهم العادية، ما عدى تلك المؤسسات التي تعمل في حقل أو نشاط غير مشروع مثل الكحول، القمار، التأمين التجاري، والأنشطة غير الأخلاقية، والخدمات المالية الوضعية كالإقراض بفائدة، وغيره من الأنشطة المحرمة شرعاً. وتجدد الملاحظة هنا إلى أن الأسهم العادية المتوافقة مع الشريعة (Shariah – compliant) هي أدوات متداولة في الأسواق المالية الإسلامية ويمكن للهيئات التابعة لهذه الأسواق وكذا المعاهد المتخصصة إنشاء مؤشرات الأسهم الإسلامية، لاستعمالها في الأغراض المختلفة.¹

2.2- الصكوك (Sukuk) أو السندات الإسلامية (Islamic bonds):

1.2.2- مفهوم الصكوك الإسلامية:

عرّفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية الصكوك الإسلامية، التي أُطلقت عليها اسم (صكوك الاستثمار) تمييزاً لها عن الأسهم والسندات التقليدية بأنها: "وثائق متساوية القيمة تُمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو موجودات مشروع معين، أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله".

ويمكن القول أن الصكوك الإسلامية هي: أوراق مالية متساوية القيمة مُحددة المدة، تُصدّر وفق صيغ التمويل الإسلامية تعطي لحاملها حق الاشتراك مع الغير بنسبة مئوية في ملكية وصافي إيرادات أو أرباح وخسائر موجودات مشروع استثماري قائم فعلاً، أو يتم إنشاؤه من حصيلة الاكتتاب. وهي قابلة للتداول والإطفاء والاسترداد عند الحاجة بضوابط وقيود معينة، ويمكن حصر موجودات المشروع الاستثماري في أن تكون أعياناً أو منافع أو خدمات، أو حقوق مالية أو معنوية أو خليط من بعضها أو كلها حسب قواعد مالية إسلامية معينة.²

¹ - جبار محفوظ، الأسواق المالية، الجزء الثاني: الأسواق والأدوات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 216.

² - مريم خليفة المحمري، الإطار النظري للصكوك الإسلامية، الجزء الأول، دائرة المالية، حكومة دبي، بدون تاريخ نشر، ص: 7.

2.2.2- خصائص الصكوك الإسلامية:

هناك خصائص تميز الصكوك الإسلامية عن غيرها من أدوات الاستثمار الأخرى، ساهمت في إنتشارها انتشاراً واسعاً، تتمثل فيما يلي:¹

- تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة: إن مقتضى المشاركات التي يقوم عليها مبدأ إصدار الصكوك من حيث العلاقة بين المشتركين فيها، هو الاشتراك في الربح والخسارة بصرف النظر عن صيغة الاستثمار المعمول بها، حيث تعطي لمالكها حصة من الربح وليس نسبة محدّدة مسبقاً من قيمتها الاسمية، وحصة حملة الصكوك من أرباح المشروع أو النشاط الذي تموله تُحدّد بنسبة مئوية عند التعاقد، فمالكوها يشاركون في غنمها حسب الاتفاق المبين في نشرة الإصدار، ويتحملون غرمها بنسبة ما يملكه كل منهم، وفقاً لقاعدة الغنم بالغرم؛
- وثائق تُصدّر باسم مالكيها بفئات متساوية القيمة: تُصدّر الصكوك بفئات متساوية القيمة لأنها تمثل حصصاً شائعة في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك لتيسير شراء وتداول هذه الصكوك، وبذلك يشبه الصك الإسلامي السهم الذي يُصدّر بفئات متساوية ويمثل حصة شائعة في صافي أصول مؤسسة المساهمة، كما أنه يلتقي في ذلك مع السندات التقليدية والتي تُصدّر بفئات متساوية؛
- تُصدّر وتداول وفقاً للشروط والضوابط الشرعية: تخصص حصيلة الصكوك للاستثمار في مشاريع تتفق مع أحكام الشريعة الإسلامية، كما أنها تقوم على أساس عقود شرعية وفقاً لصيغ التمويل الإسلامية كالمشاركات والمضاربات وغيرها، بضوابط تنظم إصدارها وتداولها.

3.2.2- أهمية الصكوك الإسلامية:

ازدادت أهمية الصكوك الإسلامية كأداة من الأدوات التمويلية لمختلف المشاريع، خاصة بعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008م، حيث شهدت سوق الصكوك الإسلامية نمواً سريعاً وانتشاراً واسعاً في العديد من الدول الإسلامية وغير الإسلامية، باعتبارها أداة تمويلية تحقق مكاسب كبيرة سواء لمصدري هذه الصكوك أو المستثمرين فيها أو المنتفعين منها، وبالتالي فهي ذات أهمية كبيرة للاقتصاديات الوطنية، وذلك على النحو التالي:²

¹ - نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية - تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية: البحرين-، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، عدد 2011/9، تاريخ النشر 11-6-2011، ص ص: 253-264.

² - تم إعداده اعتماداً على:

- زيدان عبد الرزاق، صناعة الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001-2015 الواقع، التحديات والآفاق، مجلة الاقتصاد والمالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، المجلد 5، العدد 1، تاريخ النشر 10-5-2019، ص ص: 102-122.

- شليق رايح وبن قايد الشيخ، دور الصكوك في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة البديل الاقتصادي، جامعة زيان عاشور، الجلفة، العدد الثالث، تاريخ النشر 25-6-2015، ص ص: 128-148.

1.3.2.2- أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمصدر الأصلي:

- تُعتبر عملية التصكيك هي المناخ الأكثر أماناً للكثير من المؤسسات وجمهور المتعاملين، وذلك بسبب إجراءات الاحتياط والرقابة المشددة التي تمارسها المؤسسات والأجهزة المسؤولة عن عمليات التصكيك؛
- تُساعد عمليات التصكيك في الموازنة بين مصادر الأموال واستخداماتها، بما يسهم في تقليل مخاطر عدم التماثل بين آجال الموارد واستخداماتها؛
- يُعتبر تصكيك الأصول بديلاً لطرق التمويل الأخرى كالاقتراض أو زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة، وما ينطوي على كلاهما من قيود ومشاكل؛
- تساعد الصكوك الإسلامية في تحسين ربحية البنوك والمؤسسات ومراكزها المالية، وذلك لأنّ عمليات إصدار الصكوك الإسلامية تُعتبر عمليات خارج الميزانية ولا تحتاج لتكلفة كبيرة في تمويلها وإدارتها؛
- إمكانية اشتراك أكبر عدد ممكن من الأفراد والمؤسسات في العملية الاستثمارية؛
- التمويل بالصكوك لا يؤثر على الحد الائتماني للمؤسسة في البنوك.

2.3.2.2- أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للمستثمرين:

- يُتيح التصكيك أداة قليلة التكلفة مقارنة بالاقتراض البنكي وذلك بسبب قلة الوسطاء والمخاطر المرتبطة بالورقة المالية المصدرة؛
- تعمل الصكوك على تحسين القدرة الائتمانية والهيكل التمويلي للمؤسسات المصدرة لها من حيث أنها تتطلب التصنيف الائتماني للمحافظة بصورة مستقلة عن المؤسسة ذاتها، ومن ثم يكون تصنيفها الائتماني مرتفعاً؛
- توفر عمليات التصكيك فرصاً استثمارية متنوعة للأفراد والمؤسسات والحكومات بصورة تمكنهم من إدارة سيولتهم بصورة مرحة؛
- تُقدّم لصناديق الأوقاف ومؤسسات الضمان التكافلي وصناديق التقاعد فرصة للاستثمار في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت طويل الأجل التي تراعي أحكام الشريعة الإسلامية، وبالتالي فهي تقدم لهم فرصاً استثمارية بديلة تنسجم مع طبيعة التزاماتهم طويلة الأجل؛
- للصكوك الإسلامية تدفقات مالية يمكن التنبؤ بها.

3.3.2.2- أهمية الصكوك الإسلامية بالنسبة للاقتصاد الكلي:

- تفكيك دور الوساطة التقليدية وتقليص دورها بالنسبة للمقترضين كمصدر للتمويل، وذلك بعد إنتقالها من أيدي مؤسسات مالية كبيرة إلى تلك التي تستثمر الأموال مباشرة لمصلحة الجمهور وحسابه، مثل صناديق

الاستثمار المشترك. مما يزيد من درجة تعميق السوق المالية بالدولة من حيث الأوراق المالية ومن حيث المتعاملين؛

- إتاحة الفرصة أمام البنوك المركزية لاستخدام الصكوك الإسلامية ضمن أطر السياسة النقدية وفقاً للمنظور الإسلامي بما يساهم في امتصاص السيولة، ومن ثم خفض معدلات التضخم وإتاحة الفرصة أمام المؤسسات المالية الإسلامية لإدارة السيولة الفائضة لديها؛

- تُلبي الصكوك الإسلامية احتياجات الدولة في تمويل مشاريع البنية التحتية والتنمية بدلاً من الاعتماد على سندات الخزينة والدين العام؛

- الصكوك أداة تساعد على الشفافية وتحسين بنية المعلومات في السوق لأنها يتطلب العديد من الإجراءات ودخول العديد من المؤسسات في عملية الإقراض.

4.2.2- أنواع الصكوك الإسلامية:

يتوفر الآن في الأسواق المالية العديد من أنواع الصكوك، نتعرض لبعضها فقط باختصار فيما يلي:¹

1.4.2.2- صكوك المضاربة:

صكوك المضاربة أو المقارضة هي شهادات اسمية بقيمة متساوية تمثل مشاريع أو أنشطة يتم إدارتها بمبادئ المضاربة، فحامل الصك هو رب المال والمدير أو المقاول هو المضارب، حيث يتفق على إقامة مشروع معين واقتسام الأرباح بنسب محددة مسبقاً، أي بمجرد انطلاق المشروع. لهذا تعتبر الصكوك أدوات مالية ذات دخل متغير بتغير مقدار الربح المحقق من قبل المشروع الممول. أكثر من هذا لا يحق لمصدر الصكوك (Issuer) ضمان أي مستوى من العائد، على اعتبار أنه لا يمكن للمستثمر وفقاً للشريعة الإسلامية أن يحصل على عائد دون تحمل جزء من المخاطر. أما في حالة الخسائر فإن رب المال يخسر وحده الأموال التي ضُحّت في المشروع ويخسر المدير المضارب الجهد المبذول في ذلك.

في هذا الإطار يُستعمل عقد المضاربة سواءً كانت مقيدة أو غير مقيدة، في إنشاء هيئة خاصة (إدارة أو مضارب) تقوم بشراء أصول مادية ملموسة، مُستعملة في ذلك الأموال التي تم جمعها من الاكتتاب في الصكوك المعنية، وبذلك "تلتصق" تلك الأصول بالصكوك المصدرة. وبطبيعة الحال يجب أن تكون تلك الأصول متوافقة مع الشريعة الإسلامية. وعلى اعتبار أن صكوك المضاربة تمثل استثمارات حقيقية وتعني ملكية حملة تلك الصكوك للأصول المعنية فإنه يسمح بتداول صكوك المضاربة في الأسواق المالية، شأنها في ذلك شأن الأسهم التي سبق التعرض لها، على الرغم من أنه ليس لحملةها دور في إدارة الاستثمارات أو المؤسسة المعنية، إذ لا يحق لحملة هذه الصكوك الحضور ولا الانتخاب في الجمعيات العامة

¹ - جبار محفوظ، الأسواق المالية، الجزء الثاني: الأسواق والأدوات المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 217-220.

للمساهمين. وتجب الإشارة هنا إلى أنه تم إصدار هذا النوع من الصكوك لأول مرة في باكستان في أوائل الثمانينات من القرن الماضي؛

2.4.2.2- صكوك المشاركة:

هذه الصكوك شبيهة إلى حد ما بالصكوك السابقة، إلا أنها تختلف في كون أن حملة صكوك المشاركة يساهمون في إدارة المؤسسة والرقابة عليها، على عكس حملة صكوك المضاربة. تقنياً، صكوك المشاركة هي أوراق مالية متساوية القيمة تُستعمل لتجنيد وتجميع رؤوس الأموال، حيث يتم تمويل المشاريع بتلك الأموال، أكثر من هذا يشترط في أطراف عقد المشاركة المساهمة في توفير الأموال والمشاركة في الإدارة، كما يتم اقتسام الأرباح بين الأطراف المشاركة وفقاً لنسب يُتفق عليها مسبقاً وتحمل تلك الأطراف الخسائر بنسب المساهمة في رأس مال المشروع، حيث تتمثل الأرباح الموزعة أو الخسائر المسجلة في النتائج المحققة من المشروع الممول من الاكتتاب في هذه الصكوك. هناك العديد من أشكال صكوك المشاركة مثل صكوك المشاركة الدائمة، صكوك المشاركة المؤقتة، صكوك المشاركة المعوضة... إلخ، وتتداول هذه الصكوك في الأسواق المالية؛

2.4.2.2- صكوك المرابحة:

هي شهادات متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض تمويل عمليات شراء المعدات والسلع المختلفة ولمدة معينة، وذلك على أساس التكلفة مضافاً إليها نسبة محددة مسبقاً من الأرباح. إذ بمجرد اتخاذ قرار الشراء من قبل المؤسسة المحتاجة لبعض المعدات (أو السلع) على سبيل المثال، تتصل بينك من بنوك الاستثمار الذي يقوم بإنشاء هيئة Special Purpose Vehicle (SPV) تتولى إتمام الإجراءات الضرورية لاقتناء تلك المعدات أو السلع. عندئذ تقوم تلك الهيئة بإصدار الصكوك وتسويقها وجمع الأموال وتسديد المعدات أو السلع المعنية وتسلمها من الممول، حيث تقوم المؤسسة بعد ذلك بشرائها من الهيئة، كما تقوم هذه الأخيرة بدفع الأقساط إلى المستثمرين، أي حملة صكوك المرابحة بعد تحميلهم مصاريف الوكالة. وعلى اعتبار أن معدل الربح على هذه الصكوك معروف مسبقاً وأنها محددة الفترة أيضاً فهي لا تتداول في الأسواق المالية وبالتالي فهي قليلة السيولة؛

3.4.2.2- صكوك الاستصناع:

هي أوراق مالية متساوية القيمة يتم إصدارها لتجميع رؤوس الأموال بغرض تمويل المشاريع الصناعية والعقارية مثل المصانع المختلفة ومحطات توليد الطاقة والجسور والعمارات والبواخر والطائرات، وغيرها من المشاريع الكبرى. يتم نقل ملكية الشيء المصنوع إلى المشتري بمجرد إنجازه، وعندئذ تكون المؤسسة المصنعة أو الصانع قد تحصل على المبلغ الإجمالي الذي يُغطّي تكلفة الشيء المعني بالإضافة إلى الربح. قد يدفع ثمن الشيء المصنوع على دفعات مُسبقة أثناء إنجازها، أي يبقى ذلك الثمن في شكل دين على المشتري، ولهذا فإنه لا يمكن تداول هذه الصكوك في الأسواق المالية، غير أنه يُسمح بنقلها لطرف ثالث بسعر يختلف عن السعر الاسمي لها؛

4.4.2.2- صكوك الإجارة:

هي شهادات متساوية القيمة تُستعمل في جمع الأموال بغرض تمويل أصل معين وإيجاره إلى مؤسسة أو هيئة ما، إذ تمثل هذه الصكوك أجزاءً متساوية من حق التمتع المؤقت (أو الاستعمال) لأصل محدد بدقة ومرتبطة بعقد إيجار، يقضي هذا الأخير بأن يُسدد المستأجر أي المؤسسة أو الهيئة أقساطاً محدّدة، قد تكون ثابتة أو متغيرة حسب الاتفاق بين الأطراف المتعاقدة، إنطلاقاً من ذلك إما أن يتم إصدار صكوك الإيجار بمعدل ربح ثابت أو صكوك بمعدل متغير، وفي كلتا الحالتين تُدفع تلك الأقساط في شكل عائدات (أجرة) للمؤجرين أي لحملة الصكوك، كما يمكن لعقد الإيجار أن يحتوي على حق شراء الأصل المعني من قبل المستأجر أي المؤسسة أو الهيئة في نهاية فترة الإيجار. وعلى اعتبار أن هذه الصكوك ليست أداة دين وإنما هي شهادة ملكية للأصل المؤجر، فإنّ تداولها في الأسواق المالية جائز وأسعارها تُحدّد بقوى العرض والطلب هناك. وتمتاز صكوك الإجارة بنسبة عالية من المرونة في كل من تسديد أقساط التأجير، إدارة الإصدارات وكذا سهولة التسويق، هذا يعني أنّ توريق عقود الإجارة يساعد في حل مشاكل إدارة السيولة والاستجابة للاحتياجات التمويلية للمشاريع العمومية في الدول النامية؛

5.4.2.2- صكوك السلم:

هي شهادات متساوية القيمة يتم إصدارها بغرض جمع رؤوس الأموال وتمويل سلعة أو مشروع محدد كان السبب في إطلاق الصكوك، إذ يقضي عقد السلم بتسديد ثمن المشروع أو السلعة مُسبقاً، حتى وإن تم ذلك على دفعات (من أموال الاكتتاب في الصكوك)، على أن يكون التسليم في فترة لاحقة متفق عليها. وعلى الرغم من أنّ السلعة أو المشروع هو ملك للمكتتبين في الصكوك، إلا أن هذه الأخيرة لا تتداول في الأسواق المالية؛

6.4.2.2- الصكوك الهجينة: هي صكوك يتم إنشاؤها من الجمع بين صيغتين أو أكثر من صيغ التمويل الإسلامي مثل الاستصناع والإجارة أو المراجعة والإجارة وغيرهما.

3.2- صناديق الاستثمار الإسلامية (Islamic Investment funds):

صناديق الاستثمار الإسلامية (IIFs) هي صناديق تعمل وتُدار وفقاً لمبادئ الشريعة الإسلامية، التي سبق التعرض لها مثل تحريم الربا والغرر وبيع ما لا يملك وغيره من المبادئ. وتُعتبر الصناديق الإسلامية للأسهم من أشهر هذا الصنف من الصناديق، حيث تستثمر في الأسهم العادية التي تتماشى مع الشريعة الإسلامية، وتُعتبر سوق هذه الصناديق من أسرع الأسواق المالية الإسلامية نمواً.

ويمكن تلخيص أهم الفروق بين الصكوك الإسلامية والأسهم من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (07): الفرق بين الصكوك الإسلامية والأسهم

الأسهم	الصكوك الإسلامية
القوانين الحاكمة للأسهم لا تتضمن هذا الالتزام	خضوع كل معاملات الصكوك لأحكام الشريعة الإسلامية
يُمكن لمجلس إدارة المؤسسة مُصدرة الأسهم أن تُغيّر نشاطها، وهي عالية المخاطر	الصكوك تُصدّر لمشروع معين لا يجوز تغييره وهي قليلة المخاطر
لا يتم ذلك بالنسبة لحملة الأسهم	يجوز للدولة أن تُقدّم ضمانات على سبيل التبرع لحملة الصكوك للتخفيف
الأسهم مشاركة دائمة في المؤسسة تبقى مدة حياتها، وإن إنتقلت ملكيتها من شخص إلى شخص آخر لأنها تمثل رأس مال المؤسسة المصدرة، فهي إذن غير قابلة للرد من جانبها	الصكوك تُحدّد بمدة زمنية، فقد يكون إصدار صكوك الاستثمار لتمويل مشروع معين أو لتمويل مشروع بطريق المشاركة المتناقضة، بحيث يتم إطفاء بعض الصكوك على مراحل زمنية معينة
يشارك مالكو الأسهم في إدارة المؤسسة، عن طريق انتخاب مجلس للإدارة من بينهم	مالكو الصكوك لا يشاركون في إدارة المشروع بشكل مباشر بل يكتفون بتوكيل المضارب وحده، حيث يلتزم المضارب في إدارته للمشروع بأحكام عقد المضاربة وشروطها الشرعية، ومالكي الصكوك أن يُكوّنوا من بينهم أو من غيرهم مجلس مراقبة يرعى مصالحهم، ويحمي حقوقهم في مواجهة المضارب، ويكون مسؤولاً عن مراقبة تنفيذ شروط العقد التي تضمنتها نشرة الإصدار، وما يلحق بها من دراسات الجدوى والبيانات والمعلومات التي تنص عليها هذه النشرة

المصدر: مريم خليفة المخمري، الإطار النظري للصكوك الإسلامية، الجزء الأول، دائرة المالية، حكومة دبي، بدون تاريخ نشر، ص ص:

10، 11.

كذلك يُمكن تلخيص أهم الفروق بين الصكوك والسندات من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (08): الفرق بين الصكوك الإسلامية والسندات

السندات	الصكوك
حامل السند لا يمت بصلة للأصول المالية للمؤسسة (دين).	مشاركة في ملكية الموجودات التي تمثلها الصكوك.
حامل السند لا يتحمل أية مضار أو خسارة تلحق بالمؤسسة.	المشاركة في الربح والخسارة على السواء.
حق السند يمثل حصة في التمويل المالي التقليدي.	يمثل سهماً مالياً في الأصول والمنافع والحقوق.
السند لا يعني نقل الملكية بالحصة بل بالمبلغ النقدي.	الصك يُعتبر دليلاً وبرهاناً على نقل الملكية في عمليتي البيع والشراء.
المدة لا ترتبط بالمشروع، وقد تزيد أو تنقص عن فترة المشروع.	مدة الصكوك هي مدة إستمرارية المشروع المعني أو النشاط وترتبط به وتنتهي بانتهائه.
لا تتضمن نشرة الإصدار ضوابط شرعية.	نشرة الإصدار تتضمن القواعد الشرعية ويجب مراعاتها، ومن يخالفها يتحمل المسؤولية.

المصدر: مريم خليفة المخمري، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

مع الفروقات المذكورة في الجدول أعلاه، تشترك الصكوك مع السندات في بعض الخصائص (دون الأسهم)، من أهمها وجود المُصدر وهو عادة الطرف الباحث عن التمويل وقد يكون جهة سيادية أو مؤسسة من القطاعين العام أو الخاص. كما تشترك الصكوك مع السندات في وجود تاريخ إنتهاء (تاريخ إستحقاق) وهو التاريخ الذي يتم فيه تسديد المستثمر للقيمة الإسمية للورقة المالية إذا كانت سنداً، والقيمة السوقية إذا كانت صكاً. للصكوك كما في السندات عائد دوري يُجَدَّد في السندات بنسبة مئوية كمعدل كوبون من القيمة الإسمية (قيمة الإصدار)، بينما تحصل الصكوك على عوائد قد تكون في شكل أرباح أو أجرة بحسب طبيعة الصك، وهي غير مرتبطة بالقيمة الإسمية له كما أنها غير مضمونة بل تعتمد على أداء الأصول محل الصك.¹

¹ - مريم خليفة المخمري، مرجع سبق ذكره، ص: 12.

خاتمة

ختاماً... نرجو من الله عز وجل أن نكون قد ساهمنا ولو بالقليل في تحقيق الأهداف المسطرة من وراء إنجاز هذه المطبوعة، والمتمثلة أساساً في تعريف الطالب وتلقيه المعارف الأساسية المرتبطة بموضوع الأسواق المالية، وذلك بأسلوب سهل وبسيط.

وندعو زملاءنا الأفاضل وطلبتنا الأعزاء ألا يدخلوا علينا بملاحظاتكم القيّمة حول هذا العمل المتواضع التي من شأنها إثراء محتواه، وتحقيق الهدف المشترك لنا جميعاً وهو المساهمة في تحقيق نقلة نوعية للبحث العلمي في الجزائر وتسخيره لخدمة وطننا الغالي.

تمَّ بحمد الله ...

د. سدرة أنيسة

قائمة المراجع

أولاً: المراجع باللُّغة العربية

✓ الكتب:

1. أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، (بدون تاريخ نشر).
2. ارشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
3. برايان كويل ترجمة خالد العامري، التمويل المالي للأسهم، دار الفاروق للاستثمارات الثقافية، القاهرة، 2007.
4. جبار محفوظ، الأسواق المالية، الجزء الثالث: استراتيجيات الاستثمار والتحوط، دار هومه، الجزائر، 2017.
5. جبار محفوظ، الأسواق المالية، الجزء الثاني: الأسواق والأدوات المالية، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017.
6. حاكم محسن الربيعي وآخرون، المشتقات المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
7. حسني علي خربوش وعبد المعطي رضا ارشيد ومحموظ أحمد جودة، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، 2011.
8. سرمد كوكب الجميل، المدخل إلى الأسواق المالية، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع، عمان، 2018.
9. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، 1996.
10. شمعون شمعون، البورصة وبورصة الجزائر، الطبعة الثانية، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 1999.
11. طاهر حيدر حردان، أساسيات الإستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
12. عاطف وليم أندراوس، التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.

13. عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
14. عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، (بدون تاريخ نشر).
15. عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، الطبعة الرابعة، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، 2006.
16. العزازي محمد وآخرون، التسيير المحاسبي والمالي، السنة الثانية ثانوي - شعبة تسيير واقتصاد، الديوان الوطني للمطبوعات المدرسية، الجزائر، 2013-2014.
17. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
18. فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتاب الحديث وجدارا للكتاب العالمي، عمان، 2006.
19. فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2008.
20. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، الرياض، 2005.
21. محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
22. محمد عوض عبد الجواد وعلي إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
23. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2007.
24. مروان شموط وكنجو عبود وكنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2008.
25. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2006.

✓ المقالات:

26. بوزمارن وسيلة وناصر المهدي، تقويم تجربة ماليزيا في الأسواق المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الجديد، جامعة خميس مليانة، الجزائر، المجلد 1، العدد 16، تاريخ النشر 1-1-2017.

27. حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية - دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، المجلد 11، العدد 11، تاريخ النشر 1-6-2011.
28. رعة بلفيطح، اختبار نموذج السير العشوائي في بورصة الجزائر - تحليل سلوك المؤشر **Dzair Index** للفترة (2008-2015)، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، جامعة محمد بوضياف - المسيلة، المجلد 10، العدد 17، تاريخ النشر 31-5-2017.
29. زيدان عبد الرزاق، صناعة الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001-2015 الواقع، التحديات والآفاق، مجلة الاقتصاد والمالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، المجلد 5، العدد 1، تاريخ النشر 10-5-2019.
30. شليق رابح وبن قايد الشيخ، دور الصكوك في تطوير السوق المالية الإسلامية، مجلة البديل الاقتصادي، جامعة زيان عاشور، الجلفة، العدد الثالث، تاريخ النشر 25-6-2015.
31. محمد عبده مصطفى، كفاءة سوق الأوراق المالية، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، القاهرة، العدد: 4، السنة: 2011.
32. مريم خليفة المخمري، الإطار النظري للصكوك الإسلامية، الجزء الأول، دائرة المالية، حكومة دبي، (بدون سنة نشر).
33. مفتاح صالح وسلطان مونية، الأدوات المستخدمة في سوق الأوراق المالية الإسلامية (دراسة حالة سوق ماليزيا)، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، المجلد 7، العدد 1، تاريخ النشر 8-6-2013.
34. نوال بن عمارة، الصكوك الإسلامية ودورها في تطوير السوق المالية الإسلامية - تجربة السوق المالية الإسلامية الدولية: البحرين-، مجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، عدد 2011/9، تاريخ النشر 11-6-2011.

✓ المدخلات:

35. خالد محمود الزهار ورامي صالح عبده، نحو أسواق مالية إسلامية، مداخلة ضمن المؤتمر العلمي الأول حول "الاستثمار والتمويل في فلسطين بين آفاق التنمية والتحديات المعاصرة"، المنعقد بكلية التجارة في الجامعة الإسلامية، غزة، يومي 8-9 ماي 2005.

36. رائد نصري أبو مؤنس وخديجة شوشان، الشروط الفنية والمهنية لإنشاء السوق المالية الإسلامية، بحث مُقدّم للمشاركة في المؤتمر العالمي التاسع للاقتصاد والتمويل الإسلامي ضمن المحور السادس المعنون ب: تعزيز الأرضية التنظيمية والتشريعية للأسواق والمؤسسات المالية الإسلامية، إسطنبول، يومي 9-10 سبتمبر 2013.

✓ دراسات على شبكة الإنترنت:

37. مؤشر EGX30، متاح على الموقع:

"<http://www.egx.com.eg/ar/Overviewegx30.aspx?nav=1>"، إطلع عليه في: "19 جانفي 2023"، على الساعة "16:39".

38. المؤشرات الرئيسية، متاح على الموقع:

"<https://www.ase.com.jo/ar/asar-alswq/mwshrat/almwshrat-alryysyt>"، إطلع عليه في: "19 جانفي 2023"، على الساعة "18:00".

✓ المذكرات والأطروحات:

39. سدرة أنيسة، واقع وآفاق دور أسواق الأوراق المالية في دعم حوكمة الشركات - دراسة مقارنة بين الجزائر ومصر -، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: نقود وبنوك، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2017-2018.

40. شافية كتاف، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية - دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف 1، 2013-2014.

ثانياً: المراجع باللُّغة الأجنبية

41. Erwan le Saout, **Introduction aux Marchés Financiers**, 3^e Edition, ED-ECONOMICA, Paris, 2011.
42. Eugene F.Fama, **Efficient Capital Markets: A Review of The Theory And Empirical Work**, The Journal of Finance, American Finance Association, New York, May 1970, Vol: 25, N^o: 02.

43. Frédéric Mishkin et autre, **Monnaie, Banque et Marchés Financiers**, 9^{ème} Edition, PEARSON EDUCATION, Paris, 2010.
44. Fredj Jawadi et Jean- Michel Sahut, **Inefficiency et Dynamique des Marchés Financiers**, ED- L'HARMATTAN, Paris, 2009.
45. Jean BARREAU et Jacqueline DELHAYE et Florence DELHAYE, **Gestion Financière – Manuel & Applications -**, 14^e édition, DUNOD, Paris, 2005.
46. Jérémy Morvan, **Marchés et Instruments Financiers**, ED- DUNOD, Malakoff (France), 2009.
47. John C. Hull, **Options, Futures, And Other Derivatives**, 8th Edition, ED- PEARSON, Paris, 2012.
48. Pascal Alphonse et Autres, **Gestion de Portefeuille et Marchés Financiers**, 2^e Editions, ED- PEARSON, Paris, 2013.
49. Philippe Gillet, **L'efficiency des Marchés Financiers**, 2^e Edition, ED- ECONOMICA, Paris, 2006.
50. Pierre Vernimmen et Autres, **Corporate Finance- Theory And Practice**, Second Edition, ED- JOHN WILY& SONS LTD, United Kingdom, 2009.