



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الشهيد حمّة لخضر - الوادي

Echahid Hamma Lakhdar University - El Oued



كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم: العلوم الاقتصادية



مطبوعة محاضرات بيداغوجية

الأسواق المالية

Financial Markets

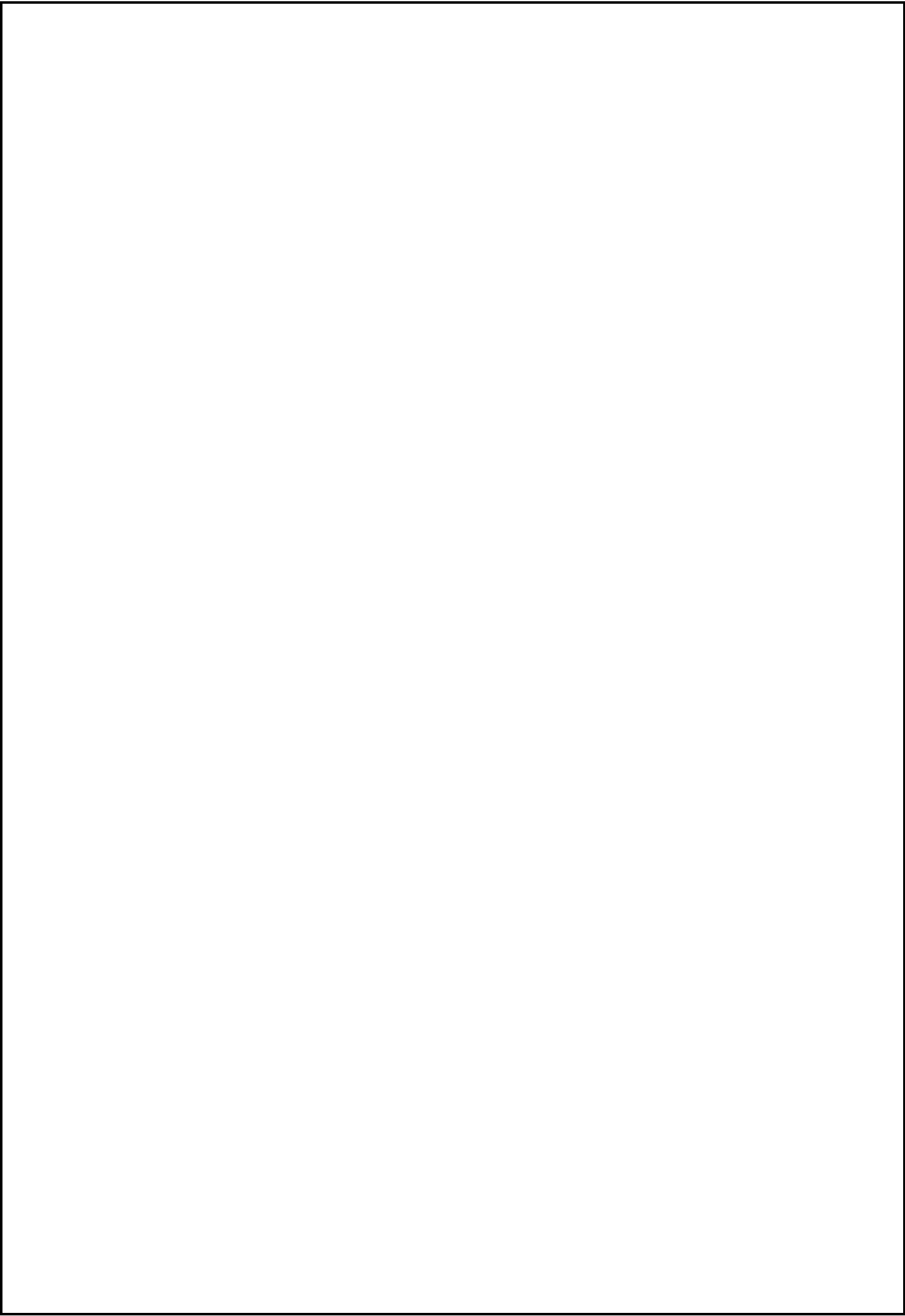
موجهة لطلبة

السنة الثالثة لانس علوم اقتصادية تخصص: اقتصاد نقدي ومالي

إعداد الدكتور: عبد الحفيظ فزان

أستاذ محاضر قسم "ب"

السنة الجامعية: 2025-2026



دليل المادة التعليمية

أولاً/ بطاقة المعلومات

ملحق القرار رقم: 0795 المؤرخ في: 07 جويلية 2022 يحدد برنامج التعليم لنيل شهادة الليسانس:

1.1. معلومات المؤسسة التعليمية

- اسم الجامعة: جامعة الشهيد حمة لخضر – الوادي؛
- الكلية / ميدان: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير؛
- القسم / شعبة: العلوم الاقتصادية.

2.1. معلومات المادة التعليمية

- اسم المقياس: الأسواق المالية؛
- طبيعة التدريس: محاضرة + أعمال موجهة؛
- وحدة التعليم: أساسية؛
- نمط التعليم: حضوري؛
- الرمز: 2.3 و ت أس؛
- الرصيد: 05؛
- المعامل: 02؛
- الحجم الساعي (الأسبوعي): المحاضرة 1.5 ساعة / أعمال موجهة 1.5 ساعة؛
- الحجم الساعي للسداسي: المحاضرة 15 أسبوعا (22.5 ساعة) / أعمال موجهة 22.5 ساعة؛
- أخرى: (65 سا) عمل إضافي وأعمال شخصية تحدد من الفرقة البيداغوجية للمقياس.

3.1. معلومات أستاذ (ة) المادة التعليمية

- الفئة المستهدفة: طلاب السنة الثالثة لسانس علوم اقتصادية؛
- التخصص: اقتصاد نقدي ومالي؛
- السداسي: السادس.

4.1. معلومات المادة التعليمية

- الأستاذ(ة): د. عبد الحفيظ خزان؛
- الرتبة العلمية: أستاذ محاضر قسم "ب"؛
- التواصل: عن طريق الإيميل المهني abdelhafid-khezzane@univ-eloued.dz.

المحدد لبرنامج التعليم لنيل شهادة الليسانس

ميدان "علوم اقتصادية والتسيير وعلوم تجارية"، شعبة "علوم اقتصادية" تخصص "اقتصاد نقدي ومالي"

السداسي 6:

نوع التقييم ¹	مراقبة امتحان	أخرى *	الحجم الساعي للسداسي (15 أسبوعا)	الحجم الساعي الأسبوعي			الرمز	عدد الدروس	عنوان المواد	وحدات التعليم
				تطبيقية	أعمال	موجهة				
60%	40%	00سا65	00سا45	-	30سا1	30سا1	2	5	تقنيات وأعمال البنوك	وحدة تعليم أساسية الرمز: وت أس 2.3 الأرصدة: 18 المعامل: 8
60%	40%	00سا65	00سا45	-	30سا1	30سا1	2	5	الأسواق المالية	
60%	40%	00سا55	00سا45	-	30سا1	30سا1	2	4	الصيرفة الإسلامية	
60%	40%	00سا55	00سا45	-	30سا1	30سا1	2	4	النظام المالي والبنكي الجزائري	
60%	40%	00سا65	00سا45	-	30سا1	30سا1	2	5	اقتصاد قياسي	وحدة تعليم منهجية الرمز: وت م 2.3 الأرصدة: 9 المعامل: 4
-	100%	00سا90	-	-	-	-	2	4	مشروع التخرج ليسانس	
60%	40%	00سا5	00سا45	-	30سا1	30سا1	2	2	جباية المؤسسة	وحدة تعليم استكشافية الرمز: وت أس 2.3 الأرصدة: 2 المعامل: 2
-	100%	30سا2	30سا22	-	30سا1	-	1	1	لغة أجنبية متخصصة 2	وحدة تعليم أفقية الرمز: وت ألف 2.3 الأرصدة: 1 المعامل: 1
30سا402			30سا292	30سا10	9سا00	15	30	مجموع السداسي السادس		

¹ للتقييم: 40 % لامتحان و 60 % للمراقبة المستمرة لكل السداسيات في جامعة التكوين المتواصل
² عمل إضافي وأعمال شخصية تحدد من الفرقة البيداغوجية للمادة



ثانياً/ وصف المادة التعليمية

1- الأهداف العامة:

- إن لدراسة مقياس الأسواق المالية أهدافاً عامة تتحقق من خلال مجموعة من الأهداف الخاصة، ففي نهاية هذا المقياس سيكون الطالب قادراً على:
- ☑ تحديد الفرق بين مصطلحات الأسواق المالية وأسواق المال وسوق رأس المال وسوق النقد وأسواق الأوراق المالية...
 - ☑ استيعاب ضوابط وقواعد وأدوات الأسواق المالية، ومعرفة المتعاملين فيها؛
 - ☑ يتمكن من تقسيم كتب الأسواق المالية إلى عدة مراحل تاريخية؛
 - ☑ الكشف الخلفية التاريخية لنشأة الأسواق الأوراق المالية؛
 - ☑ التعرف على مختلف الكتب والمدونات الخاصة بالأسواق المالية؛
 - ☑ يتمكن من مواكبة التطور الذي عرفته الأسواق المالية، منها الأسواق المالية الناشئة.

2- المعارف المسبقة المطلوبة (المكتسبات القبلية: Les pré-requis):

- إن دراسة هذا المقياس يتطلب وجود بعض المعارف السابقة أو المعارف القبلية لدى الطالب تتمثل في:
- يجب أن يكون الطالب على دراية بمجموعة من المصطلحات مثل الأسواق المالية، سوق رأس المال، سوق النقد، البورصة؛
 - يفترض بالطلبة معرفة أشهر كتب الأسواق المالية ومؤلفيها، وكذا بعض ما تضمنته من معلومات ومعارف؛
 - التحكم في بعض المفاهيم الرياضية المرتبطة بالحساب، والدوال، والمتتاليات؛
 - التحكم في الجوانب الإحصائية لا سيما الإحصاء الوصفي، نظرية الاحتمالات وقواعد الإحصاء الرياضي؛
 - معرفة أهم الأسهم والسندات المتداولة في مقياس الاقتصاد النقدي ومالية المؤسسة الذي يدرس في السداسي الثالث؛
 - يخضع الطالب لمجموعة من الاختبارات القبلية المتعلقة بهذين المتطلبين، للتأكد من توجيهه الصحيح لدراسة هذا المقياس.

3- محتوى المقياس:

- المحور الأول: التمويل وأهميته وخصائص التمويل التقليدي وحديث (سوق الأوراق المالية).
- المحور الثاني: السوق المالية: ماهية والتقسيمات.
- المحور الثالث: سوق الأوراق المالية: الماهية والتقسيمات وشروط قيام سوق الأوراق المالية.
- المحور الرابع: الأطراف المتدخلة وقواعد وآليات العامل في سوق الأوراق المالية.
- المحور الخامس: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية.
- المحور السادس: المنتجات المالية المستحدثة "المشتقات المالية".
- المحور السابع: كفاءة سوق الأوراق المالية.
- المحور الثامن: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية.
- المحور التاسع: علاقة المؤسسة ببورصة الأوراق المالية.
- المحور العاشر: مهام البورصة مع المؤسسات.
- المحور الحادي العاشر: ضرورة اللجوء إلى بورصة القيم المنقولة لتنشيط الاقتصاد.
- المحور الثاني العاشر: تكلفة رأس المال في أسواق الأوراق المالية.

4- طريقة تقييم المتعلم:

امتحان نهائي: تدرس المادة في شكل محاضرات وأعمال موجهة/تطبيقية وطبيعة تقييمها امتحان ومراقبة مستمرة بحيث يخضع الطالب لإمتحان كتابي نهائي في نهاية السداسي من هذا المقياس ويكون الإمتحان في مدة ساعة ونصف (1.5 سا) يتضمن كل ما تم اكتسابه من معارف خلال السداسي الأول، يقاس معدل المادة بالوزن الترجيحي للمحاضرة والأعمال الموجهة بحيث تقدر علامته بـ: 20 / 20؛ وتكون نسبة: 60% للإمتحان على المحاضرة و40% للإمتحان على العمال الموجهة.

أي: (نقطة المحاضرة $\times 0.6$) + (نقطة الأعمال الموجهة / التطبيقية $\times 0.4$) = معدل المادة

5- أنشطة التعليم والتعلم:

1- بالحضور: أثناء تقديم المحاضرة يقوم أستاذ المحاضرة بتقديم أمثلة بسيطة لتدعيم ما تم شرحه من جانب نظري ويطلب من الطلبة الذين يحضرون شخصياً المحاضرة:
- التفاعل مع أستاذ المحاضرة بطرح الأسئلة البناءة التي تساعد على المزيد من الفهم والاستيعاب؛
- إضافة للبحوث المطلوب إعدادها من طرف الطلبة، يكلف الطلبة بمجموعة من الواجبات قد تكون فردية أو جماعية عبارة عن أسئلة نظرية محددة حول مفاهيم معينة تتطلب المزيد من الفهم والاستيعاب، أو بحوث في كتب الأسواق المالية ومحاولة التحليل واستخراج بعض مضامينها.

2- عن بعد (الأرضية الرقمية):

يتم دعوة الطلبة للمشاركة في دردشات للنقاش عبر الأرضية الرقمية، يسبق هذه الدردشة كل محور من محاور المحاضرة وذلك من خلال طرح الموضوع من طرف الأستاذ ومحاولة تطوير مفاهيمه في مجموعات. توضع فيه أسئلة ويتم من خلاله تبادل الآراء بين الطلبة والأستاذ، هذه الدردشات تمكن الطلبة من تحسين قدراتهم التحليلية ومعارفهم.
انجاز الاختبارات التي تتضمن العديد من أنماط الأسئلة من نوع qcm و qcs وغيرها، هذه الاختبارات ستساعدهم على تحليل ما استطاعوا استيعابه وتحديد النقائص، كما تساعد في اختبار معلوماتهم بخصوص المادة.

6- المقاربة البيداغوجية:

الكفاءة المستهدفة تعتمد على ثلاث ركائز هي: المعرفة savoir والخبرة المكتسبة من المعرفة faire-savoir توظيف المعرفة être-savoir وتعتبر هذه الكفاءات مهمة وأساسية في عملية التعلم وتحتاج إلى منهجية للوصول إلى تحقيقها، كما ستدعم بتقويمات لاختبار قدرة الطلبة على استيعاب المعلومات المقدمة وتحقيق الأهداف المرجوة، ويمكن شرح هذه الركائز الثلاث كما يلي:

1- المعرفة Savoir: يتم تحصيلها عن طريق المحاضرة، التي تتضمن شرح مبسط ومفصل للمفاهيم الأساسية للمقياس من خلال العروض التوضيحية، وترك مساحة للطلبة من أجل تقديم استفساراتهم وأسئلتهم مباشرة، وللتأكد من ترسخ تلك المعارف حقيقة في ذهن الطلبة تقدم أمثلة مبسطة ومفسرة، كما يخضع الطلبة لاختبارات الفهم للتأكد من الفهم الصحيح لما قدم من معارف ومفاهيم، فتلك المعارف لا يجب حفظها فقط بل يجب فهمها أيضاً، وهذه الاختبارات تكون عبارة عن أسئلة نظرية وكوييزات (Quizizz) عن طريق الأرضية الرقمية.

2- الخبرة المكتسبة من المعرفة **Savoir-Faire**: بعد الحصول على المعرفة تأتي مرحلة اختبار ماذا يمكن القيام به انطلاقاً من هذه المعرفة المكتسبة، من أجل ذلك يقدم للطلبة مجموعة تمارين تطبيقية للدراسة والتحليل بالتعاون فيما بينهم ومقارنة نتائجهم والاستفادة من تبادل تلك النتائج، بعدها تأتي مرحلة التقييم المستمر من خلال امتحانات الأعمال الموجهة التي تختبر درجة الفهم والتحكم في المقياس، وتسمح بالانتقال إلى مرحلة متقدمة من التعلم وهو توظيف هذه المعرفة في أنظمة حقيقية قريبة من الحياة المهنية.

3- توظيف المعرفة **Être-Savoir**: إن توظيف المعرفة يعني استخدامها بطريقة سليمة وصحيحة، سيتم وضع الطلبة أمام مشاريع جماعية تتطلب استثمار جميع المفاهيم التي ينظر لها بأهمية من أجل تصميم نظام وفقاً للمعايير المطلوبة سيعمل الطلبة في مجموعات سينظمون أفكارهم ويقدمونها، والتقييم سيكون حول النتائج التي تم الحصول عليها ومدى وضوحها وكذلك مدى احترام المواعيد النهائية لتقديم الأعمال المطلوبة منهم.

7- أساليب العمل: مقياس الأسواق المالية يدرس كما يلي:

حصة محاضرة: كل أسبوع تقدم محاضرة في المدرج لطلاب السنة الثالثة لسانس نقدي ومالي، مدتها ساعة ونصف؛ المحاضرة تكون نظرية مفصلة تتبع تسلسل الفصول المبرمجة مسبقاً، تعرف الطلبة بمختلف المفاهيم والنظريات والأفكار المتعلقة بالمقياس، وتكسيهم قاعدة مفاهيمية توظف لاحقاً في حصة الأعمال الموجهة؛ إن سيروية وأساليب تقديم هذا المقياس تدخل تحت ما يسمى بالتعليم المختلط Hybride حيث يكون عن طريق الحضور الشخصي للمحاضرة، بالإضافة عن طريق التعليم عن بعد من خلال الأرضية الرقمية للتعليم عن بعد، التي تسمح للطلبة بمراجعة وتعميق المفاهيم التي حصلوا عليها من خلال الحضور الشخصي في المحاضرة؛ والتغلب على العوائق والمشاكل التي تواجههم؛ إن هذه الصيرورة تعد شرطاً ليكون الطلبة قادرين على المساهمة الإيجابية في انجاز الأنشطة الجماعية والأنشطة عن بعد في حدود المواعيد النهائية المحددة لهذه الأنشطة.

8- مصادر للمساعدة: يستفيد الطلبة من مجموعة من مصادر المساعدة لدراسة هذا المقياس والتفوق فيه، هذه المصادر تكون متنوعة ما بين مصادر بيبليوغرافية ورقمية.

1- مصادر بيبليوغرافية: تكون متنوعة من بينها:

- الكتب:

- أحمد محمد لطفي أحمد، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، مصر: الإسكندرية، 2006.
- حسن حمدي، دليلك إلى البورصة والأسهم وأسواق المال، دار الكتاب العربي، مصر: القاهرة، 2006.
- رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعز للنشر، الأردن: عمان، 2005.
- سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، مصر: القاهرة، 1996.
- سوزي عدلي ناشد، مقدمة في الاقتصاد النقدي والمصرفي، منشورات الحلبي الحقوقية، لبنان: بيروت، 2005.
- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي: دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، سوريا: دمشق، 2002.
- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق وإستثمار، الخيارات)، الدار الجامعية، مصر، 2001.
- عبد الحفيظ خزان، الوجيز في أسواق الأوراق المالية وأثرها على النمو الاقتصادي، دار الوفاء القانونية لدنيا للطباعة والنشر، مصر، الإسكندرية، 2017.
- عبد الحفيظ خزان، الأسواق المالية الناشئة وأثرها على النمو الاقتصادي، سامي للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، الوادي، 2024.
- جلال إبراهيم العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، دار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2003.
- عصام حسين، أسواق: الأوراق المالية «البورصة»، درا أسامة نشر توزيع، عمان-الأردن، 2008.
- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض- المملكة العربية السعودية، 2005.

- بن الضيف محمد عدنان، مقومات الإستثمار: في سوق الأوراق المالية الإسلامية، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2013.
- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي دراسة: تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق-سوريا، 2003.
- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: «مؤسسات، أوراق، بورصات»، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة العربية، عمان-الأردن، 2005.
- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2002.
- صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية: «الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح»، دار عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، عمان-الأردن، 2003.
- هوشار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2009.
- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان-الأردن، 2010.
- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية: «علمياً-عملياً»، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر، الإسكندرية-مصر، 2000.
- أوليدة صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2012.
- ارشد فؤاد مجيد التميمي، الأسواق المالية: «تنظيم وأدوات»، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2010.
- رسمية قرياقص، أسواق المال: «أسواق-رأس المال-المؤسسة»، دار الجامعية طبع نشر توزيع، الإسكندرية-مصر، 1999.

- المقالات محكمة:

- حسن كريم حمزة، غسان رشاد عبد الحميد، سوق العراق للأوراق المالية: «البحث مستل من أطروحة دكتوراه»، ورقة بحثية مقدمة مجلة مركز الدراسات الكوفة، تهتم بالبحوث العلمية والإنسانية، (24)01، العراق، 2012.
- هايدي علي فهي، الابتكارات المالية ودعم الاستثمار: تحولات التمويل في دول مجلس التعاون الخليجي، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، المجلد 33 العدد (01)، مدينة نصر القاهرة-مصر، مارس 2024.
- خليل لهندي، أنطوان الناسف، العمليات المصرفية والأوراق المالية: الجزء الثاني «المفهوم القانوني للسوق المالية ومدى علاقتها بالنظام المصرفي»، المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس-لبنان، 2000.
- شوكمال عبد الكريم، براهيم سمير، إنبيارات الأسواق المالية وحلول اقتصاد المشاركة، ورقة بحثية مقدمة في الملتقى الدولي الأول حول: الإقتصاد الإسلامي-الواقع...وراهانات المستقبل، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، المركز الجامعي غرداية-الجزائر، خلال الفترة: 23 و24 فيفري 2011.
- المصدر: رفيق مزاهدية. كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تحقيق الاستثمارات: دراسة حالة «سوق الأسهم السعودية»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة-الجزائر، (غير منشورة)، 2006-2007.

-2- مصادر اجنبية:

- 1- Francis clarch, "Management of investment", McGraw, JAPAN, 1983, p: 465.
- 2- Bob Steeiner. **Foreign Exchange And Money Markets, Theory, Practice And Risk Management**, Butterworth Heinemann, first published, Britain, 2002.
- 3- Jeff Madura. **Financial Markets And Institutions**, Cengage Learning Customer & Sales Support, 10th Edition, United States of America, 2011.
- 4- Ashok Ganguly Chairman. **An Introduction To Financial Market**, part-01 for class xi, first edition, cbse india. central board of secondary education, 2007.
- 5- Valdoné Darškviené, **Financial Markets, (Leonardo da Vinci programme project) Transfer of Innovation**, Vytautas Magnus University, Education and Culture DG Lifelong Learning Programme, in Latvia, Lithuania and Bulgaria, 2010.
- 6- Bertrand J, Bruno S, Christophe P. **Marchés financiers, Gestion de portefeuille**, et des risques. DUNOD. 2014.
- 7- Catherine Karyotis , **L'essentiel de la Bourse et des marchés de capitaux**. GUALINO. 2010.
- 8- Éric C, Marc S, Henri T, **L'essentiel des marchés financiers FRONT OFFICE, POST-MARCHÉ ET GESTION DES RISQUES**, Eyrolles. 2010.
- 9- FRANK J. FABOZZ , **The Handbook of financial instruments**, John Wiley & Sons, Inc 2002, Sunil Parameswaran, **Fundamentals of Financial Instruments**, John Wiley & Sons, Inc, 2011,
- 10- Jean-Etienne Palard, Céline Barrédy. **Gestion financière**. Magnard-Vuibert. 2017. P : 311
- 11- Jean David A, Max P. **Marchés et instruments financiers**. Gualino. 2016. p :18
- 12- Pamela, Frank J. F. **The Basics of Finance, An Introduction to Financial Markets**, Business Finance, and Portfolio Management. John Wiley & Sons, Inc. 2010.
- 13- Perry H, **Financial Engineering Principles**, , John Wiley & Sons, Inc. 2004.
- 14- Powers, Mark J. **Inside the Financial Futures Markets**. 2nd ed. Hoboken. John Wiley & Sons. 1984.
- 15- Sunil Parameswaran, **Fundamentals of Financial Instruments**, John Wiley & Sons, Inc, 2011, p :10.
- 16- Roger G., Harindra S, Steven T, **fundamentals of futures and options**, research foundation of CFA Institute, 2013.
- 17- Ashok Ganguly Chairman. **An Introduction To Financial Market**, part-01 for class xi, first edition, cbse india. central board of secondary education, 2007.

الخريطة المفاهيمية



قائمة المحتويات:

الصفحة	الموضوع
01	دليل المادة التعليمية
03-02	أولاً / بطاقة المعلومات
08-04	ثانياً / وصف المادة التعليمية
11-09	فهرس المحتويات
12	المقدمة
26-13	المحور الأول: التمويل وأهميته والآليات التمويل الاقتصادي
14	تمهيد
14	1- تعريف التمويل
15	2- أهمية التمويل
15	3- الأسواق التمويلية والمؤسسات المالية ضمن آليات التمويل الاقتصادي
16	4- مصادر تمويل الاستثمارات الخاصة التقليدية والحديثة والمنشآت الصغيرة والناشئة
24	5- أنواع التمويل
26	6- أهمية التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية
36-27	المحور الثاني: السوق المالية: ماهية والتقسيمات
28	تمهيد
28	1- ماهية السوق المالية (Financial Markets)
31	2- تقسيمات السوق المالية (Divisions of the Financial Market)
49-37	المحور الثالث: سوق الأوراق المالية: الماهية، التقسيمات وشروط قيام سوق الأوراق المالية
38	تمهيد
38	1- ماهية سوق الأوراق المالية (Stock Market)
46	2- خصائص سوق الأوراق المالية وأقسامها
62-50	المحور الرابع: الأطراف المتدخلة وقواعد وآليات التعامل في سوق الأوراق المالية
51	تمهيد
51	1- الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية
54	2- قواعد وآليات التعامل في سوق الأوراق المالية

المحور الخامس: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية		75-63
تمهيد		64
1- الأسهم (Shares / Stock)		64
2- السندات (Bond)		71
3- أوجه الاختلاف بين الأسهم العادية والممتازة والسندات		74
المحور السادس: المنتجات المالية المتقدمة "المنتجات المالية"		80-76
تمهيد		77
1- عقود المستقبلية (Futures Market)		77
2- عقود الخيارات (Option Market)		78
3- عقود المبادلات (Swap Market)		79
4- المتعاملون في عقود المشتقات		80
المحور السابع: كفاءة الأسواق الأوراق المالية		92-81
تمهيد		82
1- مفهوم وأنواع سوق الأوراق المالية الكفاء		82
2- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية		84
3- مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية وأهم خصائصها		85
4- كفاءة السوق ونظام المعلومات المالية		87
المحور الثامن: مؤشرات سوق الأوراق المالية		104-93
تمهيد		94
1- تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية (Definition of Stock Market Indices)		94
2- كيفية بناء مؤشرات السوق		96
3- الاستخدامات المختلفة للمؤشرات		96
4- أساليب بناء مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية		98
5- أهم مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية والعربية		102
المحور التاسع: علاقة المؤسسة بورصة الأوراق المالية		112-105
تمهيد		106
1- دخول المؤسسات في بورصة الأوراق المالية		106
2- إجراءات الانضمام إلى البورصة بصفة عامة والجزائري بصفة خاصة		109

المحور العاشر: مهام بورصة الأوراق المالية على المؤسسة		117-113
تمهيد		114
1- المهام الأساسية للبورصة على المؤسسة		114
2- المهام التنظيمية والإشرافية		116
3- المهام المساندة للمؤسسات		117
المحور الحادي عشر: ضرورة اللجوء إلى بورصة القيم المنقولة لتنشيط الاقتصاد		123-118
تمهيد		119
1- دور سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي		119
2- دور سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الجزئي		120
3- أهمية سوق الأوراق المالية		123
المحور الثاني عشر: تكلفة رأس المال في أسواق الأوراق المالية		138-124
تمهيد		125
1- تعريف تكلفة رأس المال		125
2- محددات اختيار الهيكل المالي		127
3- تكاليف التمويل		127
الاضتيارات مع الحل النموذجي		147-139
أولاً/ الاضتيار الدورية العادية		140
ثانياً/ الاضتيار الدورية الاستدراكية		143

مقدمة

أن في العالم اليوم لا يمكننا فهم الاقتصاد الحديث دون التوقف عند مفهوم "السوق المالية"؛ فكل دولة تسعى للنمو والازدهار، تحتاج إلى آليات فعالة لتجميع رؤوس الأموال وتوجيهها نحو الاستثمار، وهنا تأتي الأسواق المالية لتؤدي هذا الدور الحيوي.

ففي ظل العولمة الاقتصادية وتطور التكنولوجيا المالية، أصبحت الأسواق المالية تحتل مكانة مركزية في اقتصاديات الدول، بل تُعتبر مرآة تعكس صحة الاقتصاد وقوته أو ضعفه. فالأسواق المالية لم تعد مجرد فضاءات لبيع وشراء الأوراق المالية، بل تحولت إلى منظومات متكاملة تلعب أدوارًا أساسية في تعبئة الموارد وتوزيعها بين مختلف الفاعلين الاقتصاديين لتمويل مشاريعهم؛ عندما نتحدث عن الأسواق المالية، فنحن نتحدث عن المكان الذي تلتقي فيه طموحات المستثمرين الباحثين عن الربح مع حاجات المؤسسات والهيئات إلى التمويل. إنها نقطة التقاء بين الادخار والاستثمار، وبين رؤوس الأموال والمشاريع.

وتزداد أهمية هذا الدرس في وقتنا الحالي، مع التطورات المتسارعة في تكنولوجيا المعلومات، والانتقال إلى المعاملات الرقمية، وظهور أسواق مالية جديدة (مثل العملات الرقمية ومنصات التداول الإلكتروني). في هذا الدرس، سنحاول تقديم فهم شامل للأسواق المالية من خلال التعرف على:

- المفهوم العام للسوق المالية؛
 - تصنيفاتها وأنواع الأدوات المتداولة فيها؛
 - أدوارها ووظائفها الأساسية في الاقتصاد؛
 - أهم الفاعلين فيها؛
 - إضافة إلى المخاطر والتحديات التي تواجهها، خاصة في الدول النامية؛
 - وما التحديات التي تواجهها خاصة في الاقتصاديات الناشئة مثل الجزائر؟
- يهتم مقياس الأسواق المالية بتحليل المفاهيم المرتبطة بأسواق المال وكذا القواعد المتعلقة بهذه الأسواق، تنظيمها، والشروط التعامل فيها. كما يتناول المقياس أهمية التمويل عن طريق الأسواق المالية بالإضافة إلى مكونات السوق المالية والأدوات المالية المتداولة فيها والكيفية التي يتم تداولها.

المحور الأول

التمويل وأهميته والأليات التمويلية الاقتصادي

وخصائص التمويل التقليدي وحديث (سوق الأوراق المالية)

في نهاية المحور التمهيدية يتوقع أن يدرك الطالب:

- فهم شامل لتعريف التمويل: إدراك أن التمويل هو عملية البحث عن الموارد المالية وتحديد المزيج الأمثل بين المصادر الداخلية والخارجية لتغطية الاستثمارات؛
- استيعاب أهمية التمويل: معرفة دوره في تحقيق النمو الاقتصادي والاجتماعي، تسهيل انتقال الفوائض النقدية، إنجاز المشاريع، والحفاظ على السيولة لتجنب الإفلاس؛
- التمييز بين الأسواق التمويلية والمؤسسات المالية: إدراك كيفية عمل السوق التمويلية كحلقة وصل بين الوحدات الاقتصادية ذات الفوائض والعجز، وفهم دور البنوك والمؤسسات غير البنكية؛
- التعرف على مصادر التمويل التقليدية: مثل القروض البنكية، أسواق الأوراق المالية، التمويل الداخلي (الأرباح المحتجزة وبيع الأصول)، والشراكات بين القطاعين العام والخاص؛
- التعرف على مصادر التمويل الحديثة والبديلة: مثل التمويل الجماعي، تمويل النظراء، التخصيم، تداول الفواتير، الاستثمار الملائكي، والتأجير التمويلي، مع فهم دور التكنولوجيا المالية في تسهيل هذه العمليات؛
- القدرة على المقارنة بين المصادر التقليدية والحديثة: من حيث المرونة، سرعة الحصول على التمويل، مستوى المخاطر، والملاءمة للمنشآت الصغيرة والمتوسطة؛
- إدراك التحديات في الدول النامية: مثل ضعف البنية التحتية التكنولوجية والمالية، وعدم كفاية التشريعات والرقابة، مما يحد من الاستفادة الكاملة من التمويل البديل؛
- تطبيق عملي: القدرة على اختيار المصدر التمويلي الأنسب حسب طبيعة المشروع (قصير الأجل، طويل الأجل، ناشئ، صغير، أو استثمار كبير).

بهذا الشكل، يصبح الطالب في نهاية المحاضرة قادراً على تحليل الخيارات التمويلية المختلفة، تقييم

مزاياها وعيوبها، وربطها بالواقع الاقتصادي والاجتماعي.

التمويل وأهميته والأليات التمويلية الاقتصادية

تمهيد:

يُعد التمويل أحد الركائز الأساسية في الاقتصاد الحديث، فهو ليس مجرد عملية الحصول على الأموال، بل منظومة متكاملة تهدف إلى تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو الاستخدام الأمثل بما يحقق النمو الاقتصادي والاجتماعي. ومع تطور الأنظمة المالية وتزايد التحديات العالمية، أصبح التمويل أداة استراتيجية تربط بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض وتلك التي تعاني من العجز، مما يساهم في استمرارية النشاط الاقتصادي وتوسيع الاستثمارات.

إن فهم طبيعة التمويل، أهميته، وآلياته التقليدية والحديثة، يُمكن الطالب من إدراك الدور الحيوي الذي يلعبه في دعم المؤسسات، تمويل المشاريع، وتحقيق التنمية المستدامة. كما أن التمييز بين المصادر التقليدية والبديلة للتمويل يفتح آفاقاً جديدة أمام رواد الأعمال والمنشآت الصغيرة والناشئة، خاصة في ظل التحولات التكنولوجية التي أعادت تشكيل المشهد المالي العالمي.

1- تعريف التمويل: يشكل التمويل أحد المقومات الأساسية لتطوير القوى المنتجة وتوسيعها وتدعيم رأس المال

خاصة لحظة تمويل رأس المال المنتج وقد تعددت تعاريف التمويل والتي نذكر منها:

- التمويل هو: "البحث عن الطرق المناسبة للحصول على الأموال واختيار وتقييم تلك الطرق والحصول على المزيج الأفضل بينها بشكل يناسب كمية ونوعية احتياجات والتزامات المؤسسة المالية";

- تتمثل عملية التمويل: "في البحث والحصول على الموارد المالية الضرورية لتحقيق الاهداف المسطرة";

ويمكن تعريف التمويل بأنه: "تلك المجموعة من القرارات حول كيفية الحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثمارات المؤسسة، وتحديد المزيج التمويلي الأمثل من مصادر التمويل المقترضة والأموال المملوكة من أجل تغطية استثمارات المؤسسة".

كما أن التمويل يهتم بوظيفة تسيير حقيبة الاستثمارات بالطريقة التي تعظم العائد على هذه الاستثمارات لمستوى مقبول من الخطر؛ وبتوفير هذه الاستثمارات بمزيج مناسب من مصادر التمويل لتخفيض تكلفة رأس المال إلى الحد الأدنى. وبالإضافة إلى قراري الاستثمار والتمويل، فإن وظيفة التمويل تتضمن القيام بمهام التخطيط والرقابة المالية؛ ومن خلال التعريفات يمكن استخلاص ما يلي:

- يتعلق التمويل أساساً بالمبالغ النقدية (السيولة) وليس بالأصول العينية (السلع والخدمات)؛

- يتم التمويل بالأموال اللازمة فقط بدون زيادة أو نقصان؛

- تتم عملية التمويل في التوقيت الملائم (بمعنى ينبغي تقديمه بوقت الحاجة إليه)؛

- يكون الهدف الرئيسي من التمويل هو تغطية الاحتياجات المالية لمختلف الأعوان الاقتصادية من عائلات، مؤسسات اقتصادية، إدارات عمومية؛
- يرتبط التمويل بالعائد.

2- أهمية التمويل: يعتبر التمويل فرع من فروع الاقتصاد وتبرز أهميته في كونه يسهل انتقال الفوائض النقدية بين الوحدات الاقتصادية ذات الفائض إلى تلك الوحدات التي لها عجز مالي، ولعل من أبرز العناصر الدالة على أهمية التمويل نذكر:

- توفير المبالغ النقدية اللازمة للوحدات الاقتصادية ذات العجز في أوقات الحاجة لذلك؛
 - تحقيق النمو الاقتصادي والاجتماعي للبلاد بما يساهم في تحقيق التنمية الشاملة؛
 - تسريح الأموال أو الموارد المالية المجمدة سواء داخل المؤسسة أو خارجها؛
 - يساعد على إنجاز مشاريع معطلة وأخرى جديدة والتي بها يزيد الدخل الوطني؛
 - يساهم في تحقيق رغبة المؤسسة من أجل اقتناء أو استبدال المعدات؛
 - يعتبر التمويل كوسيلة سريعة تستخدمها المؤسسة للخروج من العجز المالي؛
 - بما أن التمويل أحد مجالات المعرفة فهو يساهم في ربط الهيئات والمؤسسات المالية والتمويل الدولي؛
 - المحافظة على السيولة المؤسسة لحمايتها من خطر الإفلاس والتصفية.
- 3- الأسواق التمويلية والمؤسسات المالية ضمن آليات التمويل الاقتصادي: وبالتالي يمكن أن نقدم تعريف أشمل للأسواق التمويلية كما يلي:

تعتبر السوق التمويلية مكان التقاء يجمع بين عارضي رؤوس الأموال والطالبين لها وذلك بهدف تعبئة الفوائض المالية وتوجيهها نحو أصحاب العجز وفق شروط محكمة متفق عليها مسبقاً، مما يضبط السير الحسن لهذه العملية فيما يتعلق بالعوائد المنتظرة من جراء التنازل عن السيولة، مما يحقق الهدف الرئيسي للعملية التمويلية وهو ربط الصلة بين الوحدات ذات الفائض والوحدات ذات العجز وبالتالي تحقيق النمو الاقتصادي المطلوب.

بحيث أن الوحدات الاقتصادية تعرف احتياج التمويل، مما ينجم عنه طلب لرؤوس الأموال، كما يمكن أن تكون هذه الوحدات ذات فائض، وبالتالي تكون عارضة للأموال من خلال ما تحققه من ادخار يمثل ذلك الفائض من الدخل النقدي بعد طرح النفقات. وبصفة عامة يتم تغطية العجز للوحدات الاقتصادية إما باستعمال مصادر داخلية أو خارجية.

وتتجلى أهم صور المصادر الداخلية في التمويل الذاتي، وهذا يعني أن يعود إليها فائض نشاطها الإنتاجي، وهو متمثل في المتاحات التي تحتفظ بها المؤسسة بعد توزيع النتيجة (الأرباح بعد تسديد الضرائب والالتزامات الأخرى)، كما يمكن أن يكون ناتج من موارد استثنائية متأتية من عمليات رأس المال تقوم بها

المؤسسة، مثل التنازل عن العقارات، التخلي عن مساهمات خاصة بالفروع التي لم تعد تدخل في الإستراتيجية المحددة من طرف مسيري المؤسسة، ويتمثل التمويل الداخلي للأفراد في استخدام استثماراتهم كإستثمار العقاري مثلاً، أما الدولة فيتم تمويلها الداخلي عن طريق الموارد الناشئة عن فائض الميزانية العامة أو الفائض في ميزان المدفوعات.

أما إذا كانت الموارد الداخلية للوحدة الاقتصادية غير كافية للتمويل أو إذا كانت السياسة التمويلية لا تعتمد عليها، فإن اللجوء إلى التمويل الخارجي يصبح أمراً حتمياً حيث يتم على مستوى النظام المالي عن طريق التمويل المباشر وغير المباشر بالتمويل التقليدي ومصادر تمويل بديلة بما يعرف بالتمويل الحديثة؛ من هذا يمكن التمييز بين أنواع عديدة من مصادر التمويل التقليدية استناداً إلى أكثر من معيار.

الشكل رقم (01): مصادر التمويل التقليدية



4- مصادر تمويل الاستثمارات الخاصة التقليدية والحديثة والمنشآت الصغيرة والناشئة:

4-1- مصادر تمويل الاستثمارات الخاصة التقليدية:

4-1-1. المعيار الأول نوع المؤسسة التمويلية: تختلف الدول فيما بينها في طبيعة النظام المالي؛ منها ما يعتمد على البنوك كمصدر رئيسي في التمويل، ومنها ما يعتمد على السوق أو المؤسسات المالية غير البنكية لتقديم خدمات مالية متنوعة ومتطورة، مع مرونة أكبر في التمويل خاصة للاستثمارات الصغيرة والمتوسطة. وبشكل عام تصبح البنوك، وأسواق الأوراق المالية أكبر وأكثر نشاطاً وكفاءة كلما أصبحت الدول أكثر ثراءً؛ أي أن تنمية القطاع المالي تتجه إلى أن تكون أكبر عند مستوى الدخل الأعلى. ومن ناحية أخرى، الدول ذات التشريعات القوية والمتكاملة، تميل إلى الاعتماد أكثر على أساس السوق، والتي تتمتع بالحماية القوية لحقوق المساهمين، مع معايير المحاسبة الجيدة، بالإضافة لمستويات الفساد المنخفضة.

وكذلك، فإن الأنظمة المالية القائمة على البنوك -خاصة في المراحل التنموية الأولى، وفي ظل بنية مؤسسية ضعيفة- تكون أفضل مقارنة بالأنظمة السوقية في تعبئة المدخرات، وفي السيطرة، وحفز الاستثمارات. وفي المقابل تظهر مزايا الأنظمة السوقية في تقديم الخدمات المالية، التي تشجع على الإبداع والتطوير.

إضافة إلى ذلك، تظهر العلاقة العكسية بين التمويل عبر المؤسسات المالية غير البنكية وبين النمو الاقتصادي في ظل عدم رصانة الإجراءات التنظيمية، والتي تؤدي إلى ارتفاع درجة المخاطرة في القطاع المالي وفي الاقتصاد ككل. وبشكل عام يجب التأكيد على أهمية التعامل مع كل من القطاعين المصرفي وغير المصرفي بمنظور تكاملي لأدوارهم في إدارة الاقتصاد، مع ضرورة أن تقترن الفاعلية والكفاءة مع الرقابة والإشراف. وذلك حيث أظهرت الأزمات المالية العالمية الأخيرة بوضوح أهمية الرقابة على القطاع المالي غير المصرفي، فالأدوات المالية غير المصرفية - التي كانت تخضع لرقابة ضعيفة مثل صناديق التحوط أو المشتقات على سبيل المثال- أثرت بشكل كبير على استقرار الأنظمة المالية وعرضتها لمخاطر كبيرة، حيث تساعد الرقابة والتشريعات الضعيفة على تدعيم فقاعة الائتمان والتي ما يتبعها انهيار في أسعار الأصول في الكثير من الأحيان.

2-1-4. المعيار الثاني معيار أجل التمويل: يشمل التمويل قصير الأجل القروض قصيرة الأجل والائتمان التجاري، في حين يشمل التمويل طويل الأجل القروض البنكية طويلة الأجل وصناديق رأس المال والأسهم. وعادة ما تدعم المؤسسات الدولية وبنوك التنمية هذا النوع الثاني، وتقوم بتوفير ضمانات للتيسير وتمديد فترات القروض. وعلى الرغم من ذلك، فغالبا ما تفتقد الاستثمارات الصغيرة في الدول النامية لوجود خطط إنتاجية طويلة الأجل، وبالتالي يتعذر معها الحصول على تمويل طويل، وعادة ما تلجأ للتمويل قصير الأجل كمصدر سريع للسيولة النقدية، وأيضا للحد من مخاطر عدم السداد.

3-1-4. المعيار الثالث معيار مصدر التمويل: يتضمن التمويل الداخلي الأرباح المحتجزة وبيع الأصول، بينما يشير التمويل الخارجي إلى القروض والديون. يقلل التمويل الداخلي من المخاطر بسبب عدم وجود مدفوعات دينية شهرية ثابتة، مما يجعله مفضلا للشركات الناشئة. أما التمويل الخارجي فيحافظ على مرونة إدارة الشركة، حيث لا يتدخل المقرض في إدارتها، ولكنه يتطلب سدادا دوريا مع فوائد محددة.

4-1-4. المعيار الرابع معيار طبيعة التمويل: يجب هنا التأكيد على أهمية تكامل الأدوار في المنظومة التمويلية؛ فالشركات بين القطاعين العام والخاص تعد قناة مالية فعالة لتمويل المشاريع الكبرى، مع اعتماد هياكل تمويل مختلفة تبعا لاحتياجات المشروع ودرجة خطورته. وهذه الشركات غالبا تستمر لفترات طويلة وتشمل استثمارات كبيرة ودورات حياة طويلة للمشروع. وتعتبر قطاعات الطاقة، والاتصالات من أكثر القطاعات التي تستخدم فيها الشراكة بين القطاعين في التمويل، وتظهر الشراكة أيضا في تمويل الاستثمارات الخضراء والاستثمارات الخاصة بالتغير المناخي والحفاظ على البيئة؛ وفيما يتعلق بالشراكة مع المستثمر الأجنبي في تمويل الاستثمارات، ففي ظل العولمة المتزايدة للاقتصاد العالمي، تعتبر الاستثمارات الأجنبية المباشرة إحدى

المصادر الرئيسية للتمويل الخارجي. وغالبا ما تقود تلك الاستثمارات الدافع نحو تحقيق أرباح طويلة الأجل في الدولة المستثمر فيها، وذلك بخلاف استثمارات المحافظ المالية والنقود الساخنة سريعة الدخول والخروج والهادفة نحو تحقيق أرباح سريعة قصيرة الأجل وليس أغراض تنمية طويلة الأجل.

2-4- مصادر تمويل الاستثمارات الخاصة الحديثة والبديلة:

إذا كان الاتجاه السابق من الأدبيات ركز على المفاضلة بين المؤسسات البنكية وغير البنكية، بين التمويل طويل وقصير الأجل، التمويل بالدين أو بحقوق الملكية، أو بين الشراكة مع القطاع العام أو مع المستثمر الأجنبي كمصادر تقليدية للتمويل، فإن الاتجاه الحديث يستعرض مجموعة من مصادر التمويل البديلة؛ والتي تعتمد بدرجة كبيرة على الاستفادة من مخرجات التكنولوجيا المالية لتوفير مصادر تمويل مرنة، ومتواكبة مع التغيرات السريعة في التقنيات الحديثة، والتي تستفيد منها على الأخص المنشآت الصغيرة والمتوسطة، والشركات الناشئة والريادية.

وقد ظهر مفهوم مستحدث في الأدبيات الا وهو التمويل البديل Alternative finance كتعبير عن المصادر الحديثة في التمويل، والتي تختلف عن المصادر التقليدية والتي تمحورت حول التمويل من خلال الأسهم والسندات، والقروض المصرفية، والسحب على المكشوف، وخطوط وبطاقات الائتمان. في هذا الإطار يمكن تعريف التمويل البديل بأنه "مصدر التمويل الخارجي بخلاف البنوك وأسواق الأسهم والسندات". ويمكن تعريفه أيضا بأنه من مصادر التمويل الحديثة التي ظهرت كنتيجة للأزمات المتكررة في النظام المصرفي، والتطور المتسارع لتكنولوجيا المعلومات، وبزوغ دور الشركات الابتكارية في إعادة توجيه الابتكارات من الشركات الكبيرة للشركات الناشئة، ومن ثم تحقق قفزة كبيرة في تطوير نماذج بديلة للتمويل تعمل من خلال المنصات والتطبيقات التكنولوجية. وبالتالي يعمل هذا النوع من التمويل على استخدام المنصات الإلكترونية عبر الإنترنت، والتي تتيح الوصول إلى الموارد المالية عن طريق آليات تتجاوز إجراءات النظام المصرفي أو الوسيط الماليين التقليديين غير المصرفيين، وتقديم الروابط المباشرة بين المقرضين والمقرضين (مقدمي ومتلقي الموارد المالية).

وتتمثل أهم الاختلافات بين المصادر التقليدية والمصادر البديلة في اعتماد الأخيرة على المعاملات عبر الانترنت، وعدم وجود الضمانات التي تكفل القرض.

ومن الاختلافات الرئيسية أيضا بين المصادر التقليدية والحديثة هي استناد الأولى لما يعرف باتجاه تقسيم الكعكة، والذي يشير إلى قيام البنوك بالاستناد إلى مجموعة من المعايير القياسية، التي تحصل عليها بشكل أساسي من القوائم المالية للمستثمرين لتحديد استحقاقية المستثمر للتمويل، وتعتمد على المستندات الرسمية للمستثمر مثل الائتمان الحاصل عليها الفرد، والقروض الحالية والسابقة، والحسابات المصرفية، وأرقام الهوية الخاصة بمصادر التمويل الأخرى، ومعلومات التأمين الشخصية، والبيانات المالية الكاملة بما في

ذلك الميزانية العمومية، وبيانات الدخل، والحسابات الدائنة. أما المصادر البديلة فتعتمد في المقابل على اتجاه تحليل الشخصية، أي اعتماد المقرض في منح التمويل على شخصية المستثمر المقترض وليس على مستنداته وقوائمه المالية، والتي في كثير من الأحيان قد لا تكون مؤشرا جيدا عن الامكانيات المحتملة للاستثمار، ولا عن جدية المستثمر في السداد. وتظهر أهمية تحليل شخصية المستثمر على الأخص في حالة تمويل المنشآت الصغيرة والشركات الريادية والناشئة). ونبين بإيجاز أشهر مصادر التمويل البديل على النحو التالي:

الشكل رقم (02):



1-2-4. التمويل الجماعي **Crowd Funding**: يتحقق هذا النوع غالبا في شكل تمويل يحصل عليه المستثمر بشكل مباشر، من خلال المنصات الإلكترونية عبر الإنترنت بدون وجود وسيط مالي، وتقدم تلك المنصات أدوات لتقييم المقترض، والمستفيد من التمويل من حيث الجدارة، وحدائة وابتكارية الفكرة، فضلا عن تقديم خدمات أخرى لحساب الدفعات مستحقة السداد. ويحصل المستثمر على التمويل في شكل دفعات صغيرة من مجموعة كبيرة من المقرضين/الممولين، حيث يحصل المستفيدين من هذا النوع من التمويل من ذوي التصنيف الائتماني المنخفض على التمويل اللازم بسرعة وبتكلفة منخفضة نسبيا. وبالنسبة للدائنين/الممولين، تتمثل ميزة هذا النوع في الحصول على عائد مرتفع نسبيا مقارنة على سبيل المثال بالودائع المصرفية. ويستخدم ذلك النوع غالبا لتمويل أفكار ابتكارية أو مشروعات ناشئة وليس شركات أو منشآت. وهناك عدة أشكال من التمويل الجماعي منها على سبيل المثال Equity Crowd funding والذي يحصل فيه المقرض على حصة أو أسهم في الاستثمار مقابل الاقراض، وهناك أيضا، Donations or reward based Crowd funding والذي يقدم فيه المقرض التمويل كهبه/منحه لا ترد، أو يحصل في على مزايا عينية مثل سهولة الوصول إلى المنتج، أو الحصول عليه بأسعار مخفضة أو بدون مقابل.

2-2-4. تمويل النظراء Peer to Peer: يعتبر نوع من أنواع التمويل الجماعي، وفي حين يستخدم التمويل الجماعي في الأساس لتمويل المنشآت الناشئة والحديثة، يستخدم تمويل النظراء لزيادة رأس المال المنشأة، وعادة ما يحصل فيه المقرض على سعر فائدة كعائد على التمويل.

3-2-4. التخصيم Factoring*: يشير إلى بيع الحسابات المدينة لمؤسسة مالية أو شركة تخصيم، وتلجأ المنشأة في بعض الأحيان لشركات التخصيم للمساعدة في إدارة تدفقات النقدية وتأخر المدفوعات من قبل العملاء، وتدفع شركات التخصيم جزء من الحسابات المدينة عادة ما بين 75% إلى 80%، وتحتفظ بالباقي كاحتياطي، مما يوفر لتلك الشركات السيولة اللازمة في الأجل القصير دون الحاجة إلى الانتظار حتى تاريخ استحقاق الحقوق المالية. وينعكس ذلك بشكل إيجابي على معدل دوران رأس المال العامل، كما يؤدي إلى انخفاض مخاطر الديون المعدومة والخسائر المؤثرة على أرباح الشركات. وكلما كانت الحسابات المدينة ذات جودة عالية، زادت القدرة على الاقتراض. ويعد نشاط التخصيم أحد الركائز لتوفير تمويل لدورة رأس المال العامل وتسريعها، وعلى وجه الخصوص عن طريق تخصيم الحقوق المالية قصيرة الأجل الناشئة عن أنشطة التصدير للخارج.

4-2-4. تداول الفواتير Credit Invoice: شكل من أشكال التمويل المستند إلى المستحقات، حيث يبيع المستثمر فواتيره بخصم لمجموعة من المستثمرين الأفراد أو المؤسسات مقابل النقد. ويعتبر هذا المصدر مشابه للتخصيم، باستثناء أن عدة أطراف بدلا من مقرض واحد يشتري الفاتورة.

5-2-4. الاستثمار الملائكي Angel Investments: وهو التمويل الذي يقدمه فرد أو مجموعة من الأفراد ذوي قدرة تمويلية لمساعدة المستثمرين بأموال أولية، مقابل الحصول على حصة في الاستثمار. وبمجرد أن تصبح الاستثمارات مربحة، يمكن للمقرض الملائكي أن يبيع أسهمه لتحقيق ربح واستخدامه لتمويل استثمارات أخرى، والاستثمارات الملائكية من الأدوات الهامة المتعارف عليها بشكل خاص بالنسبة للشركات والمشروعات الريادية الناشئة، والتي يستفيد منها رواد الأعمال في مراحل النمو الأولية لمشروعاتهم.

6-2-4. التأجير التمويلي Leasing: وهو أحد أنواع التمويل المستند إلى الأصول يسمح فيه للمشاريع الصغيرة والمتوسطة بالحصول على التمويل القصير والمتوسط الأجل. ويعتبر أحد المصادر المستخدمة لشراء المعدات الرأسمالية، حيث يتفق طرفان على التوقيع على عقد حيث يقدم طرف (المؤجر) أصلاً لطرف آخر (المستأجر)

* **تعريف التخصيم:** هو وسيلة للحصول على تمويل قصير الأجل لزيادة دورة التدفق النقدي مع تحسن في السيولة، فضلا عن الربحية من خلال عقد تمويل ينشأ بين المخصص والبائع وبمقتضاه يقوم المخصص بشراء الحقوق المالية الحالية والمستقبلية الناشئة عن بيع السلع وتقديم الخدمات. أو هو معاملة مالية تباع فيها الشركة ديونها المستحقة (فاتورة) لطرف ثالث (يسمى عامل) بسعر مخفض في مقابل الحصول على أموال فورية لتقوم بأعمالها. ويختلف التخصيم عن القرض البنكي في ثلاثة أشياء. أولاً يكون التركيز على قيمة المستحقات (الأصول المالية)، وليس سمعة الشركة المالية. ثانياً لا يُعد التخصيم قرضاً ولكنه شراء للأصول المالية. وأخيراً، يشمل القرض البنكي طرفين، في حين يشمل التخصيم ثلاثة أطراف.

لاستخدام ذلك الأصل في فترة زمنية محدودة / ثابتة مقابل المدفوعات العادية المحددة. وفي نهاية العقد يسمح للمستأجر بشراء تلك المعدات. في هذا الصدد، نتج عن تلك المصادر الحديثة ثورة في عالم التمويل، ومن ضمنها خفض وتوفير الوقت اللازم للحصول على التمويل من حوالي 25 ساعة في المتوسط في حالة المصادر التقليدية، إلى أقل من 30 دقيقة باستخدام المصادر البديلة. وتقتزن السرعة أيضاً بسهولة التسويق، وسهولة الحصول على الأموال، والكفاءة في الإدارة.

في هذا الإطار، يمكن تناول المزايا الخاصة بالتمويل الجماعي من منظور مختلف، ألا وهو الذكاء الجماعي الناتج عن القرارات التمويلية الجماعية للأفراد في مقابل الذكاء الفردي للمقرض الواحد. ولا يعنى ذلك أن التمويل الجماعي لا يخلو من المخاطر التي يشتمل عليها التمويل البنكي التقليدي، ولكن تنقسم وتتوزع المخاطر على عدد أكبر من الأفراد (المقرضين)، وبالتالي انخفاض المخاطر التي يتحملها كل مقرض بمفرده.

وعلى الرغم من شيوع استخدام المصادر البديلة في التمويل وارتفاع نسبة مساهمتها في تمويل الاستثمارات المختلفة، إلا أن المصادر التقليدية لازالت تعتبر هي الأساس في التمويل، وخاصة في الدول النامية، التي لازالت تفتقد الدرجة المطلوبة من التطور المالي، ومن التقنيات المالية الحديثة التي تمكنها من تفعيل تلك المصادر الحديثة والاستفادة منها على نطاق أوسع. في حين أن التمويل البديل غالباً ما يكون هو المصدر المهيمن لتمويل الاستثمارات في الدول المتقدمة والاقتصادات سريعة النمو.

وعلى ذلك تعتبر أهم التحديات التي تواجه الدول النامية هي الكفاءة المؤسسية، والبنية التحتية التكنولوجية والمالية التي تمكنها من تقديم الخدمات التمويلية المتطورة على نطاق أوسع ولشبكة أكبر من المستفيدين. ومن ضمن التحديات أيضاً تلك المتعلقة بعدم كفاية اللوائح والتنظيمات المالية والرقابية التي تشرف على تلك المصادر، والتي تهدف إلى الحد من مخاطر وخسائر الاحتيال، التي قد يتعرض لها المقرضين إذا لم يتم إتباع إجراءات الرقابة الصارمة على نحو متسق، كما هو الحال مع المؤسسات المالية الخاضعة للتنظيم. وفي ذات السياق، فتجدر الإشارة إلى أهمية مراجعة وتحديث التشريعات اللازمة لاستيعاب وتشريع استخدام تلك الأدوات الاستثمارية والتمويلية.

3-4- مصادر تمويل المنشآت الصغيرة والناشئة:

بشكل عام تعتبر المصادر الحديثة هي الخيار التمويلي المناسب لكل من المنشآت الصغيرة والناشئة في مقابل المصادر التمويلية الأخرى، وذلك في ظل التحديات التي تتعرض لها المنشآت الصغيرة والمتوسطة في النفاذ إلى المؤسسات المصرفية، والحصول على القروض البنكية وذلك في ظل عدم قدرتها على تقديم الضمانات الكافية للقروض البنكية. وعلى الرغم من ذلك، لازالت تلك المصادر الحديثة تعتبر مكمل وليس بديل عن التمويل البنكي في ظل تفضيل بعض الشركات الصغيرة والمتوسطة استخدام الموارد التقليدية. في هذا الإطار، تستخدم الشركات متوسطة الحجم في الغالب رأس المال القائم على الديون (قروض ائتمانية قصيرة الأجل، سحب على المكشوف من البنوك وخطوط الائتمان)، والتأجير، والأرباح المحتجزة، والمنح الحكومية. أما بالنسبة للمؤسسات الصغيرة ومتناهية الصغر، فإن مصادر التمويل من الأسرة والأصدقاء (Funds from Family Friends 3Fs) هي التي تهيمن على إجمالي رأس المال.

وفيما يتعلق بتمويل الاستثمارات الناشئة والريادية، والابداعية، فتختلف مصادر التمويل مع اختلاف المرحلة التي تمر بها تلك الاستثمارات. في هذا الإطار، تمر الشركات الناشئة والريادية وخاصة التكنولوجية بأربع مراحل رئيسية هي: المرحلة الأولية Seed Stage: ومرحلة الفكرة والتطوير Idea stage: ومرحلة النمو الأولية Early stage: ومرحلة الانطلاق Growth Later stage: وتختلف الاستثمارات الموجه لكلاً من تلك المراحل. فعلى سبيل المثال، في المرحلة الأولية وللتغلب على السقوط فيما يعرف بوادي الموت* Death Valley، تتجه تلك المشروعات الناشئة إلى الحصول على التمويل المبدئي من الأهل والأصدقاء (Fs3)، أو الحصول على تحويلات ومنح من جهات حكومية وبحثية داعمة للابتكار والإبداع، بالإضافة إلى الحصول على الدعم الفني والمالي من حاضنات الأعمال.

وفي المراحل اللاحقة الخاصة بالتطوير، يظهر الدور الذي يقوم به التمويل الملائكي ومسرعات النمو وذلك بعد التحقق من صلاحية الفكرة وتطوير نماذج أولية لمنتجاتهم أو تطبيقاتهم. وبلي ذلك مرحلة النمو والتوسع للشركات الناشئة، والتي تصبح فيها أكثر نضوجاً ودراية بآليات ومتطلبات السوق مما يجذب استثمارات رأس المال المخاطر Venture Capital للدخول والاستثمار في شراكة مع تلك الشركات، وفي الأغلب يكون ذلك مقابل نسبة في الملكية.

أما المرحلة الأخيرة من دورة حياة الشركات الناشئة وهي مرحلة الانطلاق وتكون بالدخول إلى الطرح أو الاكتتاب العام IPO، ويتم فيها جذب المستثمرين من المؤسسات التمويلية المختلفة أو المساهمين من الافراد.

* وادي الموت: هو مصطلح شائع في عالم الشركات الناشئة، يشير إلى صعوبة تغطية التدفق النقدي في المراحل الأولى من بدء التشغيل، قبل أن تبدأ الشركة في جني إيرادات من بيع المنتجات أو الخدمات الجديدة.

ويساعد ذلك المنشأة على الانتشار في السوق والنفوذ إلى الأسواق العالمية، وتسويق منتجات أو خدمات الشركات الناشئة. ويلخص شكل رقم (03) تلك المراحل والمصادر الملائمة لها.

الشكل رقم (03):

مصادر التمويل المختلفة

مرحلة النضج والاستقرار بالأسواق	التوسع / المراحل اللاحقة / النمو	المنح / المراحل الأولية	الملاك / حقوق الملكية
			المخاطر الشخصية والعائلية
			المنح الحكومية
			القروض المخصصة
			التمويل الجماعي
			الإيمان - المخاطرة
			الاقتراض
			العائلة والأصدقاء
			القروض الاستثمارية الموجهة
			قروض متناهية الصغر
			تمويل نظراء
			تمويل الميزانيات العمومية للتكنولوجيا المالية
			قروض الحكومة
			تمويل رأس المال المخاطر
			قروض المصارف
			التأجير التمويلي
			صناديق الاستثمار الخاصة
			قروض التوسعة
			البنوك التجارية / التمويل
			سندات الشركات
			حقوق الملكية
			سندات النمو
			الاستثمار والتمويل الجماعي لمخاطر
			الاستثمار - التمويل الخاص
			صناديق رأس المال المخاطر الخاصة
			صناديق رأس المال المخاطر للشركات
			صناديق رأس المال المخاطر الحكومية
			صناديق رأس المال المخاطر غير التقليدية
			الصناديق الخاصة / حقوق الملكية الموجهة للنمو
			الصناديق الخاصة
			الصناديق العامة
			استثمارات حقوق الملكية لمخاطر / مواضع خاصة

وفي ظل العرض السابق لمصادر التمويل المختلفة، سواء تلك التقليدية أو الحديثة، ففي خلاصة الأمر، لا غنى عن تحقيق التوازن بينهما، بما يساهم في تحقيق التنمية الشاملة لكافة الأنشطة الاقتصادية. فإذا كان التمويل المصرفي أكثر ملاءمة لتمويل الصناعات الإنتاجية المستقرة والتقليدية، تميل الصناعات التكنولوجية بشكل أكبر للتمويل من خلال الأسواق المالية بسبب الدرجات العالية من حالة عدم التأكد التي تختص بها تلك الصناعة. وكذلك يعد القطاع المالي غير المصرفي مكملًا للقطاع المصرفي في تمويل المشروعات الإنتاجية سواء الصغيرة والمتوسطة من خلال خدمات التمويل متناهي الصغر، والتأجير التمويلي، أو الشركات العملاقة من خلال التمويل بواسطة سوق رأس المال. كما يتكامل القطاع المصرفي وغير المصرفي من خلال تمويل البنوك للشركات التي لديها مستويات عالية من الأصول الملموسة، أو لديها سجل تاريخي من الإيرادات والعوائد، في حين أن التمويل من خلال الأسواق المالية أو صناديق رأس المال المخاطر وكذا شبكات التمويل الملائكي، يتناسب أفضل مع الشركات ذات الطبيعة الابتكارية، أو منخفضة الأصول الملموسة.

5- أنواع التمويل:

5-1- التمويل المباشر: يتمثل التمويل المباشر في العلاقة القائمة بين المقترض والمستثمر دون تدخل أي وسيط بنكي أو غير بنكي. وذلك من خلال إصدار مستخدمي الأموال (وحدات العجز المالي) الذين يمثلون بالنسبة للوحدات ذات الفائض المالي (المقترضين النهائيين لأصل مالي) أوراقاً مالية مباشرة (تدفق مباشر للأوراق المالية) للوحدات ذات الفائض، وعادة ما يتعهد المدين (المقترض) بدفع سلسلة من المدفوعات للدائن في المستقبل حتى يسترد صاحب الأموال مدفوعاته بالإضافة إلى عائد مناسب مقابل مخاطر التسليف أو يحرر له صك ملكية لجزء من القيم الحقيقية للمؤسسة، وتمثل الأصول المالية المتنازل عنها مستند مطالبة لحق الموارد أو الدخل مقابل هذه الأموال، ويطلق على هذه الأصول المالية أوراق مالية مباشرة أو أوراق مالية أولية.

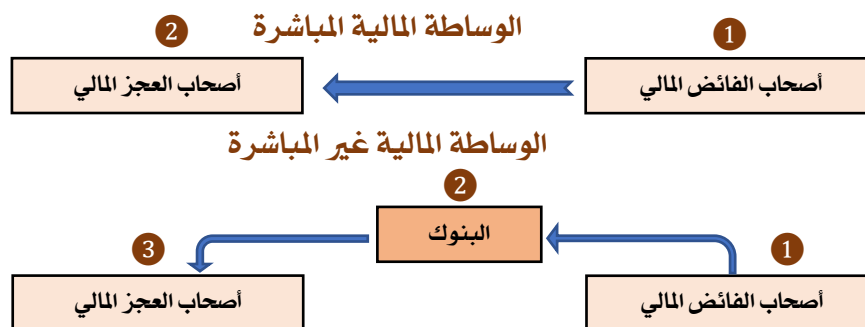
5-2- التمويل غير المباشر: يضطلع ادخار العائلات "وهو ذلك الجزء الذي لا يستخدم في الاستهلاك" بدور كبير في الاقتصاد بإعتباره القطاع الوحيد الذي تتجاوز مدخراته استثماراته، ولهذا فإن نمو القطاعات الأخرى يعتمد على تحويلات المدخرات في هذا القطاع، حيث تم خلق آليات جديدة للاستفادة من هذه المدخرات، ويعد بروز المؤسسات المالية الوسيطة وراء هذا الشكل من التمويل، وتساعد هذه المؤسسات الوسيطة على التقاء مرن بين وحدات الفائض والعجز، يتجاوز مجرد التوسط إلى إصدار أصول مالية غير مباشرة من قبلها لصالح وحدات الفائض وقبول الأصول المالية المباشرة من وحدات العجز. وبالتالي يعد الوسيط المالي الحلقة المركزية لآلية التمويل غير المباشر، إذ يمكنه تجميع موارد مالية بإصدار حقوق يكتتب فيها من قبل المقرضين النهائيين، وجذب ودائع هؤلاء مقابل التزامات معينة، وهذه الموارد يمكن أن تستكمل بموارد ذات طبيعة نقدية التي يمكن لبعض الوسطاء خلقها.

الشكل رقم (04):

مصادر التمويل المباشر وغير مباشر

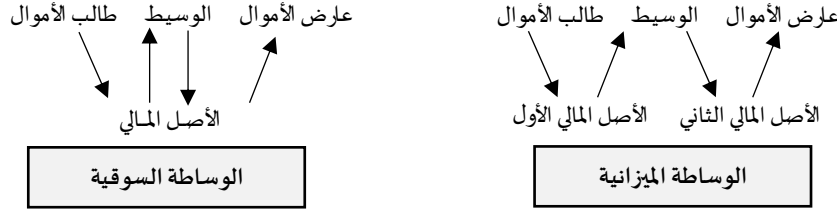
التمويل

هو توفير الأموال وإدارتها بحيث تنتقل من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي بغية أو/من أجل تحقيق أهداف معينة، تطوير مشروع سواء كانت شخصية، مؤسسية أو حكومية أو توسيع في استثمارات جديدة.



ويمكن التمييز هنا بين نوعين من الوساطة، وهما وساطة ميزانية ووساطة سوقية، ويختلف تدخل الوسيط في كل منهما كما يوضحه الشكل التالي:

الشكل رقم (05): الوساطة الميزانية والوساطة السوقية



من خلال هذا الشكل يمكن شرح الوساطة الميزانية والوساطة السوقية كما يلي:

أ- الوساطة الميزانية: ويعمل فيها الوسيط على تحويل مميزات الأصل المالي، فالوسيط يقوم بشراء أوراق مالية أولية ويحتفظ بها في جانب الأصول من ميزانيته، وفي المقابل يقوم بإصدارات مختلفة تسجل في جانب الخصوم.

ب- الوساطة السوقية: ويتدخل فيها الوسيط في سوق الأصول المالية كما يلي:

○ بتقريب كل من المشتري والبائع في حالة السمسرة مقابل عمولة؛

○ عند إجرائه الإصدار لصالح الزبون؛

○ الشراء لحسابه الخاص لإعادة البيع مقابل الحصول على هامش؛

ويلاحظ في كل هذه الحالات أن إسهام الوسيط يتركز على مستوى تداول الأصول ورفع السيولة.

3-5- خصائص التمويل المباشر: يمكن إجمال أهم خصائص التمويل المباشرة فيما يلي:

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

ب- تمويل ذاتي مرتفع للمؤسسات حيث يمكن اعتبار اقتصاد الأسواق المالية باقتصاد الأموال الخاصة خصوصاً في حالة التمويل عن طريق إصدار الأسهم.

ت- لا تهمل الوساطة في هذا النظام وإنما تعتبر كفرع في السوق.

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

ج- المديونية للخزينة العمومية يتم تحديدها بحرية وتعتبر بشكل جيد عن العلاقات بين العرض والطلب على رؤوس الأموال.

ح- يلجأ البنك المركزي في هذا النظام إلى استخدام سياسة السوق المفتوحة.

6- أهمية التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية:

- لقد تزايد الاهتمام بالتمويل من خلال سوق الأوراق المالية نتيجة تضافر مجموعة من العوامل، منها ما هو دولي ومنها ما هو محلي يتعلق بالأوضاع الداخلية لكل دولة. من أهم هذه العوامل:
- أ- عجز الدولة عن تمويل خطط التنمية الاقتصادية التي تتطلب في الغالب رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوافر في خزانة الدولة، الشيء الذي يدفع بالدولة ربما للاقتراض الخارجي وما يترتب عنه من تبعات وخيمة تطال استنزاف موارد الأجيال اللاحقة، أو اللجوء إلى الاقتراض الداخلي سواء من البنك المركزي أو من البنوك التجارية ما يؤدي إلى مزاحمة ومنافسة القطاع الخاص في الحصول على القروض.
- ت- عدم قدرة البنوك التجارية على توفير التمويل متوسط وطويل المدى لعدة أسباب، من أهمها مشاكل التعرض لمخاطر التضخم والمخاطرة لقصر أجال مواردها المالية.
- ث- تسرب كمية معتبرة من المدخرات خارج الدورة الاقتصادية نتيجة زيادة الوعي والثقافة الإسلامية في كثير من الدول الإسلامية وغير الإسلامية بحزمة التعامل بالربا، فواكب ذلك البحث عن قنوات بديلة تخلص من المحظورات الشرعية بغية الإفادة من تلك المدخرات.
- ج- جلب الإستثمار الأجنبي بتمويل التنمية المحلية من خلال السماح للأجانب من تملك الأوراق المالية للشركات المحلية، أو إصدار الشركات المحلية لأوراق مالية في الأسواق المالية الدولية.
- ح- قدرة سوق الأوراق المالية على تنشيط المشاريع الصغيرة والمتوسطة ذات الأفاق المستقبلية الواعدة من خلال إيجاد تمويل أقل تكلفة مقارنة بالتمويل المصرفي الذي غالباً ما يكبل ويكبح قدرات المشاريع ذات الأحجام الصغيرة والمتوسطة على التطور والنمو.
- ويوفر التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية مجموعة من المزايا مقارنة بالتمويل المصرفي يمكن عرض أهمها في الجدول التالي:

الجدول رقم (01):

مزايا التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية مقارنة بالتمويل المصرفي

أوجه المقارنة	التمويل من البنوك	التمويل من سوق الأوراق المالية
تكلفة الاقتراض	أعلى	عملياً التكلفة تكون أقل
الحد الأقصى للتمويل	هناك حدود قصوى للتمويل تتحدد في معظم الأحيان برأس مال البنك	لا يوجد حد أقصى إذا توفرت قناعة لدى المساهمين بفرص نمو الشركة
إمكانية زيادة التمويل في أي وقت	محدودة، تتوقف على شروط البنك	أكثر مرونة ولا توجد حدود قصوى
تسهيل عملية الاندماج والاستحواذ	لا يوجد أي تأثير	إدراج أسهم شركة ما في سوق الأوراق المالية يساعد في زيادة فرص اندماجها واستحواذ شركات كبرى عليها
إمكانية وجود دعم فني إداري	التمويل المصرفي يقتصر على الاقتراض فقط	من خلال سوق الأوراق المالية قد تستفيد الشركات من كفاءة وخبرات المستثمرين الاستراتيجيين ما يسمح بتنمية الشركات إدارياً وفنياً
رفع الكفاءة التنظيمية	لا يوجد تأثير مباشر على كفاءة الشركة	إلتزامات القيد والإفصاح تساهم في رفع كفاءة الشركة
تحديد قيمة عادلة للشركة	لا تؤثر على القيمة العادلة للشركة	تساهم في تحديد القيمة العادلة للشركة من خلال القيمة السوقية

المحور الثاني

السوق المالية: ماهية والتقسيمات

في نهاية المحور الثانية حول ماهية وتقسيمات الأسواق المالية، يتوقع أن يدرك الطالب ما يلي:

- فهم مفهوم السوق المالية: باعتبارها آلية تجمع بين البائعين والمشترين والوسطاء لتداول الأدوات المالية المختلفة دون ارتباط بمكان مادي محدد؛
- استيعاب نشأة الأسواق المالية وتطورها التاريخي: من المصارف الخاصة والصرافة، مروراً بظهور البنوك المركزية والبنوك المتخصصة، وصولاً إلى اندماج الأسواق المحلية في الأسواق الدولية؛
- التمييز بين التمويل المباشر وغير المباشر: التمويل المباشر يتم عبر إصدار وحدات العجز المالي للأصول المالية وبيعها لوحدة الفائض، بينما التمويل غير المباشر يتم عبر الوسطاء الماليين مثل البنوك وشركات التأمين؛
- التعرف على تقسيمات السوق المالية:
 - السوق النقدية (Money Market): أدوات قصيرة الأجل عالية السيولة مثل أذون الخزانة وشهادات الإيداع، وتتميز بانخفاض المخاطر؛
 - سوق رأس المال (Capital Market): أدوات طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات، وتتميز بارتفاع العوائد نسبياً مع زيادة المخاطر.
- إدراك الفروق الجوهرية بين السوق النقدية وسوق رأس المال: من حيث آجال الاستحقاق، درجة السيولة، مستوى المخاطرة، وطبيعة المؤسسات المالية العاملة فيهما.
- التعرف على الأسواق الحاضرة والأجلة:
 - الأسواق الحاضرة (Spot Market): تداول فوري للأوراق المالية؛
 - الأسواق الآجلة (Forward Market): عقود مستقبلية، خيارات، ومبادلات مالية.
- اكتساب وعي بخصائص كل سوق: مثل السيولة، المخاطرة، المرونة، والعوائد المتوقعة.

خلاصة

بنهاية هذه المحاضرة، يصبح الطالب قادراً على رسم صورة شاملة للأسواق المالية، وفهم دورها في تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الأنشطة الاقتصادية المختلفة، مع التمييز بين أدوات وأساليب التمويل قصير الأجل وطويل الأجل.

السوق المالية: ماهية والتقسيمات

تمهيد:

تُعد الأسواق المالية من أهم الركائز التي يقوم عليها الاقتصاد الحديث، فهي ليست مجرد أماكن لتبادل الأموال أو الأوراق المالية، بل هي آلية متكاملة تعمل على تحقيق التوازن بين قوى العرض والطلب، وتوجيه المدخرات نحو الاستثمار المنتج. ومع تطور المجتمعات البشرية، تغيرت طبيعة الأسواق والسلع المتداولة فيها، لتصبح الأسواق المالية اليوم أداة رئيسية في دعم النمو الاقتصادي، وتسهيل حركة رؤوس الأموال بين الأفراد والشركات والدول.

في هذه المحاضرة سنسعى إلى:

- التعرف على مفهوم السوق المالية وأهميتها في الاقتصاد؛
- استعراض نشأة الأسواق المالية وتطورها التاريخي عبر المراحل المختلفة؛
- فهم التقسيمات الأساسية للسوق المالية بين السوق النقدية وسوق رأس المال؛
- إدراك خصائص كل سوق والتميز بين أدواتها وآجالها ومخاطرها؛
- استكشاف الأسواق الحاضرة والأجلة وما يرتبط بها من عقود مستقبلية وخيارات ومبادلات.

1- ماهية السوق المالية (Financial Markets)

تعمل الأسواق المالية على تحقيق موازنة فعالة ما بين قوى الطلب وقوى العرض، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء المعاملات والمبادلات كافة. وتزداد أهمية الأسواق المالية وتبلور ضرورتها في المجتمعات التي تتسم بحرية الاقتصاد والتي يعتمد الاقتصاد فيها على المبادرة والمبادأة الفردية والجماعية.

1-1- مفهوم السوق المالية:

تستمد السوق المالية مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام. والسوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق. كما أدى طابع التخصص في الأسواق إلى نشوء وحدات متخصصة من المستثمرين والشركات للمتاجرة وتقديم خدمات الوساطة في السوق.

1-1-1. نشأة الأسواق المالية:

ترتكز فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث التي تقوم على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد فكرة تقسيم العمل على كبر حجم السوق وعلى 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 وبشكل أدق على تطور في سوق الأوراق المالية مما ترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية

وهذه السوق أطلق عليها سوق الأوراق المالية. وقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم السوق بصورة عامة والوسيلة التي يتم التعامل بها في تلك الأسواق.

وقد مرت فكرة الأسواق المالية عبر تطورها التاريخي بمجموعة من المراحل التي ارتبطت بالتطور المالي والاقتصادي يمكن تلخيصها كالآتي:

أ- **المرحلة الأولى:** وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من المصارف الخاصة، ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية، الأمر الذي قاد إلى اتساع نطاق التعامل التجاري، وأدى ذلك إلى كبر حجم هذه المشروعات التي باتت بحاجة ماسة إلى رؤوس أموال كبيرة وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها، فأصبح يلجأ إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة.

ب- **المرحلة الثانية:** وتتميز ببداية ظهور بنك مركزي يسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت المرحلة الأولى تتميز بحرية اقتصادية مطلقة، وفي هذه المرحلة قامت البنوك التجارية بعملها التقليدي وازداد قبولها لخصم الكمبيالات "والأوراق المالية التجارية"، وازداد دورها في الإئتمان طبقاً للقواعد التي يصدرها البنك المركزي، كما حاولت مد نشاطها خارج الحدود غير أنها لم تستطع منح قروض إلا لآجال محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد على النقود في هذه المرحلة.

ت- **المرحلة الثالثة:** ظهور البنوك المتخصصة في الاقتراض متوسط الأجل مثل البنوك الصناعية والزراعية والعقارية وبنوك التنمية والاستثمار، وأصبحت هذه البنوك تقوم بعمليات إصدار سندات متوسطة الأجل لسداد احتياجات من الأموال ولكي تفي باحتياجاتها لتمويل المشاريع التنموية، ويقوم البنك بإصدار سندات الخزنة.

ث- **المرحلة الرابعة:** وفيها ظهرت الأسواق النقدية المحلية، وازداد الإهتمام بسعر الفائدة، بإصدار سندات الخزنة لفترات متوسطة وطويلة الأجل، بالإضافة لنمو نشاط الأوراق التجارية، وشهادة الإيداع القابلة للتداول، وهذا يعتبر بداية اندماج السوق النقدي في السوق المالي، وبداية ظهور أسواق ثانوية لتبادل هذه الأوراق أي (البورصات) بالإضافة إلى وجود سوق نقدي متقدمة، مما يقتضي وجود موارد مالية كبيرة بالنسبة لحجم العمليات التي تجري فيه.

ج- **المرحلة الخامسة:** وهي مرحلة اندماج الأسواق النقدية المحلية في الأسواق المالية الدولية، بحيث تساعد كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها. وتتمثل هذه المرحلة حلقة متطورة في نمو النظام المالي داخل الدولة وتطور المرافق الاقتصادية والعامة فيها. وقد تتحول بعض المؤسسات أو الأسواق المالية المحلية إلى أسواق دولية.

في هذه المرحلة تنتقل منها وإليها رؤوس الأموال المختلفة وذلك بفضل التقدم التكنولوجي وزيادة الاتصالات وزيادة المبادلات بين البلدان المختلفة، كما أن التطور المالي بلغ في هذه المرحلة أقصى مداه إذ يتفرغ الوسطاء الماليون ويتخصص كل منهم في واحدة أو أكثر من الأوراق المالية.

ولقد ارتبط تطور الأسواق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي التي مرت به معظم دول العالم ولا سيما الدول الرأسمالية. وقد جاء انتشار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل الصكوك المالية، والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية، ولقد كان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الأمر على قارعة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا. ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية "البورصات".

لذلك فإن الأسواق موجودة في المجتمعات البشرية منذ القدم، إلا أن السلع المتداولة بتلك الأسواق، وكذلك الوسائل والأساليب لتبادل تلك السلع هي التي تغيرت عبر التاريخ؛ وذلك نظراً لتطور الظروف الاقتصادية والاجتماعية؛ لتغير احتياجات الأفراد؛ ولتطور سبل الاتصال فيما بينهم.

2-1-1. تعريف السوق المالية (The Definition of the Financial Market):

تعرف السوق المالية بأنها وسيلة (ينتهي فيها شرط المكان)، يلتقي خلالها (المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون) من ذوي الاهتمامات (المادية أو المهنية) بالأدوات (الرأسمالية والنقدية) أو بـ (الصرف الأجنبي) بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة (الحقيقية والمادية والنقدية...) لفترات متباينة (طويلة وقصيرة) اعتماداً على (قوانين وأنظمة وتعليمات) وإلى حدٍّ ما (عادات وتقاليده وأعراف) معتمدة (محلياً أو دولياً).

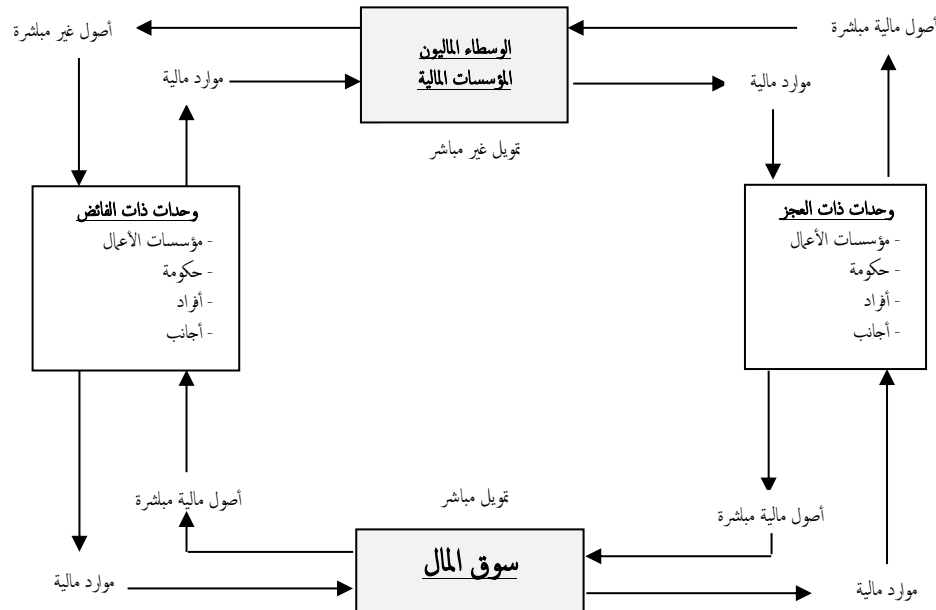
كما تعرف السوق المالية من منظور علم الاقتصاد على أنها: الآلية التي تمكن وتيسر للناس القيام بإصدار وتداول أدوات الإستثمار قصيرة وطويلة الأجل، بتكلفة معاملات منخفضة وأسعار تعكس فرضية السوف الكفاء.

والأسواق المالية كما يعرفها جيف مادورا (Jeff Madura) على أنها أسواق الأصول المالية (السندات، أسهم...) فمثلاً: الأسهم والسندات يمكن شراؤها أو بيعها، حيث يتم تحويل الأموال في الأسواق المالية عندما يشتري أحد الطرفين الموجودات المالية المحتفظ بها سابقاً من قبل طرف آخر. والأسواق المالية تساهم في تدفق الأموال، وبالتالي تسمح بالتمويل والاستثمار من قبل الأسر، والشركات، والوكالات الحكومية.

مما تقدم يمكن تقديم تعريف شامل لأسواق المالية، وهي عبارة عن الآلية التي يتم من خلالها تدفق الأموال الفائضة (الأصول المالية: قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل) في شكل مدخرات إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي بهدف استثمارها، وعملية تدفق الأموال هذه تتم بطرق عديدة تتناسب مع متطلبات التمويل لهذه

العملية، حيث تقوم وحدات العجز المالي بإصدار أصول مالية أو ما يسمى "الحقوق المالية" والتي تعرضها لوحدة الفائض المالي فتشتريها هذه الأخيرة مقابل تحويل لفوائضها المالية إلى وحدات العجز المالي وهذا ما يسمى بالتمويل المباشر، أما إذا تم تحويل الموارد المالية بين وحدات الفائض ووحدات العجز عن طريق مجموعة من الوسطاء الماليين والتي تتشكل من المؤسسات المالية العاملة في السوق المالية "بنوك، شركات التأمين..." فإن عملية التمويل تأخذ شكل التمويل غير المباشر كما يوضحه الشكل الآتي:

شكل رقم (06): انتقال الموارد المالية في الاقتصاد



2- تقسيمات السوق المالية (Divisions of the Financial Market)

يعد السوق المالي الآلية التي تعمل على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاقتصادية المختلفة بالاستعانة بالمؤسسات المالية المختلفة، حيث يشتمل السوق المالية على نوعين من الأسواق هما: أسواق النقد وأسواق رأس المال، وتختلف أسواق النقد عن أسواق رأس المال أساساً في آجال استحقاق الأدوات المالية التي يجري تداولها، إضافة إلى طبيعة المؤسسات المالية العاملة في كل من السوقين:

1-2- السوق النقدية (Money Market):

1-1-2- تعريف السوق النقدية (Definition of Money Market):

ترتبط نشأة أسواق النقد بنشأة الوديعه والبنوك التجارية، لذلك فهي تعد من أقدم أسواق المال وتمثل المؤسسات المالية والمصرفية الاطراف الأكثر تعاملًا في هذه الأسواق.

حيث توجد أسواق النقد لتحويل الأموال من الأفراد والشركات والوحدات الحكومية التي تمتلك فائض أموال قصيرة الأجل (الأموال الموردين) إلى الوحدات الاقتصادية التي لديهم احتياجات قصيرة الأجل للحصول على أموال (مستخدمي الأموال). على وجه التحديد، ففي أسواق النقدية يتم إصدار أدوات الدين قصيرة

الأجل (تلك التي تستحق من سنة واحدة أو أقل) من قبل الوحدات الاقتصادية التي تطلب الأموال قصيرة الأجل ويتم شراؤها من قبل الوحدات الاقتصادية التي لديها فائض الأموال قصيرة الأجل فور صدورها. كما تعرف على أنها سوق تنتقل فيها الأموال من خلال أدوات مالية قصيرة الأجل ذات درجة سيولة عالية مثل: الودائع والقروض وأذون الخزانة وشهادات الإيداع القابلة للتداول القبولات المصرفية (Banks Acceptances) والأوراق التجارية وغيرها، ومن أهم المنشآت المالية التي تعمل في أسواق النقد البنوك التجارية.

أيضاً عرفت أنها السوق التي من خلالها يمكن الحصول على القروض قصيرة الأجل، أي التي لا يزيد أجل استحقاقها عن سنة، سواء أكان ذلك من خلال عقد القرض المباشر، أم من خلال إصدار الأوراق المالية التي تتميز بسيولتها العالية، أي التي يمكن تحويلها إلى نقود خلال مدة قصيرة، كشهادات الإيداع القابلة للتداول؛ ويتم استخدام سوق المال ليشمل جميع الأدوات المالية قصيرة الأجل والتي تقوم على سعر الفائدة، وإنما سميت هذه السوق بـ (سوق النقد) لأنه يمكن تحويل الأصول المالية المتداولة فيها إلى نقود، بسرعة وسهولة، أو لأن هذه الأصول يمكن أن تقوم بوظيفة أو أكثر من وظائف النقود، أو لمجموع الأمرين.

2-1-2- تقسيمات السوق النقدية (Divisions of the Money Market):

وتنقسم إلى سوقين هما:

أ- أسواق خصم: هي تلك السوق التي يجرى فيها التعامل في الأوراق التجارية (الكمبيالات) وأذون الخزانة، بالشراء (الخصم) والبيع، ويمثل شراء (خصم) هذه الأوراق جانب الطلب عليها، سواء طلب البنوك التجارية وحدها، كما هو الحال في جمهورية مصر العربية مثلاً، أو طلب بيوت الخصم، كما هو الحال في المملكة المتحدة مثلاً، أما جانب عرض الأوراق التجارية فيتمثل في عرض (بيع) هذه الأوراق من جانب حملتها في سوق الخصم.

ويلاحظ هنا أنه حتى في البلاد التي توجد فيها بيوت الخصم المتخصصة، كالمملكة المتحدة، فإن البنوك التجارية هناك كثيراً ما تعيد خصم (شراء) الأوراق التجارية التي تكون بيوت الخصم قد خصمتها من قبل، إذ أن الخصم يعتبر - بالنسبة للبنوك التجارية - خط الدفاع الثاني، فالأوراق التجارية (وأذون الخزانة) أكثر الأصول سيولة، بعد النقود وودائع البنوك لدى البنك المركزي، ويمكن للبنوك التجارية أن تتخير خصم (شراء) تلك الأوراق التجارية التي تحمل مواعيد مختلفة للاستحقاق تتلاءم مع محفظة الأوراق التجارية لدى تلك البنوك، وبذلك تضمن البنوك استمرار سيولتها يوماً بعد يوم.

ب- أسواق القروض قصيرة الأجل: يتضمن هذا السوق جميع القروض التي تعقد لأجل قصير تتراوح بين أسبوع واحد وسنة كاملة ويكون أطراف هذه السوق المشروعات والأفراد من ناحية والبنوك التجارية وبعض مؤسسات الإقراض المتخصصة في تقديم الائتمان قصير الأجل من ناحية أخرى. ففي بعض الدول الأوروبية كإنجلترا وألمانيا يصل الحد الأدنى إلى ليلة واحدة بحيث يتم تجديد آجال القروض يومياً.

2-1-3 خصائص السوق النقدية:

تتميز السوق النقدية بالخصائص التالية:

- أ- يعتبر سوق جملة، ويكون المتعاملين فيه من ذوي الحجم الكبير يتمتعون بخبرات كبيرة جداً ويعملون لحساب مؤسسات كبيرة أخرى ويتم الاعتماد على الوسطاء والسماسرة؛
- ب- أدوات الإستثمار المستخدمة في هذه الأسواق تعتبر عالية السيولة؛
- ت- يعتر السوق النقدي من الأسواق التي تتمتع باستثمارات قليلة المخاطرة. لأن مخاطر الدين وعدم مقدرة المدين على السداد تكون شبه معدومة. لأن أدوات الدين في هذا السوق غالباً تكون مصدرة من قبل الحكومة؛

ث- يمتاز بالمرونة العالية قياساً بغيره نظراً لقصر الآجال وما يتمتع به من انخفاض درجة المخاطرة؛

- ج- تعتر آجال الإستحقاق الأدوات السوق النقدي قصيرة فهي لا تتجاوز سنة واحدة في الغالب بدءاً من يوم واحد مما يعطيها صفة السيولة العالية لأدوات الإستثمار في السوق.

2-2- سوق رأس المال (Capital Market):

2-2-1 تعريف سوق رأس المال (Definition of Capital Market):

يعرف سوق رأس المال بأنه سوق الصفقات المالية طويلة الأجل والتي تنفذ أما في صورة قروض مباشرة طويلة الأجل، أو في شكل إصدارات مالية طويلة الأجل.

كما يعرف بأنه مجموع المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأدوات المالية طويل الأجل، أي إقراض الأموال وإستثمارها لفترة تتجاوز السنة الواحدة، ويكون إقراض الأموال أو إستثمارها لأجل طويل بهدف إستغلال أموال متاحة لفترة طويلة من أجل تحقيق عائد منها، كما يكون الهدف من الحصول على هذه الأموال هو تمويل إستثمارات رأسمالية (طويلة الأجل).

2-2-2 تقسيمات سوق رأس المال (Divisions of the Capital Market): وينقسم سوق رأس المال إلى:

- أ- الأسواق الحاضرة (الفورية) (Spot Market): هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين. أو ما يسمى بالسوق العاجلة، وفي هذه الصورة يقوم المشتري بدفع الثمن كاملاً واستلام الأوراق المالية من البائع وفق الاجراءات المتبعة في البورصة، وتنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة.

والتي بدورها تنقسم إلى سوقين هما: السوق الأولي (الإصدار) والسوق الثانوي (التداول).

ب- أسواق آجلة (Forward Market):

هي الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات البيع أو الشراء للأوراق المالية، ثم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل. ويطلق عليها أسواق العقود المستقبلية (Futures Contracts) وأسواق المشتقات المالية (Financial Derivative Markets) وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات المالية من الأدوات المالية محل العقد، وتتمثل أهم هذه الأسواق في: الأسواق المستقبلية عقود الخيار، العقود المستقبلية، وعقود المبادلات.

• أسواق العقود المستقبلية (Futures Market):

تعود نشأة وتطور الأسواق المستقبلية إلى عقد السبعينيات من القرن الماضي تحديداً في العام 1971 عندما بدأت سوق الأوراق المالية شيكاغو (تأسست عام 1848) بتنفيذ عقود مستقبلية على العملات الأجنبية. وفي العام 1975 نفذ أول عقد مستقبلي على أسعار الفائدة للشهادات التي تصدرها الجمعية الوطنية الحكومية للرهن (GNMA) في سوق شيكاغو للتجارة. وفي العام 1976 سمح السوق النقدي الدولي (IMM) (الذي أنشئ عام 1972 ونفذ به أول عقد العملات الأجنبية) بتنفيذ مستقبليات على الأوراق المالية الحكومية وعلى الأوراق المالية قصيرة الأجل (أذونات الخزينة الأمريكية). ومن ثم في العام 1977 بدأت سوق شيكاغو بالتعامل بمستقبليات سندات الخزينة الأمريكية والتي أصبحت لاحقاً من أنشط أدوات سوق المستقبليات تداولاً. وشهد العام 1980م اهتمام المستثمرين بمستقبليات مؤشر الأسهم والتي لاقت قبولاً عاماً ويطلق عليها أحياناً (Pin-Stripe Pork Bellies)، علماً أن أول عقد نفذ في سوق شيكاغو المنتظمة على مؤشر الأسهم كان عام 1982. ومنذ عام 2001 بدأ المستثمرون يتعاملون بمؤشر داوجونز الصناعي. وهي عقود تعطي لحاملها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين، (قد يكون سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم والتسلم في تاريخ لاحق في المستقبل.

• أسواق العقود الخيارات (Option Market):

تعود نشأة الخيارات إلى وقت مبكر من العام 1900 عندما قامت مجموعة من الشركات بإنشاء جمعية الوسطاء وسماسرة خيارات البيع والشراء، لتمثل هذه الجمعية اللبنة الأساسية لتطور أسواق الخيارات. إذ يستطيع أي عضو في الجمعية أن يجد بائع لمن يرغب بشراء الخيار، كما يمكن للعضو في الجمعية أن يمارس دور مزدوج كسمسار لمقابلة البائع والمشتري أو تأجر يأخذ مركزاً معيناً في الصفقة. وفي بدايات العام 1973 حصلت تغيرات جذرية وواسعة في البنية التحتية لأسواق الخيارات، إذ تم تأسيس سوق منتظم لخيارات الأسهم يعرف باسم هيئة شيكاغو لسوق الأوراق المالية للخيارات (CBOE) الذي فتح أبوابه في 26 أبريل من نفس العام لتجارة خيارات الشراء

فقط، ومن ثم في جوان من العام 1977 أضيفت خيارات البيع. وبذلك أصبح سوق شيكاغو سوقاً مركزياً لتجارة الخيارات يوفر الأطر المعيارية لتداول الخيارات وضمان حقوق المتعاملين في السوق عبر عمليات المقاصة التي تقوم بها جهة متخصصة أنشأت لهذا الغرض تسمى بيت المقاصة (Clearinghouse).

ومنذ العام 1983 تنامت هذه الأسواق وأصبحت صناعتها أكثر جاذبية للمستثمرين، وعلى وجه الخصوص بعد تجربة يوم الاثنين الأسود عام 1987 (انهيار سوق الأوراق المالية نيويورك في ذلك اليوم). ودلائل تنامي هذه الأسواق من تنامي حجم الصفقات المنفذة إذ بلغت في عام 2004 أكثر من بليون دولار، سواء تلك الصفقات التي ينفذها المستثمر المؤسسي في الأسواق المنتظمة والموازية.

حيث يعتبر عقد الخيار هو عقد مستقبلي يكون أحد طرفيه ملزماً بتنفيذه أما الطرف الآخر فله الحق في الاختيار ما بين تنفيذ العقد وعدم تنفيذه، أي أن التنفيذ يكون اختياريًا بالنسبة لأحد الطرفين. وترتبط عقود الاختيار بصفة أساسية بشراء وبيع الأسهم. وقد يكون العقد "اختيار شراء" أو "اختيار البيع".

• أسواق العقود المبادلات (المقايضات) (Swap Market):

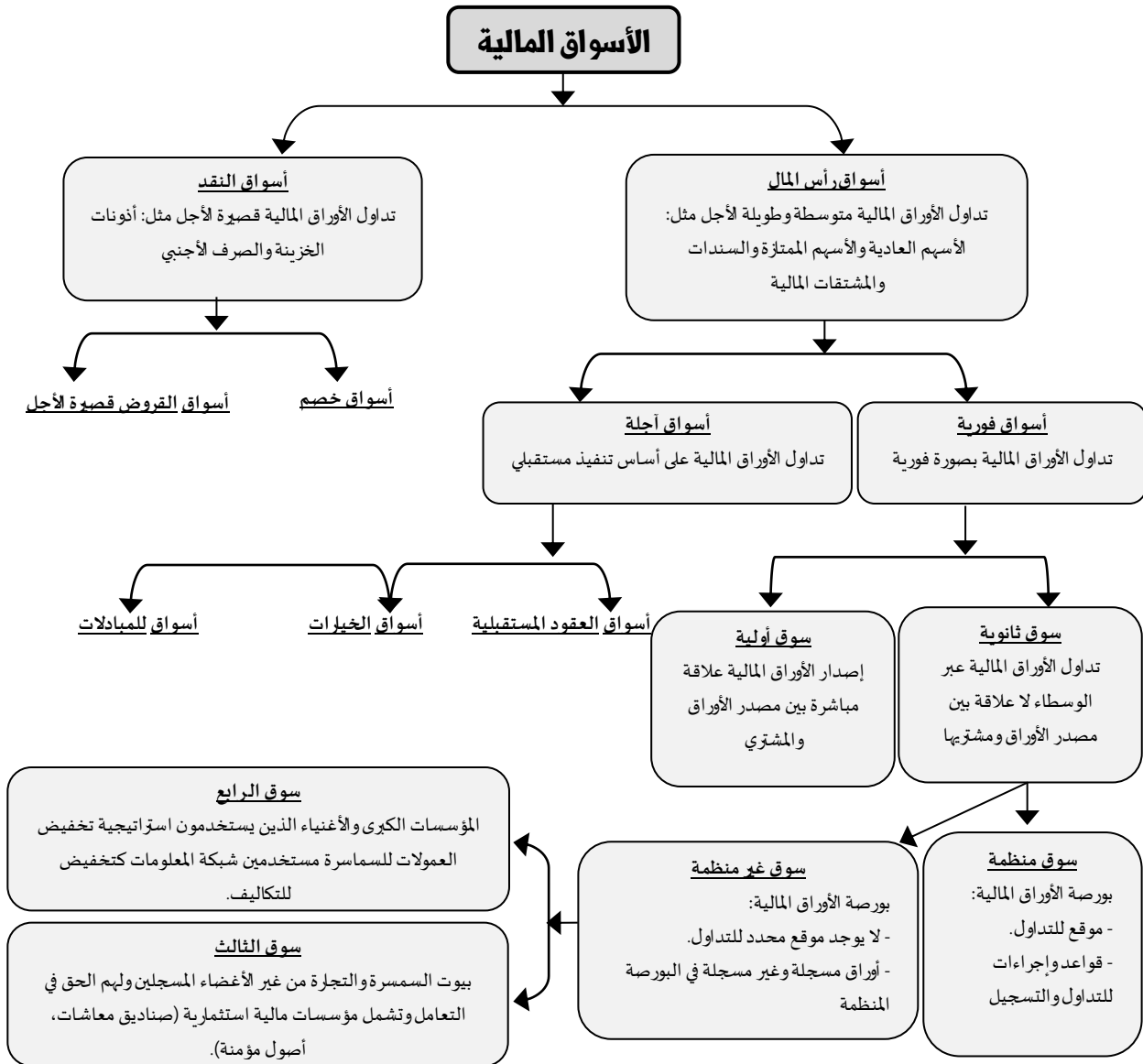
رغم أن سوق المبادلات قد بدأ عام 1981 فقط إلا إنه بلغ عشرات التريلونات من الدولارات الأمريكية مع منتصف التسعينات ونحو 48 تريليون دولار عام 2000، إلا أن الدول العربية قد بدأت في مثل هذه العقود مؤخراً ومن أبرز الدول العربية التي استخدمت عقود المستقبلات - والتي قد تكون الوحيدة في ذلك- المملكة العربية السعودية. ويتم فيها نوعان أساسيان للمبادلات أحدهما للفائدة والآخر للعملة.

3-2-2- خصائص سوق رأس المال:

- أ- يرتبط سوق رأس المال بالأوراق المالية طويلة الأجل.
- ب- له دور فعال في التمويل المشروعات الإنتاجية طويلة الأجل.
- ت- سوق رأس المال أكثر تنظيمًا من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين به من الوكلاء المتخصصين.
- ث- الإستثمار في سوق رأس المال أكثر مخاطرة من السوق النقدي وأقل سيولة أيضاً.
- ج- العوائد مرتفعة نسبياً للأسواق في رأس المال مقارنة مع الإستثمار في الأسواق الأخرى.
- ح- يشترط توفر سوق ثانوي يتم تداول أدوات الإستثمار المختلفة فيه.

شكل رقم (07):

أقسام الأسواق المالية



المحور الثالث

سوق الأوراق المالية:

الماهية، التقسيمات وشروط قيام سوق الأوراق المالية

في نهاية المحور الثالث حول سوق الأوراق المالية، يتوقع أن يدرك الطالب ما يلي:

- التعرف على نشأة وتطور أسواق الأوراق المالية عبر المراحل التاريخية المختلفة، من أسواق البضائع إلى البورصات المنظمة؛
- فهم تعريف سوق الأوراق المالية باعتبارها سوقاً منظمة لتداول الأسهم والسندات، تربط بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي؛
- إدراك الوظائف الاقتصادية للسوق مثل:
 - توفير السيولة المستمرة؛
 - تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو المشاريع الإنتاجية؛
 - تقييم الأداء الاقتصادي للشركات؛
 - العمل كمؤشر للأحوال الاقتصادية؛
 - المساهمة في تمويل خطط التنمية والتحوط من المخاطر.
- تمييز المتطلبات الأساسية لقيام السوق مثل: الوعي الادخاري والاستثماري، وجود مناخ اقتصادي مستقر، كثرة الشركات المساهمة، توفر المؤسسات المالية الوسيطة، الإفصاح المالي، ونظام اتصالات فعال؛
- التعرف على خصائص سوق الأوراق المالية التي تجعلها أكثر تنظيمًا من الأسواق الأخرى، وارتباطها بالاستثمارات طويلة الأجل ذات المخاطر والسيولة المحدودة.

من خلال هذه المخرجات، يصبح الطالب قادرًا على فهم البنية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية ودورها الحيوي في التنمية، كما ورد في النص: "تؤدي سوق الأوراق المالية دورا هاما في الحياة الاقتصادية، حيث وجدت من أجل الربط بأفضل صورة بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي".

سوق الأوراق المالية:

الماهية، التقسيمات وشروط قيام سوق الأوراق المالية

تمهيد:

تشير العديد من الدلائل على أن أسواق الأوراق المالية تقدم خدمات من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي، حيث يؤدي وجود أسواق المال إلى تقليل تكلفة تحريك المدخرات وبالتالي تسهيل الاستثمار باستخدام طرق أكثر إنتاجية، كما تضمن هذه السوق تمويل استثمارات طويلة الأجل مع ضمان ألا يفقد المدخرين سيطرتهم على مدخراتهم، كذلك تمكن أسواق الأوراق المالية من تحقيق المناظرة في الاستثمار ذلك لأنها تمكن المتعاملين من البيع والشراء عندما يرغبون في تنويع محافظهم المالية. كذلك فإن الأسواق المالية عالية السيولة تزيد من الحافز للحصول على معلومات للإفادة منها مما يساهم في تحسين الرقابة على إدارة الشركات، فرغبة إدارة الشركات في تعظيم القيمة السوقية لها يؤدي ولا شك إلى دفع عملية النمو الاقتصادي. وتنقسم سوق الأوراق المالية إلى مجموعة من الأسواق:

1- ماهية سوق الأوراق المالية (Stock Market):

يعتبر وجود بورصات الأوراق المالية أو أسواق الأوراق المالية في أي بلد بمثابة المرآة التي تعكس الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول وتقدمها. فأسواق الأوراق المالية تعد من أهم أجهزة أو مكونات الأسواق المالية. فهي تهدف إلى تأمين السيولة وتجميع المدخرات للإسهام في عمليات الاستثمار والتنمية.

1-1-1 نشأة ومفهوم سوق الأوراق المالية وأهم وظائفها:

تعد أسواق الأوراق المالية أحد المرتكزات المهمة لنشاط القطاع المالي التي تساهم في تطوير حركة الأموال والاستثمارات لتحقيق التنمية الاقتصادية، وقد مرت نشأة هذه الأسواق بعدة مراحل لتحقيق وظائفها الاقتصادية.

1-1-1-1 نشأة سوق الأوراق المالية:

لقد مرت أسواق الأوراق المالية بعدة مراحل تاريخية كالتالي:

أ- الخلفية التاريخية (Historical Background):

وجدت الأسواق في المجتمعات البشرية منذ القدم، وكان يتم فيها تبادل السلع عن طريق المقايضة ثم تطورت وأصبحت تتم عن طريق المبادلة بالنقود، وكان تبادل السلع يتم عن طريق الاتصال المباشر، ثم بعد أن تطورت وسائل الاتصال أصبح التبادل يتم عن طريقها (وسائل الاتصال)، أو عن طريق الوسطاء والوكلاء.

بناءً على ذلك تطور مفهوم السوق... فلم يعد يقتصر على المكان المعين، ونتيجة لكثرة وتنوع المنتجات ظهرت الأسواق المتخصصة كأسواق المواد الغذائية وأسواق الذهب، وظهرت أسواق تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية.

لقد كان التعامل بالأدوات المالية في بداية الأمر في فرنسا وإنجلترا وأمريكا يتم على قارعة الطريق، ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تسمى الآن أسواق الأوراق المالية، وترجع نشأة هذه الأسواق تاريخياً إلى فرنسا في القرن الثالث عشر الميلادي في عهد الملك "فيليب" الذي عاش خلال الفترة (1267-1314) ميلادي حيث أوجد مهنة السمسرة، خلال هذه الفترة انتعشت الحركة التجارية في بلجيكا فكانت مدينة بروج (Bruges) من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية، وأصبحت مهبط التجار ورجال الأعمال إذ كانوا يجتمعون مقابل قصر عائلة "فان دي بورص" (Vander Bourse) لتبادلوا الصفقات وقيل: كانوا يجتمعون في فندق يملكه شخص يسمى (Van Der Bourse) وقيل: أن عائلة (فان دي بورص) جعلت من مقر سكنها في بلجيكا مكاناً لتجارة النقود وتبادلها خلال القرن 15، وقيل كذلك: إن (فان دي بورص) هذا اكتسب اسمه من الشعار الذي رسمه على فندقه دلالة على مهنته وهو عبارة عن ثلاثة أكياس من النقود وذلك لأن كلمة (Bourse) تعني باللغة الجرمانية كيس النقود وتطورات حركة التبادل هذه لتأخذ اسم العائلة أو الشخص مع العملية إلى أن أصبحت هذه الكلمة تطلق على سوق تداول الأوراق المالية وإذا رجعنا إلى تواريخ إنشاء أهم البورصات في العالم وجدنا أن أول بورصة أنشئت كانت في مدينة "أنفريس البلجيكية" عام 1536، ثم تتابع بعد ذلك إنشاء البورصات في أوروبا، ثم في باقي دول العالم.

غير أنه لم تنشأ سوق الأوراق المالية مهيكلها ونظمها وإدارتها التي عليها اليوم، بصورة فجائية بل

مرت بمراحل منها:

ب- مراحل نشوء أسواق الأوراق المالية:

ب-1- مرحلة إنشاء أسواق البضائع:

إن التطور الذي مس أوروبا بالانتقال من مرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية، وما رافق ذلك من هجرة الأيدي العاملة إلى المدن، أدى إلى ازدحام السكان فيها، وبذلك أصبح تموين هذه المدن تمويناً منظماً بالأغذية والحبوب من المشاكل العسيرة، مما حتم وجود سوق عالمي للإتجار بالمحاصيل الزراعية وظهور ما يسمى بالمضاربين ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، وإنشاء تجارة الجملة لتحمل خطر الإتجار، فنشأت الأسواق في أماكن متعددة للإتجار في هذه المحاصيل، وسميت بورصة البضائع فقد أنشأت أول بورصة للبضائع في باريس عام 1304، وأنشأت بورصة للبضائع في أمستردام 1608.

ب-2- مرحلة التعامل بالأوراق التجارية:

لقد انطلق التعامل بهذه الأوراق التجارية في فرنسا في القرن الثالث عشر، فقد عرفت بداية تداول الأوراق التجارية "الكمبيالات والسحوبات الأذنية"، فأوجد ملك فرنسا (فيليب الأشقر) مهنة سماسرة الصرف وهذا من أجل تنظيم هذه العملية.

ب-3- مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق:

بعد إصدار وليم الثالث في عام 1693 قراراً حول سندات القرض وحق التنازل عنها لأي شخص يرغب في شراءها...بدأت أول خطوات لتحقيق سيولة الاستثمارات.

وكان يتم التعامل في هذه الصكوك في الطرقات والمقاهي وهذا قبل افتتاح بورصة لندن، فعقب خروج المتعاملين من بورصة الملكية للبضائع كان يجتمع المتعاملون في الأوراق المالية في ممر بورصة البضائع وفي مكان غير مسقوف وفي الشتاء والأيام الممطرة يجتمعون في مقهى "جوناثات".

ب-4- مرحلة استقلال بورصات الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها:

صاحبة مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية، فنمو الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخل من ناحية ورواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية أخرى، أملى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة بأنظمتها وإدارتها ومبانيها، ومن بين الأسواق المالية التي استطاعت أن تستقل بمبنى خاص هي بورصة لندن 1773 ثم باريس 1808 ونيويورك 1861 ثم طوكيو وغيرها...

1-1-2- تعريف سوق الأوراق المالية (The Definition of the Stock Market):

يطلق الاقتصاديون على سوق الأوراق المالية عدة أسماء تشير إلى مدلول واحد. كسوق الأسهم والسندات، وسوق رأس المال، والسوق المالية عندما تذكر دون تحديد، ومن الأسماء التي شاع إطلاقها على سوق الأوراق المالية أسم: (بورصة الأوراق المالية).

سوق الأوراق المالية (Stock Market):

لقد تعددت تعريفات أسواق الأوراق المالية ولعل من أبرزها هذه التعاريف:

1- كما يطلق في بعض الأحيان على سوق الأوراق المالية بمصطلح البورصة، ويطلق عليها أيضا بالسوق المالية إذا سميت بدون تحديد، وفي هذه الحالة تكون السوق المالية بصدد مفهومها الضيق. وتتكون سوق الأوراق المالية من سوقين رئيسيين هما السوق الأولية والسوق الثانوية، بحيث لا تقل درجة أهمية الأولى عن الثانية. فضلا عن هذه الأهمية فإن كلاهما يقومان بوظائف اقتصادية ترمي إلى حشد المدخرات، ثم ضخها في التمويل طويل الأجل للمشروعات الإنتاجية الكبرى؛

2- سوق الأوراق المالية عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع من الأوراق أو لأصل مالي معين.

3- هي سوق مستثمرة ثابتة المكان، تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محددة يغلب أن تكون يومية. يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال. والسماسة. ومساعدوهم؛ للتعامل في الأوراق المالية وفقاً لنظم ولوائح محددة.

4- تعرف سوق الأوراق المالية بأنها سوق منظمة تجري فيها المعاملات على الأوراق المالية من أسهم وسندات الشركات وكذا السندات الحكومية القابلة للتداول في هذه السوق، وذلك بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين في هذا النوع من التعامل. ولا بد أن يلتزم هؤلاء المتعاملون في السوق بالقوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها. وتقوم على إدارة السوق هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ تلك القوانين واللوائح.

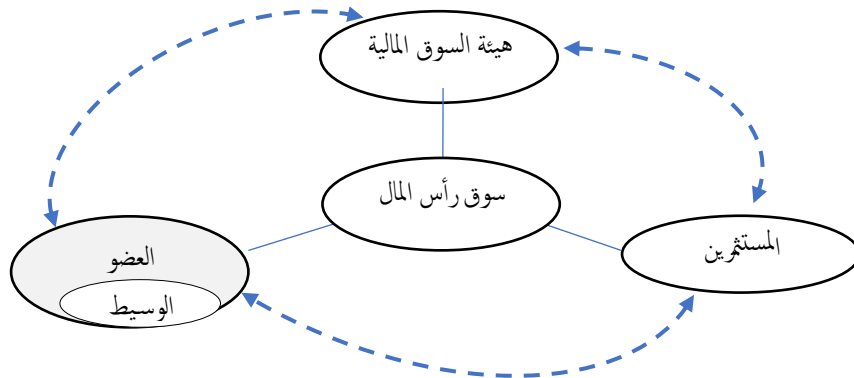
5- هي سوق منظمة تقام في مكان ثابت، يتولى إدارتها والإشراف عليها هيئة لها نظامها الخاص، تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليده، يؤمها المتعاملون في الأسهم والسندات من الراغبين في الاستثمار، والناشدون الاستفادة من تقلبات الأسعار. تنعقد جلساتها في المقصورة يوميا حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشتريين.

6- هي سوق منظمة لرأس المال، يتولى إدارتها والإشراف عليها مجلس إدارة يضع لها القواعد التي يجب أن يحترمها المتعاملون فيها...

لذا يتشكل أي سوق مالي منظم من أربعة جهات رئيسية تمثل في مجموعها الأطراف ذات العلاقة بالسوق. وهو ما يوضحه الشكل التالي:

الشكل (08):

الجهات الرئيسية المتعاملة في سوق الأوراق المالية



مصدر: المادة التحضيرية، الدورة التحضيرية لأختبار تداول، المعهد المصرفي التداول، مؤسسة النقد العربي السعودي - المملكة العربية السعودية، الإصدار: 2007/03/10.03.

من التعاريف السابقة يمكن أستنتاج التعريف التالي:

سوق الأوراق المالية هي سوق منظمة لتداول بالأوراق المالية (أسهم، سندات) بيعاً وشراءً، حيث تساهم في انتقال الأصول المالية مباشرة من الوحدات ذات الفائض (أفراد والمؤسسات الأعمال وقطاعات أخرى) إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي، بما يساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي. ويتم التداول هذه الأصول المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين (الوسطاء الماليين) في هذا النوع من التعامل. ولابد أن يلتزم كل طرف من أطراف التعاقد في السوق بالقوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها. وتقوم على إدارة السوق هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ تلك القوانين واللوائح في مكان ثابت ومعلوم.

1-1-3- الوظائف الاقتصادية للأسواق الأوراق المالية (The Functions of the Stock Market):

تؤدي سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في الحياة الاقتصادية، حيث وجدت من أجل الربط بأفضل صورة بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي، ولم تقتصر هذه المهمة بل تعددت لتشمل وظائف أخرى، فيمكن حصرها فيما يلي:

• إيجاد سوق دائمة ومستمرة وحرّة:

تعتبر سوق الأوراق المالية سوقاً مستمرة، يتم العمل من خلالها على الأوراق المالية في أوقات العمل الرسمية، بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء وبيع الأوراق المالية، طلباً للربح أو تغيير للاستثمار...، حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسهيل أصوله المادية، ومن جهة المستثمر وجود سوق لطلب الأموال، وتحقيق في هذه السوق المنافسة الحرة حيث تتحدد فيها الأسعار وفقاً لقانون الطلب والعرض، وتكون الأسواق حرة ومفتوحة للمستثمرين، دون النظر إلى مراكزهم المالية.

• ضخ الأموال في الاقتصاد:

تحظى سوق الأوراق المالية بمكانة خاصة في عمليات التنمية الاقتصادية إذ تعتبر من بين المتطلبات الأساسية لإحداث تنمية شاملة وذلك لأنها تعمل على تأمين القنوات التي يتم من خلالها توجيه رؤوس الأموال، لأجل تمويل المشاريع الضخمة، كما أن قيام أصحاب الفائض بالاكتتاب في أسهم شركة حديثة أو شراء كمية من السندات التي تصدر عن بعض الشركات يعني هذا، أنهم قد أضافوا مصادر تمويل جديدة للسوق، حيث لا يستطيع المستثمر سحب أمواله من السوق إلا إذا حل محله مستثمر آخر وقام بشراء هذه الأدوات، وهذا يدل على أن الأموال تبقى في السوق ولا تخرج منه إلا إذا تم تصفية هذه الشركة أو تمّ استحقاق دين الورقة، كما أن عملية بيع الورقة وتحويلها إلى أموال يفتح أبواب مجالات استثمار جديدة وذلك الأموال في مجالات استثمار أخرى.

• تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشاريع:

تحول سوق الأوراق المالية مدخرات الأفراد إلى استثمارات، وتتيح هذه الاستثمارات التمويل اللازم لتمكين مشاريع الأعمال والحكومة من إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها الفرد، "وبالأخص مشاريع البنية التحتية حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد اتجاه الحكومات إلى الاقتراض العام من الجمهور"، ويتم تشجيع المدخرات نحو الاستثمار المالي بعدة أساليب منها: عن طريق الاكتتاب المقسطة، أو ضمان حد أدنى من الأرباح والفوائد، نشر الوعي الاستثماري في الأدوات المالية، كما يمتاز الاستثمار في سوق الأوراق المالية بالسهولة واليسر وذلك مقارنة بمجالات استثمارية أخرى، وتظهر هذه السهولة في إمكان استثمار أي مبلغ مالي صغير أو كبير، ولأي مدة طالت أم قصرت ولا يحتاج ذلك إلى خبرات اقتصادية عالية، ويتيح الفرصة لتنوع الاستثمار فيمكن توزيع رأس المال المستثمر في أسهم شركات صناعية أو زراعية أو تجارية أو عقارية أو غير ذلك من المجالات الاستثمارية.

• أداة لتقييم الأداء الاقتصادي للشركات:

إن الشركات والمؤسسات المسجلة في هذه السوق هي تلك التي قد استوفت عددًا من الشروط المحددة في التنظيمات والقوانين الساري العمل بها، ومن بينها مطالبة هذه المؤسسات بالإفصاح عن نشاطها وقوائمها المالية وقوائم أعمالها بصفة دورية إلى غير ذلك من المعلومات التي تساعد على تقييم أداء هذه الشركات. ويتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل. فانخفاض أسعار الأسهم بالنسبة لشركة من الشركات دليل قاطع على عدم نجاحها أو على ضعف مركزها المالي؛ وهو ما قد يؤدي إلى إجراء بعض التعديلات في قيادتها أو في سياستها أملا في تحسين مركزها.

• مؤشر الأحوال الاقتصادية:

تعتبر سوق الأوراق المالية المرآة العاكسة لتلك الحالة الاقتصادية لان حركة السوق ونشاطه ما هو إلا انعكاس لحركة ذلك الاقتصاد، الأمر الذي يعطي الإدارة الاقتصادية في البلاد الفرصة لاتخاذ أي إجراءات تصحيحية بهدف معالجة أي خلل اقتصادي، فعند انخفاض الأسعار يعتبر مؤشراً لاحتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد، كما يبدي المحللون الاقتصاديون وجهات نظرهم بشأن الحالة وبشأن الترتيبات المقترحة لمواجهتها، ومن خلالها نستطيع أن نعرف معدلات الاستثمار والادخار، وتستطيع الدولة اتخاذ قرارات من أجل السياسات النقدية والمالية لتحقيق الاستقرار فيها.

• أداة للتحوط من المخاطر: يستفيد من سوق الأوراق المالية التجار والصناع والزراع، حيث يتمكن كل واحد منهم، من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار بفضل عملية التغطية، وذلك بدخوله في عمليات تتم في أسواق مخصصة لذلك؛ بحيث يستفاد من سوق الأوراق المالية فيما يلي:

أ- علاج أزمة المديونية:

فمن خلال جذبها للمدخرات الأجنبية للاستثمار في الاسهم المصدرة محليا تساهم سوق الأوراق المالية في تفادي المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي، المتمثلة أساسا في زيادة مدفوعات خدمات الدين. كما تساهم الأوراق المالية في تخفيف عبء المديونية الخارجية من خلال تقنية توريق الدين*، وتسمى الأدوات المالية التي تستخدم في هذه التقنية بسندات التخارج. إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول.

ب- بيع الحقوق وشراءها:

فعن طريق سوق الأوراق المالية يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة، وذلك ببيع حقه في الشركة في هذه السوق، دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراضي ومبانٍ وغيرها من المعدات.

المساهمة في تمويل خطط التنمية: عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق... وذلك من أجل سداد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، أو من أجل تحقيق سياسة اقتصادية معينة (طرح أدوات في السوق من أجل امتصاص السيولة).

ويمكن التعبير عن أهمية سوق الأوراق المالية من خلال النقاط التالية:

- سهولة الحصول على الأموال بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية المقيدة في السوق؛
 - سهولة عملية الربط بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز؛
 - سهولة تسجيل الأوراق المالية التي يحوزها المستثمر؛
 - استقطاب الأموال الأجنبية للاستثمار المحلي؛
 - تسهيل توزيع المدخرات على مختلف المشاريع الاقتصادية وتنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي؛
 - تجنب الآثار التضخمية إذا ما قامت المصارف المحلية بعمليات التمويل لأدى ذلك إلى زيادة كبيرة في حجم الائتمان وبالتالي إحداث موجة تضخمية.
 - الزيادة من حيوية المشروعات للوصول إلى الشروط اللازمة لدخولها إلى هذا السوق.
- كما تبرز أهميتها بالنسبة إلى الدولة بأنها أداة اقتصادية تضبط بها السير الحسن للاقتصاد.

* توريق الدين: تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية.

1-2- المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية وعوامل قيامها:

إن إقامة سوق الأوراق المالية يستوجب ضرورة توفير عدد من المتطلبات التي تشكل بدورها الركائز والمقومات الأساسية لإقامة هذه السوق وأهم هذه المتطلبات:

♦ الوعي الادخاري والاستثماري:

من المتطلبات الأساسية لقيام سوق الأوراق المالية هو وجود وعي إداري وإستثماري بين أوساط الأفراد، فهو يوفر الفرص العديدة لتدفق المدخرات نحو المشاريع، ويمكن قياس هذا الوعي من خلال نمو الشركات المساهمة ورؤوس الأموال وحجم الأسهم المصدرة وحجم ودائع القطاعات الخاصة والعائلي وحجم الادخار ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.

♦ توفر مناخ إستثماري مستقر:

من خلال إيجاد حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي "سياسة اقتصادية رشيدة ومرنة، وفرة المدخرات أو ثروات الأفراد... إلخ"، ومن المعلوم أن أسواق الأوراق المالية إذا قامت في بيئة ذات ظروف اقتصادية ملائمة تعتبر من أكبر الوسائل التي تتيح الفرص لتحقيق أكبر قدر من السيولة للاستثمارات طويلة الأجل، وعن طريق سوق أوراق المالية يستطيع المستثمر أن ينقل ملكية جزء أو كل استثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع إلى أي نوع من أنواع الهزات التي تحدث عادة عند تغير ملكية المشروع.

♦ كثرة عدد الشركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية:

من بين المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية هو وجود شركات مساهمة عديدة إضافة إلى وجود أدوات مالية ذات آجال مختلفة ومواصفات ومزايا تتمثل باليسر وانخفاض المخاطر، وتغري المدخرين بالإقبال عليها واختيار المناسب منها، مما يساعد على اتساع رقعة السوق وازدهارها.

♦ توفر المؤسسات المالية الوسيطة:

تؤدي المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية منها وغير المصرفية دوراً في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها، وخلق الفرص الاستثمارية عن طريق الأسواق المالية ومن تحقيق تقارب العرض والطلب الذي يعتبر جوهر عمليات سوق الأوراق المالية وتقوم هذه المؤسسات بعمليات التسويق والترويج والتغطية للإصدارات الجديدة فضلاً عن قيامها بإدارة المحافظ المالية لصالحها أو لصالح الآخرين، وتتمثل هذه الأجهزة المالية الوسيطة في المصارف التجارية والمتخصصة وبيوت السمسرة وشركات التأمين وصناديق المعاشات والضمان الاجتماعي وصناديق الاستثمار وشركات التمويل والاستثمار.

♦ هيكل مؤسسي فعال ومتكامل:

ويتمثل هذا الهيكل بوجود هيئة رسمية "حكومية" تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق من حيث الأوراق المالية المدرجة وشروط إصدارها وتداولها في السوق الأولية والثانوية، وكذلك

الترخيص وتأهيل الكوادر والأفراد والعاملين في السوق، بمعنى آخر أنها تقوم بكل الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منعها لكل التجاوزات على الأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل السوق.

♦ الإفصاح المالي وإشهار المعلومات:

يعد الإفصاح وإشهار المعلومات بمثابة الأساس لأي سوق للأوراق المالية، لذا يتوجب تقديم المعلومات والبيانات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات التي يتم تداول أدواتها في السوق المالية ليتمكن المستخدمون والمتعاملون في هذه السوق من ترشيد قراراتهم الاستثمارية "وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل عليها في نشرة مكتوبة، كما تلزم الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات كافية عن المشروعات حتى يكون المستثمر على بينة من أمر نشاط وتطور هذه الشركات بما ينعكس أثره على اتجاهات أسعار الأسهم".

♦ نظام فعال للاتصالات:

إن وجود نظام فعال للاتصالات يعتبر أحد المقومات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية، على أن يتم بناء هذا النظام وفقاً لآخر تطورات الثورة الاتصالية من أجهزة هاتف وفاكس وحاسوب وانترنت، وغيرها من الأجهزة والمعدات المتطورة التي تعمل على إيصال آخر المستجدات والتطورات بأقصى سرعة للأطراف المعنية، وتمكن السوق من معالجة أكبر حجم من المعاملات فضلاً عما يتيح من إمكانية لربط السوق الإقليمية والدولية وبالتالي التعرف على الفرص الاستثمارية المتنوعة في هذه الأسواق.

2- خصائص سوق الأوراق المالية وأقسامها

1-2- خصائص سوق الأوراق المالية:

هناك عدد من الخصائص التي تتميز بها أسواق الأوراق المالية عن باقي الأسواق الأخرى منها:

1. سوق الأوراق المالية يرتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل ويكسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى رؤوس أموال كبيرة على أجل طويل.
2. سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيها من الوكلاء المتخصصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذا السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية.
3. الاستثمار في رؤوس الأموال يعتبر عائداً ومهمم للمستثمرين بالدخل أكثر من اهتمامهم بالسيولة والأرباح الموزعة والمخاطرة التي يتعرض لها رأس المال.

4. الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وأقلها سيولة في الاستثمار السوق النقدي لأن أدوات الاستثمار فيه طويلة الأجل، مما يحتمل مخاطرة سوقية أو سعرية وتنظيمية مختلفة.
5. يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوي، يتم تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه كي يتم تنشيط الاستثمار فيه وكذلك توفير سيولة نقدية ملائمة للأوراق المالية طويلة الأجل مما يزيد سرعة تداولها.
6. التداول في سوق الأوراق المالية يتطلب توفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة، وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.
7. التداول في سوق الأوراق المالية الخاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
8. سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.
9. سوق الأوراق المالية ترتبط الأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.
10. الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظراً لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبياً إلا أن مخاطرها كبيرة أيضاً.
11. الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذو عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

2-2- أقسام سوق الأوراق المالية:

تنقسم أسواق الأوراق المالية إلى قسمين هما:

2-2-1. السوق الأولي (Primary Market):

ويتم في هذا السوق التعامل بالأوراق المالية (الأسهم والسندات) عند إصدارها لأول مرة عندما تقوم الشركات الجديدة عند تأسيسها بطرح رأسمالها على أوراق مالية ودعوة الجمهور للاكتتاب فيها لذلك يطلق على هذا السوق بـ سوق الإصدار. بمعنى أنها السوق ذات العلاقة المباشرة بين مصدّر الورقة المالية والمكتتب.

ويتم إصدار هذه الأوراق المالية من المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل احتياجاتها المالية وتمثل الإصدارات في هذه السوق في إصدارات الأسهم التي تطرحها الشركات القائمة من أجل زيادة رؤوس أموالها بالإضافة إلى السندات سواء كانت صادرة عن

شركات أو عن شخصية من الشخصيات الاعتبارية التي يحق لها الإصدار. ويمثل عرض الأوراق المالية في سوق الإصدار في نفس الوقت الطلب عن الإستثمار.

وفيما يلي الأهداف الرئيسية للأسواق الأولية:

- للترويج لشركة جديدة؛
- لتوسيع شركة قائمة؛
- لتنويع الإنتاج؛
- لتلبية متطلبات رأس المال العامل العادية؛
- للاستفادة من الإحتياجات.

وتقدم الأوراق المالية المتاحة لأول مرة من خلال السوق الأولية. ومصدرها قد يكون شركة جديدة (عند تأسيس شركة) أو شركة قائمة (من أجل زيادة رأس مالها). فالسوق الأولية تعتبر بمثابة المصنع أو المصدر بنسبة للشركة. وللمصرفيين والمستثمرين والسماسرة بمثابة قناة التوزيع. حيث أنها تأخذ المسؤولية في بيع الأسهم للجمهور.

2-2-2. السوق الثانوي (Secondary Market):

ويطلق عليها بـ: سوق التداول، وهي السوق التي يجري التعامل فيها بالأوراق المالية التي سبق إصدارها، وبعبارة أخرى فإن هذه السوق هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل، وأهم ميزة لهذه السوق هي أنها توفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولي عنصر السيولة، ولذا يقال بأن السوق الأولية تستمد فاعليتها من السوق الثانوية.

ويكون بيع الأوراق المالية فيها عند التقاء العرضين بالطلبين لها، بهدف الحصول على السيولة أو لإعادة الإستثمار في أوراق مالية بديلة، ويحصل المشترون للأوراق المالية على نفس حقوق بائع الورقة الأصلية، وينقسم السوق الثانوي بدوره إلى:

1-2-2-2. الأسواق المنظمة (Organized Market):

وتتميز هذه الأسواق بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء (المركز المالية) (البورصات) ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق ويشترط بالأوراق المالية المتعامل فيها في السوق أن تكون مسجلة في السوق.

2-2-2-2. السوق غير المنظمة (السوق الموازية) (Over-The-Counter Market (O.T.C)):

يستعمل هذا الاصطلاح على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظم، حيث لا يوجد مكان محدد لأجراء التعامل، ويكون التعامل بيوت السماسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بين السماسرة والمستثمرين، ومن خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار.

ويمكن أن تحتوي السوق الغير المنظمة قسمين من الأسواق هما:

3-2-2- السوق الثالث (Third Market):

تعد السوق الثالث قطاع من السوق غير المنظمة، الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الاسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية في تلك الأسواق. وتمثل هذه البيوت في الواقع أسواقاً مستمرة على استعداد في أي وقت لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت. وكما هو واضح فإنها تمارس دوراً منافساً للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة. أما العملاء الذين يتعاملون في هذه السوق فهم المؤسسات الاستثمارية الكبيرة ومحافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك لحساب الغير. كما يمكننا إيجاد بعضاً من بيوت السمسرة الصغيرة التي لا تجد ممثلين لها في السوق المنظمة، والتالي فهي تلجأ إلى بيوت السمسرة الكبيرة التي تعمل في السوق الثالث لتجد سبيلاً لإجراء تعاملاتها.

4-2-2- السوق الرابع (Fourth Market): تتمثل السوق الرابعة في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد

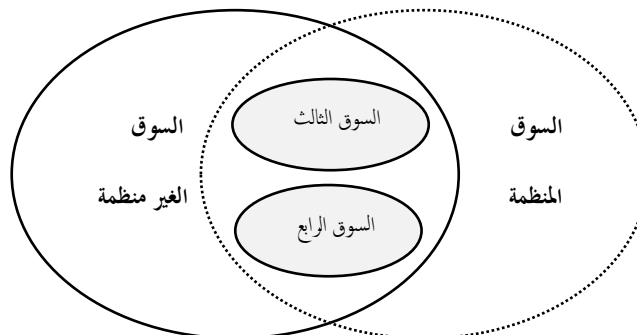
الأغنياء، الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في استثمارات كبيرة دون وساطة السماسرة للحد من العمولة، والسمة الاساسية في هذه السوق السرعة في إتمام الصفقة وبكلفة منخفضة جداً.

ويوضح الشكل رقم (01-04) التالي العلاقة التي تربط بين الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة وكذا العلاقة بين السوق الثالث والسوق الرابع، بحيث يشير التداخل الذي يظهر على ان السوقين الثالث والرابع هما جزء من السوق الثانوي بما أن المتعاملين بإمكانهم التعامل في الأوراق المالية في الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة، مع العلم أن المتعاملين في السوقين الثالث والرابع ليسوا أعضاء في الاتحاد الوطني للتجار في الأوراق المالية.

شكل رقم (09):

مكونات السوق الثانوي والعلاقة التي تربط بين

الأسواق المنظمة والأسواق غير المنظمة



مصدر: جمال الدين سحنون، شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة: لدول مصر، تونس، الجزائر، أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص: النقود والمالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3-الجزائر، (غير منشورة)، 2007-2008.

المحور الرابع

الأطراف المتدخلة وقواعد

وآليات العامل في سوق الأوراق المالية

في نهاية المحور الرابع، يتوقع أن يدرك الطالب ما يلي:

- تحديد الأطراف المتدخلة ووصف دور كل منها في سوق الأوراق المالية؛
- شرح دور هيئات التنظيم والرقابة وأهم وظائفها في حماية السوق؛
- تمييزين العمليات الآنية والأجلة وبيان أهداف كل منهما وآليات التسوية؛
- التعرف على أنواع أوامر السوق وشروط تنفيذها وتأثيرها على نتائج التنفيذ؛
- تحليل مكونات تكاليف المعاملات المباشرة وغير المباشرة وتقييم جدوى الصفقات؛
- مقارنة طرق التسعير التقليدية والإلكترونية وفهم أثر التكنولوجيا على كفاءة السوق.

الخلاصة

أن الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية (لجان تنظيمية، متعاملون، وسطاء) وقواعد وآليات التعامل (العمليات الآنية والأجلة، أنواع الأوامر، تكاليف التنفيذ، وأنظمة التسعير) وحتى تتم عمليات التداول في سوق الأوراق المالية، فإن السوق تركز على مجموعة من المتدخلين الذين يسمح لهم في المشاركة لتحقيق هذا التمويل (المتعاملون، لجان، الوسطاء)، تعريف أوامر السوق: الطلب الصادر من شخص أو جهة ما إلى الوسيط؛ ببيع أو شراء أوراق مالية معينة.

الأطراف المتدخلة وقواعد وآليات العامل في سوق الأوراق المالية

تمهيد:

وحتى تتم عمليات التداول في سوق الأوراق المالية، فإن السوق تركز على مجموعة من المتدخلين الذين يسمح لهم في المشاركة لتحقيق هذا التمويل (المتعاملون، لجان، الوسطاء)، فمن خلال التسيير الجيد وتحسين المعاملات داخل سوق الأوراق المالية يرتقي السوق إلى ما يعرف بالسوق الكفاء لتعكس أسعار الأدوات توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وكذا المخاطر المتوقعة. ويعتمد المستثمرين والوسطاء في تحقيق هذه المكاسب من خلال، تحليل المؤشرات الأوراق المالية التي يهتمون بها، والتوصل إلى التنبؤ بحالة السوق مستقبلاً، ثم ربطها بعملية التداول بيعاً أو شراء للأوراق المالية.

1- الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية

إن الأطراف الأساسية المشاركة في سوق الأوراق المالية هي الوحدات التي تقوم بإصدار أوراق مالية وتطرحها للاكتتاب فيها، والوحدات التي تقوم باستثمار فوائضها المالية في هذه الأسواق، بالإضافة إلى توافر وسطاء ماليين ومجموعة من الهيئات والتنظيمات التي تتم بواسطتها عمليات هذه السوق، وهذا ما سوف نفضله في الآتي:

أولاً/ لجان- هيئات- تنظيم ومراقبة سوق الأوراق المالية:

نظراً للأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية وما تعكسه هذه الأخيرة على تطور الاقتصاد في أي دولة، أصبح من الضروري العمل على تنظيم العمليات التي تتم على مستوى هذه السوق وحمايتها، فضلاً على ضمان استمرارية وانضباط عملياتها، وهذا من خلال سن ووضع قوانين وتنظيمات وإجراءات تسهر على سلامة العمليات على مستوى سوق الأوراق المالية والأصول المالية المتداولة فيها، ووضع قوانين التفتيش والرقابة حيث تختص بتطبيق هذه الإجراءات والقوانين هيئات تنظيم ومراقبة سوق الأوراق المالية والتي تعمل على ضمان حسن سير نشاط سوق الأوراق المالية وتحدد شروط الانضمام إليها، وتختلف هذه الهيئات أو اللجان كل حسب الوظائف التي تقوم بها، ونذكر منها: لجنة البورصة، الجمعيات العامة، هيئة التحكيم وفض المنازعات. وتختلف هذه الهيئات من دولة إلى أخرى، فنجد مثلاً:

أ- في الولايات المتحدة الأمريكية: لجنة بورصة الأوراق المالية (The Securitix Exchange (S.E.C) Commission):

ظهرت هذه اللجنة سنة 1933 بالولايات المتحدة الأمريكية وذلك على إثر الأزمة الكساد عام 1929، كان القصد من وراء إقامة هذه اللجنة في البداية هو التحقيق في معرفة أسباب ونتائج الأزمة والتي هبطت فيها قيمة الأسهم هبوطاً شديداً من 386 دولار إلى 40 دولار، ثم توسعت بعد ذلك لتشمل مراقبة عمليات البورصة بصفة صارمة وإعلام

الجمهور بجميع المسائل المتعلقة بالسندات والأسهم المقبولة والتسعيرة، ومنع جميع المضاربات التي من شأنها التأثير على الأسعار.

ب- في بريطانيا: مجلس الاستثمار والأوراق (The Securities and Investment Board):

حسب قانون 1986، فإن الحكومة البريطانية قد منحت هذه اللجنة مهمة تنظيم ومراقبة جميع الاستثمارات في البورصة بإنجلترا وبموجب هذا القانون، فإن غالبية صلاحيات وزير المالية في هذا الشأن قد حولت إلى هذه اللجنة.

ت- في فرنسا: لجنة عمليات البورصة ((Commission des Opérations de Bourse (C.O.B):

ظهرت هذه اللجنة فرنسا سنة 1967 وتقوم بالإشراف على شؤون البورصة متخذة بذلك كل القرارات والتعديلات اللازمة الخاصة بالأنشطة المعمول بها.

ث- في الأردن: هيئة الأوراق المالية ((Jordan Securities Commission (J.S.C):

ج- في الجزائر: لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ((Commission d'Organisation et de Surveillance des Opérations de Bourse (COSOB)، نظام رقم 2000 - 03 المؤرخ في: المؤرخ في 29 جمادى الثانية 1421 الموافق لـ 28 سبتمبر 2000 والمتضمن تنظيم وسير المصالح الإدارية والتقنية للجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

ثانياً/ المتعاملون في سوق الأوراق المالية:

يعتبر النشاط الأساسي لسوق الأوراق المالية هو التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، لذا فإن المتعاملين في هذا المجال هم إما وحدات عارضة للأوراق المالية والتي تتمثل أساساً في "الحكومة، مؤسسات الأعمال"، بينما الوحدات الطالبة تتمثل في الوحدات المقرضة "مؤسسات، العائلات" ومن بينهم:

1. الأفراد: وهم الأفراد الذين يستثمرون في سوق الأوراق المالية فوائضهم المالية في شكل مدخرات مالية.
2. المستثمرون التأسيسيون: تعتبر هذه الفئة من المتدخلين المهمين والرئيسيين في سوق الأوراق المالية في معظم الدول المتقدمة، وذلك لما تجلبه هذه المؤسسات من ادخارات نحو سوق، إذ تمثل أهم المزودين لرؤوس الأموال على الأمد الطويل لامتيازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدراتها الادخارية والاستثمارية. ومن أهم هذه المؤسسات نذكر:

أ- البنوك: تعد البنوك التجارية أهم متعامل في قلب السوق الدولية لرؤوس الأموال ليس فقط لأنها تتكفل بنظام المدفوعات ولكن لأنها تلعب غالباً دور الوسيط، وأهم نشاط البنوك التجارية يتعلق بتحويل الأقساط وتدخل في سوق الأوراق المالية كوسيط لضمان نجاح العمليات مقابل الحصول على عمولات.

ب- المؤسسات المالية غير المصرفية "شركات التأمين، صناديق التقاعد والصناديق المشتركة للاستثمار": إن هذه المؤسسات أصبحت خلال هذه السنوات من أهم المتعاملين في السوق الدولية لرؤوس الأموال مع أنها

لا تمنح إلا القليل من القروض ولا تحصل إلا على القليل من الودائع لأجل، فنشاطها الأساسي يتمثل في شراء الأصول مستفيدة في ذلك من انفتاح الأسواق الوطنية.

3. المؤسسات الصناعية والتجارية: تعتبر هذه المؤسسات من المتدخلين الرئيسيين في سوق الأوراق المالية، ويكون تدخلها بغرض الحصول على رؤوس الأموال عند الحاجة أو لتحقيق عوائد اضافية.
4. الشركات الكبرى: وخاصة متعددة الجنسيات فهي تمول بانتظام استثماراتها لجلب رؤوس الأموال الأجنبية مما يساعدها لدخول مباشرة وبطريقة متزايدة في أسواق الأوراق المالية.
5. مستثمرون آخرون: بالإضافة إلى المتدخلين الذين سبق ذكرهم يمكن أن نضيف:

أ- الهيئات الحكومية: تعتبر من المتدخلين الرئيسيين في سوق الأوراق المالية، خاصة في أسواق السندات لأن السندات الحكومية أقل مخاطر من السندات الأخرى حيث تصدر هذه السندات لتمويل العجز في الميزانية العمومية للدولة أو تمويل مشاريع عامة.

ب- مؤسسات وهيئات ذات أهداف غير ربحية: وهي المؤسسات التي تقدم خدمات ونشاطات ثقافية، رياضية واجتماعية، بهدف تحقيق المنفعة العامة، حيث تستطيع أن توظف ما لديها من فوائض مالية واستثمارها في سوق الأوراق المالية.

ثالثاً/ الوسطاء الماليون (Financial intermediaries): على الرغم من الدور الهام للأسواق المالية، ودورها في السماح بالتخصيص الفعالة لموارد أولئك الذين لديهم الأموال اللازمة للاستثمار وأولئك الذين يحتاجون إلى أموال قد لا تعمل دائماً كما هو موضح سابقاً.

ونتيجة لذلك فقد وجدت النظم المالية والحاجة إلى نوع خاص من الكيانات المالية يسمى الوساطة المالية عند وجود الظروف التي تجعل من الصعب على المقرضين أو المستثمرين من الصناديق للتعامل مباشرة مع المقرضين من الأموال في الأسواق المالية. ويشمل الوسطاء الماليون مؤسسات الإيداع وشركات التأمين وشركات الاستثمار الخاضعة للتنظيم، والبنوك الاستثمارية... في حين يتمثل دور هؤلاء الوسطاء في خلق شروط أفضل للصفقة من تلك التي يمكن أن تتحقق من قبل المقرضين أو/والمستثمرين والمقرضين أثناء التعامل مباشرة مع بعضهما البعض في السوق المالية. ويتم إنجاز ذلك من خلال الوسطاء الماليين في عملية من خطوتين:

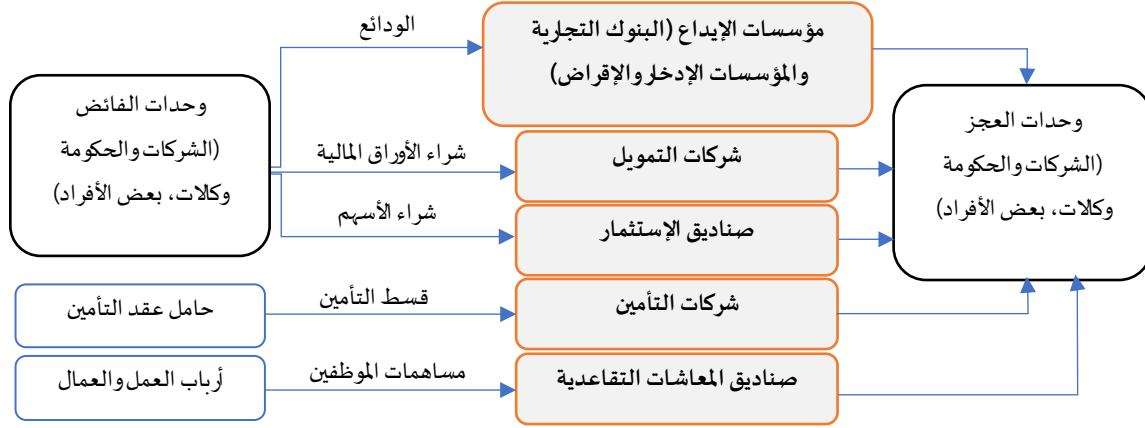
(1) الحصول على الأموال من المقرضين أو المستثمرين.

(2) إقراض أو استثمار الأموال التي تقرر لأولئك الذين يحتاجون إلى الأموال.

الأموال التي تستحوذ على وسيط مالي تصبح، اعتماداً على مطالبة مالية، إما مسؤولية الوسيط المالي أو المشاركين الأسهم من الوسيط المالي. الأموال التي وسيط مالي يقرض أو يستثمر تصبح الأصول من الوسيط المالي.

الشكل (10):

مقارنة الأدورين المؤسسات المالية



Source: Valdonė Darškuviėnė, *Financial Markets*, (Leonardo da Vinci programme project) Transfer of Innovation, Vytautas Magnus University, Education and Culture DG Lifelong Learning Programme, in Latvia, Lithuania and Bulgaria, 2010, p: 10.

2- قواعد وآليات التعامل في سوق الأوراق المالية

تعتمد سوق الأوراق المالية بعدت قواعد وآليات للتعامل، وهذا ما يميزها عن باقي الأسواق لأنها تعرف بأسواق المنظمة تحكمها عدت ضوابط وقوانين تسهل من عملية التداول داخل هذه الأسواق والتي سيتم التعرض إليها فيما يلي:

أولاً/ عمليات سوق الأوراق المالية (Stock market operations):

أسهمت تكنولوجيا المعلومات والاتصال في تطوير وتكامل سوق الأوراق المالية فانعكس ذلك في تعدد وتنوع عملياتها وتحريرها من القيود مما أتاح فرصة لعموم المستثمرين المحليين والأجانب للتعامل بمختلف الأوراق المالية. بجانب زيادة تدفق الأموال بين وحدات العجز ووحدات الفائض فعلى إثر ذلك تطورت العديد من التعاملات في السوق، بحيث ساهمت في زيادة سيولة الموجودات المالية، وبهذا الصدد هناك العمليات الآنية (نقداً)، والآجلة (المستقبلية).

1. **العمليات الآنية (Spot Opérations):** تسمى أيضاً بالأسواق العاجلة أو بالأسواق الناجزة والتي تنصب عملياتها على التعامل نقداً والتسليم الفوري للأوراق المالية* موضوع التعامل، على الأقل قبل افتتاح الجلسة التالية للتداول، يتحمل الوسيط هنا مسؤولية التنفيذ السريع والدقيق للصفقة وبما ينسجم وطبيعة السوق المالية، العمر الزمني لهذه العمليات بالأيام والأسابيع والشهر كحد أدنى ويجوز تمديده للأشهر اللاحقة بموافقة أطراف الصفقة والسوق، في كل الأحوال شروط هذه العمليات تخضع لطبيعة السوق في البلد المعني من حيث تكامله ودرجة نضوجه.

* تحدد أسعارها من خلال آليات السوق وهما العرض والطلب عند أعلى سعر يعرضه المشترون وأدنى سعر يقبله أو يطلبه البائعون.

ويمكن إرجاع سبب إختيار الزبون لإبرام صفقاتهم في السوق العاجلة لأحد سببين إما قصد الاحتفاظ جملة الأوراق المالية حيث تعتبر بمثابة توظيف لرؤوس أموالهم؛ وإما بغية المضاربة على ارتفاع الأسعار حيث يعتمد إلى بيعها عند تحسن السوق من أجل الحصول على الأرباح الرأسمالية.

ويمكن الإشارة هنا إلى أنه على أوامر السوق المتعلقة بالعمليات العاجلة أن تتضمن جملة من العناصر التي من شأنها أن تبين بكل وضوح خصائص الصفقة محل التعامل:

- بيان نوع المعاملة وصفة الأصول المالية المرغوب فيها.
- كمية القيم المتداولة المعروضة أو المطلوبة.
- تحديد السعر الذي يرغب المتعامل في السوق أن تتم العملية بمقتضاه.

2. العمليات الآجلة (Forward Opérations): ويطلق عليها أيضاً بالأسواق المستقبلية أو العقود المستقبلية مضمون هذه العمليات، يعطي الحق لحاملها شراء أو بيع كمية من الأوراق المالية بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم المادي لموضوع الصفقة والدفع مستقبلاً؛ والتصفية النهائية للصفقات بين المتعاملين بيعاً وشراءً تأخذ أحد الشكلين المواليين:

○ دفع الثمن وتسليم الأوراق المالية بصورة فعلية خلال الأيام اللاحقة لتاريخ التصفية.

○ تسوية الفرق بين سعري الأصول موضوع الصفقة (السعر عند عقد الصفقة وعند التصفية).

وقد نشأت هذه الأسواق أو العمليات بهدف تجنب مخاطر تغير سعر الورقة المالية ولضمان حقوق الأطراف المتعاملة إذ تشترط أنظمة سوق الأوراق المالية على أطراف العمليات المالية تقديم تأمين مالي مقابل الصفقة يسمى بالتغطية ولحين حلول موعد التنفيذ تختلف نسبة التغطية حسب نوع العملية وشروط سوق الأوراق المالية.

تصنف العمليات الآجلة من أعمال المضاربة فالبائع يكون مضارباً بالهبوط والمشتري مضارباً بالصعود. وعليه فإن أهم وظائف العمليات الآجلة تتمثل فيما يلي:

○ تسهيل أعمال المضاربة على أمل تحقيق عائد في الآجال المحددة بالنظر إلى تغير السعر بالصعود أو الهبوط.

○ إمكانية قيام المستثمرين بالعملية على المكشوف عندما يقدرون أن السعر يظهر ملائماً في العاجل دون الآجل.

ثانياً/ أوامر سوق الأوراق المالية (Stock Market Order):

يتم التعامل في الأسواق المالية والنقدية بأشكال عديدة منها التعامل المباشر بين البائع والمشتري للأوراق المالية أو بصورة غير مباشرة في الغالب من خلال وسيط (سمسار) عن طريق إصدار أوامر من قبل الأشخاص أو المؤسسات الراغبة في الشراء أو البيع.

تعد الأوامر الأساس الذي يحكم آليات التعامل في سوق الأوراق المالية، ومن ثم فإن دقة صياغتها وضرورة فهمها يمثلان مطلبان أساسيان لتسيير الاتصال بين الأطراف المعنية وتمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة. ولا تتم هذه المعاملات مجاناً بل هناك تكاليف لتنفيذها ولتوضيح ذلك، يجب التطرق إلى:

1- أوامر السوق؛

2- تكاليف تنفيذ أوامر السوق.

1. أوامر السوق:

أ- تعريف أوامر السوق: الطلب الصادر من شخص أو جهة ما إلى الوسيط؛ ببيع أو شراء أوراق مالية معينة. ويقصد كذلك بأمر السوق التوكيل الذي يعطى لأحد الوسطاء لبيع أو شراء أوراق مالية معينة. هذا التوكيل يحرر عادة بشكل مكتوب أو شفاهه بأي وسيلة من وسائل الاتصال المتاحة (هاتف، فاكس، أنترنت). يلزم بمحرر الأمر (الموكل) أن يتمتع بالأهلية، هذا الشرط يتعين أن يكون الوسيط على دراية به قبل عقد الصفقة، وفي الغالب يقوم الوسطاء بتصنيف زبائنهم إلى قسمين:

▪ زبون مباشر يتحقق من أهليته.

▪ المصارف والوسطاء الذين يتولون إدارة المحافظ للغير.

إن كفاءة تنفيذ الصفقة يتحدد بمدى وضوح الأمر الصادر من الزبون لذا عند تحرير الأمر يجب أن يتضمن الشروط الآتية:

○ نوع العملية أو الصفقة؛ هل هي بيع أم شراء؛

○ عدد الأوراق المالية محل الصفقة؛

○ طبيعة الورقة المالية؛ هل هي سهم أم سند أو أي نوع آخر من المنتجات المالية؛

○ نوع السوق؛ فورية أم آجلة؛

○ مدة صلاحية الأمر؛ يوم، أسبوع، شهر أم مفتوح؛

○ نوع الأمر؛ هل هو محدد السعر أم غير ذلك.

ب- أنواع الأوامر السوق: يمكن تصنيف الأوامر في سوق الأوراق المالية إلى الأنواع التالية:

- الأمر بالسعر الأحسن (الأفضل): وهو أمر شراء أو بيع لورقة أو جملة من الأوراق المالية بسعر السوق على أن يكون تنفيذه غير محدد للزمن ويترك أمر تقدير السعر المناسب لإجراء الصفقة إلى الوسيط الذي عليه

اختيار أفضل سعر وفي أنسب الأوقات، أي لا يقيد الأمر هنا بأي بيان للسعر، وينفذ من باب الأولوية بحسب الأوامر الموجودة والإمكانيات المتاحة في السوق.

فقد يتنبأ الوسيط بأن أفضل تنفيذ الأمر في هذه الحالة وقت استلامه مباشرة، فمثلاً إذا وصله الأمر قبل جلسة افتتاح البورصة قام بتنفيذه بسعر الافتتاح، أما إذا استلمه خلال انعقاد أو سريان الجلسة فإنه يتولى مهمة تنفيذه وفق السعر الأفضل، ونشير أن الوسيط يقوم بتنفيذ أمر الشراء أو البيع دفعة واحدة لكن قد يكون هذا الوسيط مضطراً لأن ينفذ العملية نسبياً أو تدريجياً بسبب التغير في الأسعار.

وفي حالة عدم رضا العميل بنتائج تنفيذ الصفقة من طرف الوسيط مما قد يحدث نزاع بينهما فإن هذا الأخير (الوسيط) يمتلك مجال كبير للمناورة مقارنة بمعطيات العميل، بالإضافة على ذلك فإن طبيعة العقد تحمي الوسيط إلا في حالة تثبيت التقصير واستعمال الغش أو التحايل.

- الأمر لأول سعر: وهو أمر بالسعر الأفضل إذا ما وصل قبل جلسة افتتاح البورصة بمعنى أنه الأمر بالبيع أو الشراء يتم تنفيذه عند أول سعر محدد ومن غير ذلك فإنه لا يمكن تنفيذه إلا عند افتتاح الجلسة المقبلة؛ ويختار العملاء هذا النوع من الأوامر نظراً لإمكانية تقدير السعر مقارنة بالأسعار المسجلة سابقاً.

- الأمر بالسعر المحدد: وهو الأمر الذي يحدد بموجبه المستثمر السعر الأقصى الذي هو مستعد لدفعه لشراء الورقة المالية أو السعر الأدنى الذي هو مستعد أن يبيع به الورقة المالية، أي أن السعر الذي يحدده العميل هو فيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه حيث يضع العميل سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة، حيث لا يمكن تنفيذ أمر الشراء بسعر أكبر من الذي تم تحديده كما أنه لا يمكن تنفيذ أمر البيع بالسعر أقل من الذي تم تحديده من طرف العميل، وتجدر الإشارة إلى أن الأوامر التي تنفذ في السوق الموازية تكون غالباً بالسعر المحدد.

وتصنف الأوامر بالسعر المحدد إلى أوامر يومية وأوامر مفتوحة، حيث الأوامر اليومية تعتبر مناسبة للمستثمر باعتبار أنه يتم التعامل بموجها حتى نهاية يوم عمل السوق. أما الأوامر المفتوحة، حيث يظل هذا الأمر ساري التنفيذ حتى يتم إلغاؤه وغالباً ما يشار إليه "ساري حتى الإلغاء". وقد يحدد لمثل هذا النوع من الأوامر فترة زمنية وفقاً لذلك يتم شراء الأوراق المالية بالسعر المحدد إلى أن يتم تنفيذ الأمر أو يلغى المستثمر الأمر.

- الأمر بالسعر المحدد المتبوع بإشارة قف:

وهو أمر يستخدم بغية الحد أو التقليل من خسائر المتعاملين في سوق الأوراق المالية (الأداة المستخدمة هنا هي عقود الخيار)، كما أنه يستعمل من قبل المتعاملين الذين وضعوا تقديرات على تغيرات الأسعار زيادة أو نقصاناً لإعادة بيع أو شراء الأوراق، وهنا نميز بين أمرين هما:

○ الأمر بالبيع المتبوع بإشارة قف: ويعتبر أمرا بالبيع بالسعر الأفضل عندما يكون السعر في سوق الأوراق المالية أقل من أو يساوي السعر المحدد من طرف البائع.

○ الأمر بالشراء المتبوع بإشارة قف: يعتبر أمر بالشراء بالسعر الأفضل عندما يكون السعر في سوق الأوراق المالية أكبر من أو يساوي السعر المحدد من طرف المشتري.

أ- الأمر بسعر السوق:

هذا الأمر لا يحمل أي تحليل أو إشارة على السعر، كما أنه يتطلب تنفيذه مهما كان سعر الورقة في السوق ويعتبر هذا الأمر أكثر شيوعا، حيث يقوم الوسيط بتنفيذ الأمر حيث صدوره بيعا أو شراء حسب السعر السائد في سوق الأوراق المالية، وفي حالة قلة الطلب أو العرض على الأوراق موضوع الصفقة فإنه بإمكان الوسيط تنفيذ الأمر تدريجيا.

وتتميز طريقة الأمر بالسعر الأفضل (النوع الأول) والأمر لأول سعر (النوع الثاني) والأمر بسعر السوق (النوع الخامس) بسرعة وضمان العمليات، في حين أن من أهم عيوب هذه الأوامر هو أن المتعامل لا يمكنه معرفة سعر التنفيذ إلا بعد إخطاره أو إشعاره بذلك بعد عقد الصفقة.

وبالتالي فإن الإشكال يتمثل في أن المتعامل قد تحصل له خسائر معتبرة إذا كانت سوق الأوراق المالية غير كفأه أو أن القيم المتداولة محل التداول عديمة السيولة (ليس عليها طلب) وأسعارها كثيرة التقلب وبفوارق كبيرة.

ب- الأمر المتدرج:

يحدد هنا العميل مجموعة مستويات أو مراحل لتنفيذ عملياته، حيث يبيع أو يشتري عدد معين من الأوراق المالية بأسعار متفاوتة، وهي عملية تحتاج إليها إدارة المحافظ المالية حتى لا تصاب بالجمود وتفقد هدفها الإستثماري. حيث يمكن أن تحدد عدد من الأوراق بسعر معين، وعدد آخر بسعر آخر.

ت- الأمر المعالج (المطلق أو الحر):

هو أمر صادر عن متعامل يرغب في عقد صفقة لكن على كمية كبيرة من القيم المتداولة والذي يرجع فيه حق إجراء الأمر في أحسن الظروف إلى إرادة الوسيط الذي يكون محل ثقة كبيرة للعميل (عادة ما تكون الوساطة في شكل مؤسسات " السمسرة والوساطة").

ث- الأوامر الخاصة: وهي أوامر إما أن تكون مرتبطة أو مرجحة، فالأولى تكون بطلب العميل من وسيطه شراء أوراق أو مجموعة من القيم المتداولة وبيع قيم أخرى على أن تتم العمليتين المرتبطتين بنفس البورصة، ونشير إلى أنه أحيانا ينبغي على العميل تحديد فارق للأسعار في حالة تنفيذ الشراء أو البيع؛ في حين أن الأوامر المرجحة تقتضي تنفيذ عمليتين مرتبطتين إحداها بالأخرى.

وأخيراً فإن الأوامر السابقة ليست هي الأوامر الموجودة في التداول بل هناك منها ما يمكن أن يظهر من يوم إلى آخر، كما ينبغي الإشارة إلى أنه قد يمكن إرفاق عدد من الأوامر السابقة الذكر ببعض الشروط الدقيقة من بينها:

- شرط الكل أو اللاشيء (All Thing or Non): وبمقتضى هذا الشرط فإن العميل يطلب من الوسيط تنفيذ هذا الأمر كلياً أو لا ينفذ، فإنه يعتمد عدم إبرام أي صفقة، بمعنى أن العميل يشترط في تنفيذ الأمر التنفيذ الكلي له.

- شرط تعيين المبلغ: وذلك بتحديد مبلغ مالي مسبقاً على قيمة متداولة بمعنى أنه بمقتضى هذا الشرط يقوم المتعامل بتحديد مبلغ معين من المال بغية شراء أوراق مالية معينة دون تحديد كميتها وعليه فإنه يتعين على الوسيط تنفيذ الأمر بشراء الأوراق المطلوبة على النحو الذي لا تتجاوز فيه الصفقة المبرمة المبلغ المحدد سلفاً من طرف العميل.

- شرط العاجل أو الأجل: حيث يطلب المتعامل من الوسيط تنفيذ أمره بصفة عاجلة أو آجلة حسب السعر السائد في البورصة وبمقتضى هذا الشرط يمكن للعميل أن تكون له فرصة أحسن ليستفيد من أفضل الأسعار المعروضة حسب أهميتها.

- شرط تحديد كمية الأوراق المطلوبة: فقد يشترط العميل كمية معينة من القيم المتداولة في جلسة معينة ونفس الشرط بالنسبة لبقية الجلسات وبالتالي إمكانية إجراء عدة أوامر في جلسات متعددة.

2. تكليف تنفيذ أوامر السوق: هناك نوعين من التكاليف هناك ما هو مباشر وآخر غير مباشر:

أ- التكاليف المباشرة: لا يتم التعامل في الأوراق المالية بيعاً وشراءً مجاناً ولكنه يحمل معه بعض أنواع التكاليف التي تدعى "تكلفة المعاملات" التي تعتبر من أهم عناصر التكاليف المباشرة، وتمثل نسبة معينة من قيمة الأصل المالي، ومن أهم عناصرها "عمولة السمسرة"، حيث إن المستثمر عليه دفع مقابل ما يقوم به السمسار من خدمات لتنفيذ أوامر التعامل سواء بالبيع أو الشراء، إضافة إلى الربح الذي يحققه صانع السوق للورقة المعنية، والذي يتمثل في الفرق بين السعر الذي يشتري به الأصل والسعر الذي يبيعه به ويطلق عليه الهامش أو المدى كما تتضمن تكلفة المعاملات أيضاً الخصم على السعر الذي يمنحه المشتري للبائع، والضريبة والرسوم المستحقة للجنة الأوراق والسوق الثانوية عن كل صفقة يتم إبرامها.

ولا تمثل تكاليف المعاملات سوى جزء من تكاليف المباشرة لتنفيذ الأوامر. فإلى جانب تلك التكاليف، هناك الزيادة السعرية في قيمة الورقة داخل الطلبات الصغيرة وهناك كذلك الفوائد على الأموال التي تقترض بغرض تمويل صفقة الشراء، وأيضاً الفوائد التي يدفعها المستثمر على عمليات الشراء الهامشي، بالإضافة إلى الضريبة المدفوعة عن الأرباح التي يحققها المستثمر.

ب- التكاليف غير المباشرة: إلى جانب التكاليف المباشرة، هناك أيضاً التكاليف غير المباشرة، والتي تتمثل في عائد الفرصة البديلة أو الضائعة، أي العائد الذي كان يمكن أن تتحقق لو تم توجيه الأموال المتاحة إلى مجالات استثمار أخرى إضافة إلى تكلفة الوقت والجهد المبذول في تقييم الأوراق المالية المحتمل الاستثمار فيها، بل وتكلفة القلق الذي ينطوي عليه الاستثمار في هذا المجال. هذا وينبغي أن ينتبه العميل إلى أنه إذا كان هامش مجمل الربح المتوقع من صفقة ما صغيراً نسبياً، فإن هناك احتمالاً أن تفوق التكاليف (المباشرة وغير المباشرة) قيمة الهامش، وفي مثل هذه الحالة ينبغي أن يبتعد المستثمر عن إبرام الصفقة كلية.

ثالثاً/ أنظمة التسعير في سوق الأوراق المالية:

إن الأسلوب الذي تتبعه إدارة سوق الأوراق المالية في تحديد أسعار الأوراق المالية المدرجة في جدول التسعيرة بها، له تأثير على ميكانيكية عمل قوى السوق (العرض والطلب)؛ فإن سعر الورقة عندما يتحدد في سوق الأوراق المالية، قد يصل إلى أضعاف قيمتها الاسمية، وربما يصل إلى جزء بسيط منها فقط: نظراً لتأثير عوامل عدة في تحديد سعر الورقة المالية، من هذه العوامل: قوى العرض والطلب، والمركز المالي للجهة المصدرة للورقة، والحالة الاقتصادية للقطاع الذي تعمل فيها الجهة المصدرة للورقة وللبلاد بصورة عامة، العائد المتوقع من فرص الاستثمار وسعر الفائدة لتلك الجهة المصدرة.

ويعتبر التسعير ذات أهمية كبيرة حيث يبحث كل المتدخلين في سوق الأوراق المالية لحسن معرفتها وفيما يلي سيتم التطرق للنقاط الموالية:

◆ تعريف التسعيرة (سعر) في سوق الأوراق المالية.

◆ طرق تحديد السعر.

1. تعريف التسعيرة (سعر) في سوق الأوراق المالية: وهو تحديد السعر الذي تلتقي عنده عروض البيع وطلبات الشراء، بحيث يتم عنده تداول أكبر عدد ممكن من الأوراق المالية، وذلك عند بدء التعامل على ورقة مالية معينة، ليتم تدوينه على لوحة الأسعار.

ويسمى هذا السعر بـ (سعر سوق الأوراق المالية)، وقد عرف بأنه: "القيمة التي تبلغها الورقة مالية ما، أثناء إحدى جلسات سوق الأوراق المالية، والذي يسجل بعد انتهائها في لوحة التسعيرة".

2. طرق التسعيرة في سوق الأوراق المالية: يتم التوصل لسعر بيع أي ورقة مالية من الأوراق التي يجري تداولها، وذلك عند بدء التعامل اليومي، بعدد من الطرق التي تتفق في جوهرها، وإن كانت تختلف في أسلوبها إلى:

أ- التسعير الدوري: ويضم

○ تسعير المناذاة: تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه في قاعة تداول سوق الأوراق المالية وعقد الصفقات بمناذاة بعضهم البعض، فينادي الباعة أن لديهم الأوراق المالية التي بحوزتهم مستعملين بعض الألفاظ المتفق عليها، للتعبير عن استعداده لبيع نوع معين من الأوراق، وذلك بصوت عال، بنفس الطريقة

ينادي المشترون ويعبرون عن استعدادهم للشراء، وبذلك يخلق عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي تباع به.

عادة ما يتفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشطة، أي الأكثر تداولاً في سوق الأوراق المالية من أهم مزاياها الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

ب- تسعيرة الصندوق: هي شبيهة إلى حد ما بالطريقة السابقة، غير أنه يلجأ إليها في الحالات الاستثنائية فقط كالعرض العامة للشراء أو البيع أو التبادل التي سبق التعرض لها، "أو عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء في أسواق كثيرة ومتعددة"، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي. كتطبيق انحراف في السعر يختلف عن الانحراف العادي مثلاً. هذه القرارات لا يمكن اتخاذها إلا من قبل سلطات سوق الأوراق المالية كشركة أسواق الأوراق المالية الفرنسية مثلاً (SBF) في حالة الصفقات التي تعقد هناك؛ يكمن جوهر هذه الطريقة في تركيز كافة أوامر الشراء والبيع للورقة المالية المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات سوق الأوراق المالية (SBF)، وليس في درج تابع للوسيط المالي المتخصص "كما هو الحال في التقنية السابقة" بعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن.

ت- تسعيرة الدرج: تختلف هذه الطريقة عن سابقتها في كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية، إذا تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج، حيث يخصص درج لكل ورقة في سوق الأوراق المالية وتركز كل المعاملات من عروض ومطالب هناك، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي، يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة. بذلك يصبح كل وسيط (أو شركة سوق أوراق مالية) متخصصاً في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية (Spécialiste)، حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها وتحديد أسعارها. في بداية كل حصة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي مازالت صالحة، ويحدد سعر التعامل وفقاً لذلك.

ث- تسعيرة المعارضة (المقابلة): يضيف البعض هذا النوع من الطرق، التي تقع بين الطريقة الشفوية والكتابية التين سبق شرحهما، فأخذت إيجابياتهما، حيث تسجل الأوامر على سجلات بالإضافة إلى لقاء المتعاملين وإتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات. تسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات مراجعة أو الموازنة (Arbitrage).

وتجدر الإشارة أن طرق التعامل والتسعير قد تطورت بفضل التقدم التكنولوجي، إذ جهزت معظم أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة بوسائل الإعلام الآلي، "حيث أصبح حلياً استخدام الحاس الآلي ضروري مع حلول التداول واسطة أنظمة التداول الإلكترونية، محل التداول اليدوي". كما أصبحت الكثير من الصفقات

تعقد بواسطة أطراف الحاسوب دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى وكيله. كما أصبح الحاسوب يعالج الأوامر ويعطي سعر التوازن ويغيره كلما تغيرت ظروف السوق، مما وفر نوعاً من الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض والطلب إلى سوق الأوراق المالية.

بالإضافة إلى تدخل الوسطاء الذين يحق لهم أن يكونوا طرفاً في الصفقات كلما قل العرض أو الطلب وذلك بتوفيرهم للأوراق التي قل عرضها أو شرائهم للأوراق التي قل الطلب عليها، الشيء الذي يوفر السيولة لكافة الأدوات المالية المتداولة وتنشيط سوق الأوراق المالية.

ج- التسعير المستمر:

- تعريف: التسعيرة المستمرة تقنية تسمح بسرعة تنفيذ الأوامر ومتابعة تطورات السوق وبها يمكن تجنب فترة الإنتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة، وبدقة هذه الطريقة، فإنها تعالج عن طريق الإعلام الآلي الذي يسمح بتنفيذ أكبر عدد من الأوامر وفي أي لحظة.

- مراحل التسعيرة المستمرة: يمر نظام التسعيرة بمرحلتين هما:

1. مرحلة ما قبل افتتاح الجلسة: يتم تجميع الأوامر المحصل عليها قبل افتتاح الجلسة، وتشتمل عادة على ما يلي:

○ أوامر بالسعر المحدد والتي تشارك في تحديد سعر الافتتاح.

○ أوامر بالسعر الأحسن والتي تخضع مباشرة للسعر الأحسن النظري للافتتاح.

2. مرحلة ما بعد الافتتاح: يعتبر الافتتاح الذي يحقق سعر التوازن عند تلاقي العرض والطلب وهو الذي تتم على أساسه الصفقة، إذ أن أوامر الشراء بالسعر المحدد المنفذة هي التي يكون سعرها المحدد أعلى أو يساوي سعر التوازن.

أما بالنسبة لأوامر البيع بالسعر المحدد والمنفذة يكون سعرها أدنى أو يساوي سعر التوازن، ويتم ذلك بتوجيهها إلى نظام الإعلام الآلي للتسعيرة وتنفيذها حسب قاعدة الداخل أولاً الخارج أولاً (First In First Out FIFO)) بمعنى أنه إذا دخلت عدة أوامر بنفس السعر المحدد، فإن تنفيذها يتم حسب الأولوية.

ح- التسعيرة الرسمية: هي الوثيقة التي تنشرها لجنة التسعيرة في سوق الأوراق المالية في كل جلسة من جلسات التداول بغرض الإعلان عن السعر الذي يتم على أساسه التداول الفعلي للقيم المنقولة المقيدة بالتسعيرة. وصفة عامة تتعلق التسعيرة البيانات التالية:

- عدد السندات وقيمة القرض المقيدة في التسعيرة؛

- اسم القيمة المتداولة وموعد السحب في حالة وجوده؛

- أسعار القيم المتداولة في جلسة اليوم والسعر السابق لها؛

- القيم المتداولة ذات العائد الثابت مع ذكر معدل الفائدة ومقدار الضريبة وموعد استحقاق الفوائد.

المحور الخامس

الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

في نهاية المحور الخامس، يتوقع أن يدرك الطالب ما يلي:

- تحديد الأطراف المتدخلة ووصف دور كل منها في سوق الأوراق المالية؛
- شرح دور هيئات التنظيم والرقابة وأهم وظائفها في حماية السوق؛
- تمييزين العمليات الآنية والأجلة وبيان أهداف كل منهما وآليات التسوية؛
- التعرف على أنواع أوامر السوق وشروط تنفيذها وتأثيرها على نتائج التنفيذ؛
- تحليل مكونات تكاليف المعاملات المباشرة وغير المباشرة وتقييم جدوى الصفقات؛
- مقارنة طرق التسعير التقليدية والإلكترونية وفهم أثر التكنولوجيا على كفاءة السوق.

الخلاصة

أن الأطراف المتدخلة في سوق الأوراق المالية (لجان تنظيمية، متعاملون، وسطاء) وقواعد وآليات التعامل (العمليات الآنية والأجلة، أنواع الأوامر، تكاليف التنفيذ، وأنظمة التسعير) وحتى تتم عمليات التداول في سوق الأوراق المالية، فإن السوق تركز على مجموعة من المتدخلين الذين يسمح لهم في المشاركة لتحقيق هذا التمويل (المتعاملون، لجان، الوسطاء)، تعريف أوامر السوق: الطلب الصادر من شخص أو جهة ما إلى الوسيط؛ ببيع أو شراء أوراق مالية معينة.

الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تمهيد:

هي أصول مالية، وغالباً ما تسمى الصكوك أو الأدوات المالية (الأصول الغير ملموسة)، والتي من المتوقع أن توفر استحقاقات نقدية بالمطالبة به مستقبلاً. وتسمى أيضاً الأوراق المالية وهي تشمل (الأسهم والسندات) عموماً. فالمعاملات المتصلة بالصك المالي يشمل طرفين على الأقل:

- الجهة التي وافقت على دفع المبالغ النقدية في المستقبل يسمى بالمصدر؛
- الطرف الذي يملك الورقة المالية، وبالتالي الحق في تلقي المدفوعات التي قدمها إلى المصدر، وهو يسمى المستثمر.

وتتعامل أسواق الأوراق المالية بالأدوات المالية طويلة الأجل، أي التي تستحق في فترات زمنية أطول من سنة.

1- الأسهم (Shares / Stock)

1-1- الأسهم العادية (the Common Shares / Stock):

1-1-1. تعريفها:

القانونيون يطلقون السهم مرة على الصك، ومرة على النصيب، فبالاعتبار الأول قالوا: السهم هو: صك يمثل جزءاً من رأس مال الشركة، يزيد وينقص تبعاً لرواجها.

بالاعتبار الثاني: قالوا: السهم هو نصيب المساهم في الشركة من شركات الأموال، أو الجزء الذي ينقسم على قيمته مجموع رأس مال الشركة المثبت في صك له قيمة اسمية، حيث تمثل الأسهم في مجموعها رأس مال شركة، وتكون متساوية القيمة.

وقد عرّف مجمع الفقه الإسلامي الدولي في قراره الرابع: السهم بأنه حصة شائعة في موجودات الشركة وأن شهادة السهم هي وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة.

أما كما عرفه (Sunil,P) السهم أو حصص من الأسهم العادية للشركة هي نوع من المطالبة المالية التي تصدرها الشركة للمستثمرين الذين يريدون المساهمين فيها. في مقابل استثماراتهم، وتمنح حقوق الملكية. فلا يجب أن تكون هناك شركة لا تقل عن مساهم واحد، على الرغم من أنه لا يوجد حد أعلى لعدد من المساهمين في الشركة. وليس هناك قيود على إجمالي عدد الأسهم التي قد تصدر من قبل الشركة. فالشركات الكبيرة لديها عدد كبير من الأسهم القائمة، وتنتشر ملكيتها على مجموعة كبيرة من المستثمرين. حيث تمثل المساهمة ملك جزء من الشركة. فحصته تساوي جزء بسيط من إجمالي رأس مال الشركة.

والسهم عبارة عن ورقة مالية تمثل حصة ملكية في شركة ويصدر بقيمة إسمية تحددها القوانين والتعليمات النافذة. وتتميز الأسهم بعدم وجود تاريخ استحقاق لها، وعدم التزام المصدر بعائد محدد. يتم

تداول الأسهم في سوق الأوراق المالية، وتحدد أسعارها السوقية بناءً على قوى العرض والطلب، وتزيد القيمة السوقية للسهم في الغالب عن القيمة الاسمية وتقل عنها في بعض الأحيان، ويعتبر السهم أداة ملكية.

1-1-2. خصائص الأسهم العادية: وتتضمن الآتي:

- أ- ليس لها تاريخ استحقاق محدد، فهي مستمرة طالما أن الشركة قائمة؛
- ب- لأصحابها حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة بإعتبارهم مالكون لهذه الشركة؛
- ت- في حين أن حامل السند يحصل على فائدة دورية ثابتة؛ فإن حامل السهم العادي يحصل على عائد متغير طبقاً لما تحققه الشركة من ربح؛
- ث- من المفترض أن يكون العائد على السهم العادي أعلى من الفائدة على السند باعتبار أن أصحاب الأسهم العادية يحصلون على كل الأرباح المتبقية بعد سداد الالتزامات الأخرى؛
- ج- المخاطر المرتبطة بالأسهم العادية أعلى من تلك المرتبطة بالسندات، على اعتبار أن أصحاب الأسهم العادية لا يحصلون على أي توزيعات أرباح إلا بعد سداد جميع الالتزامات الأخرى؛
- ح- في حين أن الفوائد الدورية على السندات تعتبر التزاماً قانونياً على الشركة نجد أن توزيعات الأرباح على المساهمين متوقفة على قرار الجمعية العمومية للمساهمين، وبعبارة أخرى فإن الشركة قد تكون في حاجة إلى تمويل إضافي، وبالتالي تقرر الجمعية العمومية توزيع جزء من الأرباح فقط أو عدم إجراء توزيعات على الإطلاق؛
- خ- عند تصفية الشركة فإن أصحاب الأسهم العادية لا يحصلون على أي شيء من حصيلة بيع أصول الشركة. إلا بعد سداد مستحقات الأطراف الأخرى.

1-1-3. مفاهيم القيم للأسهم العادية (Value Concepts Of Common Stock): مصطلح القيمة من المصطلحات التي ترد بشأن السهم العادي، كونه يمثل مشاركة في رأس المال. وهذا الصدد يمكن التمييز بين العديد من القيم كالتالي:

أ- القيمة الاسمية (Par Value): وهي القيمة المثبتة في شهادة السهم. والتي في الغالب تحدد وفق قانون الشركات في البلد المعني، لذلك يمكن أن يطلق عليها بالقيمة القانونية. وهي قيمة متساوية لجميع الأسهم المصدرة والتي من خلالها تتحدد نسبة مساهمة المستثمر برأس المال الشركة.

وقد تسمح بعض التشريعات في الدول المتقدمة إصدار أسهم بدون قيمة اسمية على أن تتحدد قيمتها وفقاً لعملية العرض والطلب في سوق الأوراق المالية. "ومن المهم ألا تصدر الشركة أسهماً بقيمة تزيد عن سعر البيع في السوق. حيث أن الفرق بين القيمة الاسمية وسعر البيع يعرف بعلاوة الإصدار (Par Value) يظهر ضمن قائمة الاموال الخاصة".

ب- القيمة الدفترية (Book Value): وهي القيمة المثبتة في سجلات الشركة وتمثل حق الملكية في الميزانية العمومية. وتعتبر هذه القيمة مؤشراً لقوة حقوق المالكين، لذلك فإن نموها من المؤشرات المهمة للمستثمر لتدل على قدرة الشركة في التوسع والاستمرار. وعليه فإن الاعتقاد السائد بين المتعاملين في السوق المالية على أن السهم العادي يجب أن يباع بأكثر من قيمته الدفترية على الأقل في الأجل الطويل. وبمعنى آخر أن مضاعف القيمة الدفترية للسهم العادي (P/BV) (سعر إغلاق السهم إلى قيمته الدفترية) يجب أن يكون أكبر من الواحد الصحيح للدلالة على جاذبية أسهم الشركة. وتحسب القيمة الدفترية للسهم الواحد بقسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية القائمة.

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{حقوق المساهمين (حق الملكية)}}{\text{عدد الأسهم العادية}} = \frac{\text{رأس المال المدفوع + الأرباح المحتجزة + الاحتياط}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

وبالتالي فإن القيمة الدفترية للسهم تزداد بزيادة نشاط الشركة لأن احتياطاتها وأرباحها تكون مرتفعة، وتقل القيمة الدفترية في الحالة العكسية لذلك فإن نجاح الشركة ينعكس بصورة إيجابية على القيمة الدفترية للسهم علماً بأن القيمة الدفترية للسهم في بداية نشاط الشركة تساوي القيمة الاسمية. ملاحظة: تستخدم المعادلة السابقة في حالة عدم وجود أسهم ممتازة، لكن في حالة وجود الأسهم الممتازة في تكوين الهيكل المالي للشركة فتصبح القيمة الدفترية معبر عليها بالعلاقة:

$$\text{القيمة الدفترية للسهم} = \frac{\text{حقوق الملكية - (حقوق أصحاب الأسهم الممتازة)}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

ت- القيمة السوقية (Market Value): وهي القيمة المدفوعة عند نقطة زمنية محددة وتتحدد هذه القيمة بفعل عوامل العرض والطلب في سوق الأوراق المالية. ويستخدم سعر السهم السوقي (Market Price) بشكل مرادف للقيمة السوقية في كثير من الأحيان. ولكن القيمة السوقية هي عبارة عن القيمة الإجمالية للسهم المتداولة (سعر السهم × عدد الأسهم).

يستخدم المستثمر عند تحديد هذه القيمة مؤشرات العائد والمخاطرة، وينظر لها بتقرب وحذر كون أن الاستثمار بالأسهم العادية إحدى أهم صعوباته هو تحديد حجم وتوقيت تدفقاتها النقدية بدقة. لذلك فإن أسعارها تتصف بعدم الاستقرار والثبات، وينظر لها بأنها سلسلة من التقلبات حول القيمة الحقيقية للسهم.

$$\text{معدل العائد الحقيقي للسهم (الفعلي)} = \frac{\text{القيمة الاسمية}}{\text{ق. السوقية}} \times \text{نسبة توزيع الأرباح}$$

ث- القيمة الحقيقية (Intrinsic Value (IV): وهي تلك القيمة التي تبررها حقائق مالية واقتصادية تتمثل بقيمة موجودات الشركة (الحجم) ومقسوم الأرباح المتوقع توزيعه ومعدلات النمو المتوقعة في الأرباح. فهي القيمة المخصصة للتدفقات النقدية بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين ويطلق عليها في بعض

الأحيان بالقيمة العادية (Fair Value). فإذا ما تحققت هذه القيمة في سوق الأوراق المالية، فإنها تعكس حالة توازن السوق المالية لتؤثر مدى استجابة السوق للمعلومات الجديدة بهدف تصحيح اتجاهات حركة الأسعار السوقية نحو قيمتها الحقيقية. وهناك نماذج عديدة تستخدم لحساب هذه القيمة وعلى وجه التحديد نموذج خصم مقسوم الأرباح ونماذج السعر. أن تحليل المستثمر للقيمة الحالية (الحقيقية) ومقارنتها بالأسعار السائدة في السوق لغرض دراسة أنماطها الحالية والمتوقعة، وأهمية المقارنة هو لتحديد فيما إذا كان السوق لغرض دراسة أنماطها الحالية والمتوقعة، وأهمية المقارنة هو لتحديد فيما إذا كان السهم ذو تسعير مضخم (Over Priced) (السعر أعلى من القيمة الحقيقية) أو ذو تسعير مخفض (Under Priced) (السعر أقل من القيمة الحقيقية).

ج- القيمة التصفوية: وهي القيمة التي يتوقع المساهم الحصول عليها في حالة تصفية الشركة، وسداد الالتزامات التي عليها (الديون + حقوق حملة الأسهم الممتازة) وعادة فإن تصفية الشركة وإنهاء نشاطها لا يمثل نتيجة جيدة لدى المساهمين العاديين حيث لا يحصلون إلا على جزء ضئيل من القيمة الاسمية لأسهمهم، وقد لا يحصلون على شيء إطلاقاً. ونصيب المساهم العادي من بيع الشركة (القيمة التصفوية) يسمى أو يعبر عنه بالقيمة الحقيقية للسهم، وتستخرج بالعلاقة الرياضية التالية:

$$\text{القيمة الحقيقية للسهم} = \frac{\text{قيمة الموجودات في السوق} - (\text{حقوق أصحاب الأسهم الممتازة})}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

ح- قيمة السهم حسب العائد: وهي القيمة التي يبدي المستثمر استعداداه لدفعها مقابل حيازته للسهم الذي يعطيه العائد والذي يرغب بالحصول عليه مقابل استثمار أمواله، ويحسب بالمعادلة التالية:

$$\text{قيمة السهم حسب العائد} = \frac{\text{القيمة الاسمية} \times \text{نسبة التوزيع}}{\text{العائد المرغوب فيه من قبل المستثمر}}$$

1-4. أنواع الأسهم العادية: تنقسم وفق المعيار المستخدم إلى:

- من حيث الشكل: يمكن تصنيف الأسهم حسب الشكل إلى ما يلي:
 - أسهم اسمية: تصدر باسم صاحب السهم العادي، وبالتالي فإن نقل ملكيتها يحتاج للعودة للمصدر أو للبورصة؛
 - أسهم لأمر: المساهم هنا غير معروف للشركة وتنقل ملكيتها بطريقة التظهير؛
 - أسهم لحاملها: ليست باسم شخص معين، وتنقل الملكية من يد إلى أخرى، ومالكه هو الشخص الذي يحوز عليها في حينه.
- من حيث الحصة المدفوعة: من حيث الحصة التي يدفعها المساهم إلى:
 - أسهم نقدية: يسدد المساهم قيمتها نقداً؛

▪ أسهم عينية: تسدد قيمتها عينا في شكل أراضي أو عقارات إلخ، وعادة تخصص للمؤسسين أصحاب الفكرة في إقامة المشروع؛

▪ أسهم مختلطة: يدفع جزء نقدا وجزء عينا؛

▪ حصص التأسيس: تصدرها الشركة عند تأسيسها، وليس لها قيمة اسمية تكتب على الصك، إنما لها نصيب من الأرباح. ولا تدخل حصص التأسيس في رأس مال الشركة، ويكتفى بذكر عددها عند إعداد الميزانية العمومية، وتمنح للمؤسسين مقابل جهودهم في تأسيس الشركة.

2-1- الأسهم الممتازة (Preference Share / Preferred Stock):

1-2-1. تعريفها:

يوصف السهم الممتاز بأنه أداة هجينة تجمع بين صفات السند والسهم العادي. كونه يحصل على عائد ثابت سنوياً، يسمى مقسم أرباح السهم الممتاز الذي يستقطع من صافي الربح بعد الضريبة، ولذلك فهو يمثل التزاماً ثابتاً، كما أنه يمثل حق من حقوق الملكية لأنه يمثل جزء من المشاركة برأس المال. اكتسبت هذه الاسهم صفة الممتازة كون لها حق الأولوية قبل حملة الأسهم العادية على دخل الشركة وأصولها. ويتم تقييم هذه الأسهم على أساس ثبات العائد الذي يحصل عليه حاملها والذي يمثل في الغالب نسبة مئوية من قيمته الاسمية، وبالتالي لا يجد المحلل المالي صعوبة في تحديد قيمة الأسهم الممتاز نظراً لوضوح تدفقاته النقدية المتوقعة وثباتها.

للسهم الممتاز سمات محددة منها أنه يصدر بفئات وبقيم اسمية مختلفة تكون الأساس في احتساب العائد من السهم، ويحصل حامله على أرباحهم قبل حملة السهم العادي وقد يتراكم هذا المقسوم للسنوات اللاحقة في حالة عدم دفعه. وبالمقابل معظم الأسهم الممتازة ليس لحاملها حق التصويت في مجلس الإدارة وانتخاب أعضاءه،

ولكن يمكن أن يرد مثل هذا الشرط في حالة تراكم أرباح السهم الممتاز إذا نصت الاتفاقية على ذلك. وقد يكون السهم الممتازة قابل إطفاء ضمن صناديق تخصصها الشركات بهدف استهلاك السهم وإطفاءه إما بسعر السوق أو بسعر أطفاء يحدد مسبقاً أو حسب ظروف الشركة والسوق. كما يمكن أن يكون السهم الممتاز قابل للتحويل إلى أسهم عادية وضمن شروط يتفق عليها مسبقاً وتذكر في شهادة السهم سواء بخصوص مدة التحويل وسعر التحويل. وعادة خيار التحويل يترك لحامل السهم وحيثما تتاح أمامه تحقيق أرباح رأسمالية لاسيما عندما تكون الأسعار السوقية لأسهم الشركة العادية مرتفعة بأعلى من سعر التحويل. أما شرط الاستدعاء فهو يتضمن حق للجهة المصدرة باستدعاء السهم الممتاز خلال فترة محددة وبغلاوة عن القيمة الاسمية كما يمكن أن يكون الاستدعاء بسعر السوق. أن هذه الخصائص للسهم الممتاز تجعله يختلف عن السهم العادي على الرغم من أن كلاهما أداة ملكية.

2-2-1. خصائص الأسهم الممتازة:

- 1- للسهم الممتاز الأولوية في الحصول على نسبة معينة من الأرباح في حال تحققها قبل حملة الأسهم العادية كما أن له الأولوية في موجودات الشركة المصدرة له عند التصفية؛
- 2- للسهم الممتاز ثلاث قيم: اسمية؛ دفترية؛ سوقية مثلها مثل الأسهم العادية؛
- 3- تمتاز هذه الأسهم في بعض الأحيان بخاصة المشاركة أي هناك نوع آخر يدعى بأسهم المشاركة، فحملة هذا النوع من الأسهم العادية له الحق في المشاركة في بقية الأرباح إلى جانب المساهمين العاديين وهذا بعد حصول حملة الاسهم الممتازة على نسبة الأرباح المتفق عليها في عقد الشركة وبعد حصول المساهمين على نفس النسبة؛
- 4- معظم الأسهم الممتازة لا تتمتع بحق التصويت في مجلس الإدارة وانتخاب أعضائها؛
- 5- يعتبر السهم الممتاز من أدوات الملكية، فليس له تاريخ استحقاق معين إلا إذا تضمن شروط إضافية مثل الاستدعاء أو الإطفاء حيث أن بعض الشركات قد تخصص مبالغ دورية تسمى صناديق الإطفاء لغرض استلاك السهم. وقد يكون الإطفاء إما بسعر السوق أو بسعر استدعاء محدد سابقاً. أما بالنسبة للاستدعاء يعطي الحق للجهة المصدرة استدعاء السهم الممتاز بعلاوة عن القيمة الاسمية تسمى علاوة الاستدعاء.
- 6- قد يحول السهم الممتاز إلى سهم عادي وذلك من أجل تبسيط هيكل رأس المال وتخفيض كلفته وبيع أسهم عادية بسعر أعلى من سعر السوق، ويتم هذا التحويل بموجب سعر تحويلي يحدد مسبقاً كما تحدد مدة التحويل وخيار التحويل عادة يترك للمستثمرين حيثما تتاح فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية ولاسيما عندما يكون سعر التحويل أقل من الأسعار السوقية للسهم العادي.

3-2-1. مميزات الأسهم الممتازة:

- الجدير بالذكر أن الأسهم الممتازة تعطي ميزة للشركة المصدر لها وكذا بالنسبة للمستثمر فيها:
- أ- للشركة المصدر لها: وتتمثل بأن حملة هذه الأسهم لا يحق لهم الاشتراك بالإدارة، وهذا مما يضمن بقاء السيطرة وإدارة الشركة بيد حملة الأسهم العادية، وبهذه الصفة تشبه السندات والقروض، ومع ذلك لا تحتاج الشركة إلى رهن أصولها أو تقديم ضمانات لهذه الأسهم، بما أن الأسهم الممتازة تمثل جزء من الملكية فعنه لا يوجد تاريخ محدد لتسديدها.
 - ب- بالنسبة للمستثمر فيها: يمكن تلخيصها كما يلي:
 - أن الشركات عندما تصدر هذا النوع من الأسهم فإنما تصدرها بما يتناسب ورغبات بعض المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على دخل ثابت وبدون خطورة.

- من ناحية أخرى فإن حملة الأسهم يحصلون على قيمة أسهمهم قبل حملة الأسهم العادية ولهم الحق أيضاً في الحصول على أرباح قبل أية توزيعات على الأسهم العادية.

1-2-4. عيوب الأسهم الممتازة: يمكن للأسهم الممتازة أن تحمل عيوب بالنسبة لشركة وللمستثمر:

أ- للشركة المصدر لها:

- التوسع في إصدارها سيكلفها كثيراً، إذا ما قورنت بالسندات؛

- أرباح الأسهم الممتازة لا تعتبر مصاريف لغايات الضرائب، أي لا تخفض من العبء الضريبي (نسبة الضريبة لا تتغير) وبالتالي لا ينتج أي توفير ضريبي من التمويل بالأسهم الممتازة، لذلك فإن استعمال الأسهم الممتازة كمصدر تمويل غير شائع كثيراً.

ب- بالنسبة للمستثمر فيها:

- يواجه المستثمر مخاطر مثله مثل المساهم العادي، حيث أن أسعار الأسهم الممتازة تتغير مثلاً مثل الأسهم العادية بعكس السندات ذات القيمة الثابتة تقريباً
- كما أن المستثمر لا يحق له المشاركة بالإدارة.

أ- أنواع الأسهم الممتازة: تنقسم الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية:

- مجمعة للأرباح: تضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة قد حققت فيها أرباح، لكنها لم تعلن عن توزيعها وذلك قبل إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية؛
- مشاركة في الأرباح: توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع نسبة ثابتة من الأرباح، تتمثل بإعطاء الحق أيضاً في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة عليهم؛
- القابلية للتحويل: تعطي حق التحويل إلى أسهم عادية بالسعر الاسمي إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، الأمر الذي يحقق له مكاسب رأسمالية؛
- القابلية للاستدعاء: تعطي مصدرها حق استدعائها من حاملها، أي إمكانية استرجاعها وسداد قيمتها لحاملها، وخصوصاً عند ارتفاع أسعارها السوقية.

2- السندات (Bond)

1-2- تعريف السندات (The Definition of the Bond): من المعروف أن السندات هي أداة من أدوات الدين المتعارف عليها في السوق، فالسند يعتبر عقد التزام من المقرض لدفع مبالغ محددة في مواعيد محددة تشكل الدفعات والفوائد على أموال التي تم اقتراضها، وتتمتع السندات عادة بدرجة عالية من السيولة حيث يمكن تداولها بيعاً وشراءً في أسواق الأوراق المالية، كما يمكن الحصول على أسعارها في أسواق السندات يومياً.

لقد احتلت السندات مركزاً رئيساً في الأسواق المالية لاسيما في دول ذات الاقتصاديات المتقدمة منذ عام 1973، ونضجت وتطورت آلياتها في عقد الثمانيات من القرن الماضي، وبشكل ساهم بجذب أنظار عموم المستثمرين لاقتناء السندات ضمن محافظهم الاستثمارية، نظراً لما توفره من مزايا أساسية تتمثل بثبات واستمرار تدفق الدخل (معدل الفائدة) (Coupon Rate) مع ميزة الأمان لاسترداد أصل المبلغ المستثمر (Principal) عند الاستحقاق (Maturity Date)، إن صفة الدين للسند تجعل عملية إصداره ضمن ترتيبات اقرضية محددة بين الجهة المصدرة للسند (المقرض) والمكتتب به (المقرض). وتتضمن هذه الترتيبات القيمة الاسمية للسند التي تصدر بمعايير محددة تسمى بالسندات (Bullet Bond). مع مراعاة فيما إذا كان السند لحامله (Bearer Bonds) (يقوم حامل السند بقطع الكوبون* الملصق بالسند وإرساله إلى المصدر لاستلام دفعة الفائدة)، أو سندات مسجلة (Registered Bonds) (ويتم الاحتفاظ بسجل لمالكي السندات لدى الجهة المصدرة ودفع قيمة الكوبونات بشكل تلقائي دون الحاجة إلى مطالبة المالك بها). وفي الغالب تقوم المؤسسات المالية والمصرفية بإدارة الإصدار من السندات لصالح الجهة المصدرة وتسويقها إلى الجمهور. أي أن هذه المؤسسات المالية والمصرفية تقوم بدور الضامن (Trustee) لحقوق حملة السندات بجانب تقييم المركز الائتماني والمالي للجهة المصدرة، لاسيما السندات الصادرة من قبل الشركات المساهمة.

2-2- خصائص السندات: تمتاز السندات بعدة خصائص منها:

- يعتبر السند شهادة دين على الشركة، وليس جزءاً من رأس المال كما هو الحال في الأسهم؛
- حصول صاحبه على الفائدة الدورية المقررة له دون النظر إلى أن الشركة ربحت، أم خسرت، أو كانت الأرباح كثيرة؟!؛
- عدم مشاركة صاحبه في إدارة الشركة؛
- تحديده بوقت محدد على عكس الأسهم، وبالتالي يحصل صاحبه على قيمة سنده وفوائده في التاريخ الذي حُدِّد له دون النظر إلى تصفية الشركة، ومدده مختلفة أقصرها تسعون يوماً، وبعضها يمتد إلى مائة عام، على أن بعض السندات تستمر لحين قيام المصدر باستدعائها، أو شرائها من السوق؛

* كوبون: وهي مفردة الكوبونات: أي الفائدة على السند قد تكون ثابتة أو متغيرة أو مستحقة الدفع عند تاريخ استحقاقها.

- يحصل حامله على ضمان خاص على بعض موجودات الشركة وقد يكون الضمان عاماً على أموالها، ولذلك يحصل على حقه في حالات التصفية قبل أن يحصل حامل السهم العادي على أي شيء؛
- جميع السندات قابلة للتداول في السوق الثانوية، مما يجعلها أداة ادخارية واستثمارية في آن واحد. فالفائدة على السند تمثل ادخاراً، وبيع السند في السوق الثانوية للاستفادة من الفرق الموجب للقيمة السوقية للسند، لاسيما في أوقات انخفاض معدلات الفائدة السوقية.

3-2- أهم أنواع السندات المتداولة:

• السندات الاسمية:

هي السندات التي يكتب فيها اسم المالك، يسجل هذا الاسم عند الإصدار على وجو السند، وفي حالة السند المسجل يتسلم المالك المستحقة في تواريخها تلقائياً كذلك تحتفظ الشركة بسجل خاص لحاملي السندات، ويتم فيه تسجيل أي تغييرات تطرأ على الملكية نتيجة لتداول السندات.

• السندات لحاملها:

يقصد لحامله هو ذلك السند الذي يخلو من اسم مالكة، ويعد ورقة مالية متداولة ويتم تداولها بيعاً وشراءً وتنازلاً مثل بقية الأوراق المالية، وتكون فائدة هذا النوع من السندات بسندات الكوبون، حيث يحصل المستثمر على الفائدة بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند يتقدم به المستثمر إلى البنك الذي يتوسط عن الجهة المصدرة للسند بدفع الفائدة نقداً.

• سندات ذات فائدة دورية ثابتة:

يتم في هذا النوع تحديد سعر الفائدة طوال مدة القرض، وتعد الفترات الملائمة للأسعار الثابتة هي فترات ثبات واستقرار الأسواق النقدية والمالية أو حيث تتوفر السيولة. وفي هذا الصدد يمكن أن تكون السندات ذات سعر الفائدة الثابت على شكل سندات تقليدية والتي يتم تسديدها على أقساط أو بأكملها في نهاية المدة أو تكون قابلة للتجديد.

• سندات ذات إيراد متغير (سعر فائدة متغير):

أحد المخاطر التي قد يتعرض لها السند هي مخاطر السندات، والتي تؤدي إلى أن تصبح الفوائد المتحصل عليها من السند غير كافية لتعويض المستثمر عن انخفاض القوة الشرائية وقد يترتب عن ذلك انخفاض القيمة السوقية للسندات من جراء رفع أسعار الفائدة السائدة في السوق لمواجهة الآثار التضخمية.

وللتغلب على الآثار السلبية للتضخم على حملة السندات فقد ظهرت السندات ذات معدل الفائدة المتحرك، ففي ظل هذا النوع من السندات يتم تعديل معدل الكوبون بصورة دورية لكي يعكس آثار التضخم، وعادة ماتم تلك المراجعة أو التعديل لمعدل الكوبون بصورة نصف سنوية.

• **سندات غير مضمونة:**

هذا النوع يستفيد حامله من فوائد دورية بالإضافة إلى رد الأصل في ميعاد الاستحقاق ولكن نظرا لأن هذه السندات غير مضمونة فإن حملة هذا النوع من السندات يمكنهم المطالبة بإعلان إفلاس الشركة وتصفية أصولها المادية ليتمكنوا من استيفاء حقوقهم (أو بعضها) من قبل الشركة المصدرة. وتستخدم هذه السندات الشركات ذات المركز المالي القوي، فالمركز المالي لهذه الشركات يجعل وجود رهن معين أمرا غير ضروري لاجتذاب المستثمرين.

• **سندات مضمونة على بعض أصول الشركة:**

وفي هذا النوع من السندات إذا فرضنا وفشلت الشركة في مقابلة التزاماتها نحو حملة هذه السندات سواء من ناحية دفع الفائدة أو من ناحية سداد قيمة السند عند الاستحقاق، فيمكن لحملة هذه السندات كمجموعة الاستيلاء على تلك الأصول (الضامنة) وبيعها بالمزاد وتقسيم ما يحصلون عليه بينهم.

• **سندات مضمونة بواسطة هيئات خارجية:**

وهي مثل السندات المضمونة من طرف الحكومة، وقد يكون هذا الضمان من ناحية سداد قيمة السندات، أو من ناحية سداد فائدة السندات.

• **السندات غير القابلة للتحويل:**

هو الشكل السائد والشائع لسندات الإقراض، فالأصل في السندات أنها غير قابلة للتحويل.

• **السندات القابلة للتحويل:**

تتميز بجميع خصائص السندات العادية إلا أنها تتميز بميزة إضافية وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وهذه السندات قد يفضلها الكثير من المستثمرين خاصة إذا كانت الشركة المصدرة لها من النوع الذي ينمو بمعدلات عالية.

• **السندات القابلة للسداد قبل موعد الاستحقاق:**

ويحدث في كثير من الحالات أن تقوم الشركات بسداد كل أو جزء من سندات المصدرة قبل حلول ميعاد الاستحقاق المحدد وذلك إذا كانت أحوالها المالية تسمح بذلك.

• **السندات القابلة للتحويل لأسهم:**

هي سندات قابلة للتحويل لأسهم، ولحامليها الحق في أن يبادل سندات بعدد محدد من الأسهم العادية لرأس مال الشركة المصدرة لها خلال فترة محددة، وتوفر السندات القابلة للتحويل مزايا مختلفة لجميع أطراف السوق المالي المصدر والمستثمر والوسيط.

• سندات الدخل:

يشترط هذا النوع من السندات أن تدفع الفوائد عندما تحقق الشركة المصدرة أرباحاً أي أنه لا يوجد التزام بدفع الفوائد إلا إذا حققت الشركة أرباحاً، كما أن هذه السندات تختلف عن الأنواع السابقة في أن حاملها ليس لهم الحق في المطالبة بإفلاس الشركة ومن ثم تصفيتها في حالة عدم القدرة على الدفع والسداد.

• السندات الحكومية:

قد تصدر الحكومة (أو هيئاتها) سندات طويلة الأجل تتراوح مدتها بين أكثر من سنة إلى ثلاثين سنة وما يميز هذه السندات الحكومية عن باقي أنواع السندات أنها:

- خالية من الخطر لأنها مضمونة من الحكومة.

- تتمتع بدرجة عالية من السيولة.

وعادة ما تقوم الحكومات بإصدار هذا النوع من السندات لتمويل إنفاقها العام

3- أوجه الاختلاف بين الأسهم العادية والممتازة والسندات:

تختلف الأوراق المالية التي تم التعرض لها باختلاف خصائصها وطبيعتها، إلا أن الهدف الأساسي لها هو إمكانية تداولها لتوفير التمويل اللازم، ومن خلال الجدولين التاليين سوف نعرض خصائص كل ورقة ونقارن بينهم.

جدول (02):

أوجه الاختلاف بين السندات والأسهم العادية

معيار المقارنة	السندات	الأسهم العادية
طبيعة الأداة	أداة دين واجبة الدفع عند الاستحقاق	أداة مشاركة برأس المال الشركة
مستوى الدخل	ثبات الدخل واستمراره	يخضع لقرار وسياسة توزيع الأرباح
الأجل	لها تاريخ استحقاق محدد	ليس له تاريخ استحقاق محدد
الإدارة	ليس لحملتها المشاركة بقرارات الإدارة	حق المشاركة والتصويت والانتخاب
المخاطر	مخاطر التآكل لأصل المبلغ وفائدة	مخاطر متعلقة بالسوق وبالشركة
القيمة الاسمية	تصدر بقيم اسمية مختلفة الفئات	تحدد القيمة الاسمية وفق قانون الشركات
قابلية التحويل	يمكن أن يكون قابل للتحويل إلى أسهم	لا يمكن أن يكتسب هذه الخاصية

المصدر: ارشد فؤاد مجيد التميمي، الأسواق المالية: «تنظيم وأدوات»، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2010، ص: 180.

يتم عرض مقارنة بين الأنواع المختلفة من الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية:

جدول (03):

مقارنة بين الأنواع المختلفة من الأوراق المالية

عامل المقارنة	الأوراق المالية	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
الحق في الحصول على الدخل: "من حيث الأسبقية ومن حيث مبلغ الدخل والعائد"	الدرجة الأولى في السداد ثابت ومحدد	الدرجة الثانية في السداد ثابت ومحدد	الدرجة الثالثة في السداد المتبقي وغير محدد	
الحق في الأصول عند التصفية: - درجة الأسبقية - المبلغ	المرتبة الأولى محدد	المرتبة الثانية محدد	المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد	
الحق في استرداد القيمة: - تاريخ الاستحقاق	إجباري محدد مسبقاً وله تاريخ سداد	"القيمة الأسمية" غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	المتبقي وغير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	

المصدر: رجال إيمان، أسواق الأوراق المالية الدولية بين مظاهر التجديد والتحديات المالية: «التحديات المالية العالمية 2008»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص: إقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة- الجزائر، (غير منشورة)، 2011-2012، ص ص: 32-33.

المحور السادس

المنتجات المالية المستحدثة "المشتقات المالية"

في نهاية محور المنتجات المالية المستحدثة "المشتقات المالية"، يتوقع أن يدرك الطالب ما يلي:

- المعرفة المفاهيمية: أن يعرف الطالب مفهوم المشتقات المالية بدقة ويشرح كيف تستمد قيمتها من الأصل الأساسي؛
- التصنيف: أن يميز بين الأنواع الرئيسية للمشتقات: العقود المستقبلية، عقود الخيارات، وعقود المبادلات، مع توضيح خصائص كل نوع؛
- الوظائف الاقتصادية: أن يحدد الأدوار الثلاثة الأساسية للمشتقات: التحوط، المضاربة، والمراجحة؛
- المخاطر والضوابط: أن يعدد المخاطر المرتبطة بالمشتقات (مخاطر الطرف المقابل، السيولة، السوق، النمذجة، القانونية) ووسائل التخفيف مثل غرفة المقاصة والهامش؛
- التطبيق العملي: أن يرسم ويحلل تدفقات الدفع (payoff) لعقد خيار وعقد مستقبلي، ويصمم استراتيجية تحوط بسيطة؛
- التفكير النقدي والأخلاقي: أن يناقش الآثار التنظيمية والأخلاقية لاستخدام المشتقات في الأسواق المالية.

الخلاصة

بنهاية المحاضرة يجب أن يكون الطالب قادراً على تعريف المشتقات، تمييز أنواعها، رسم وتحليل عوائد عقود بسيطة، تصميم تحوط أساسي، وتقييم المخاطر والآثار التنظيمية المرتبطة باستخدام هذه الأدوات.

المنتجات المالية المستحدثة "المشتقات المالية"

تمهيد:

لقد ادخلت الأسواق المالية أدوات مالية جد متطورة وأصبحت تلك السوق لا تقتصر على الأدوات التقليدية مثل الأسهم والسندات. وجاء تحديث وتطوير الأوراق المالية المتداولة استجابة للتغير في شروط بيئة النشاط الاقتصادي وانعكاسات التقدم التكنولوجي والمعلوماتي. وقد عرفت الصناعة المالية أشكالاً متنوعة وأبعاداً واسعة لعمليات التطوير، فظهرت العديد من الأدوات المالية الجديدة نجد منها "المشتقات المالية" (Financial Derivatives).

يعرف صندوق النقد الدولي: المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار لأصل المال في هذه أصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال للملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمراً غير ضروري.

ويعرف (Ali Hirs, Salih N. Neftci) المشتقات المالية (Dérivatives) على حد تعبير الممارسين، "الأوراق المالية المشتقة بأنها عقود مالية تستمد قيمتها من أدوات السوق النقدية مثل الأسهم والسندات والعملات والسلع"، أي الأصول التي تمثل موضوع العقد (Underlying) Asset، وتسمح المشتقات للمستثمر بتحقيق مكاسب أو خسائر اعتماداً على أداء الأصل موضوع العقد ومن أهم المشتقات:

1- عقود المستقبلية (Futures Market):

أ- تعريفها: العقد المستقبلي هو التزام (لشراء أو بيع) أحد الأصول الأساسية بتحديد السعر في تاريخ معروف المستقبل؛ وهي أسواق حيث يتم تبادل عقود تسليم أو استلام منتجات بتاريخ استحقاق محدد، وتختلف السوق المستقبلية عن السوق الفورية في كون تسليم السلعة في هذا الأخيرة يتم مباشرة في تاريخ إجراء الصفقة أما في السوق المستقبلية فيتم تسليم السلعة في وقت لاحق يسمى تاريخ الاستحقاق.

وتتعلق عقود هذه السوق بشراء أو بيع كمية كبيرة معينة من سلعة أو من أداة عند سعر معين ووقت محدد، وهي عقود ملزمة فليس له الخيار في التنفيذ من عدمه.

ب- خصائصها: تتميز العقود المستقبلية بالخصائص التالية:

- إن للعقود المستقبلية شروط نمطية تختلف من عقد لآخر تحددها سوق الأوراق المالية؛
- في العقود المستقبلية لا يعرف طرفاً العقد بعضهما البعض؛
- تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير آلية تعطي كل منها ضماناً بأن العقد سينفذ وهذه الآلية تعرف بغرفة المقاصة؛

- يتم تداول العقود المستقبلية في أسواق المنظمة؛
- إن سوق الأوراق المالية شيكاغو هي أكبر أسواق الأوراق المالية التي يتم تداول العقود المستقبلية فيها؛
- إن التعامل في العقود المستقبلية يتطلب إيداع كل طرفين مبلغ يعرف بهامش الضمان أو الهامش المبدئي ذلك لضمان العقد؛
- يتم نشر أسعار العقود المستقبلية في الصحف المالية. ففي الولايات المتحدة الأمريكية تختص جريدة "وول ستريت" بذلك؛
- إن أسواق العقود المستقبلية تلعب دورها في توفير المعلومات الخاصة. بالأسعار حيث قدرة السوق لكشف الاسعار تعد الوظيفة الرئيسية وراء وجود هذا النوع من الأسواق؛
- توفر أسواق العقود المستقبلية المعلومات عن الأسعار الحاضرة والمستقبلية باستخدام الوسائل والميكانيزمات التي يمكن من خلالها التوصل إلى الأسعار الحالية والمستقبلية؛
- معرفة جميع أطراف السوق على هذه المعلومات التي من شأنها رفع كفاءة السوق.

2- عقود الخيارات (Option Market):

- أ- تعريفها: تعرف الاختيارات أو الخيارات في الاصطلاح الاقتصادية بأنها: "عقد يمثل حقاً للمشتري (وليس التزاماً) في بيع أو شراء شيء معين، سعر معين (سعر التعاقد أو الممارسة) (Exercise Price) خلال فترة زمنية محددة، ويلزم بائعة بيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى علاوة الصفقة الشريطية (Options Premium).
- وقد عرّف الاقتصاديون علاوة الصفقة الشريطية (Options Premium) أو ثمن عقد الاختيار أنه: "تعويض متفق عليه يدفع للبائع (بائع عقد الخيار) في سوق الأوراق المالية من قبل المشتري (دافع ثمن الخيار) مقابل تمتعه حق شراء (إن كان اختيار شراء) أو حق بيع (إن كان اختيار بيع) أوراق مالية خلال فترة زمنية محددة. وهذا المبلغ غير مرجع سواء نفذ المشتري حقه، أو لم ينفذ".
- وتعتمد هذه العلاوة على نوع الاستثمار الذي يقع عليه عقد الاختيار، والفرق بين السعر السائد في السوق وسعر التعاقد، وتغيرات الأسعار نتيجة العرض والطلب، والفترة الزمنية بين يوم عقد الاختيار ويوم انقضائه.
- وتعتبر حقوق الاختيار واحدة من الأدوات الاستثمارية الهامة التي يستخدمها المستثمرون لحماية استثماراتهم من مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية؛ كما أنها تمثل أحد السبل التي يلجأ إليها المضاربون بهدف تحقيق الأرباح، وهناك نوعان من حقوق الاختيار:

1- الاختيار الأوروبي: ويمثل عقداً يعطي بموجبه لمشتري الاختيار "Buyer" الحق في بيع أو شراء عدد من الأصول المالية من بائع الاختيار (المحرر) "Writer" وذلك لقاء سعر متفق عليه مسبقاً على أن يتم التنفيذ في التاريخ المحدد لانتفاء الحق والمتفق عليه بين الطرفين.

2- الاختيار الأمريكي: ويختلف حق الاختيار الأمريكي من جهة أن تنفيذه يمكن أن يتم في أي وقت خلال الفترة الممتدة بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهائه ضمناً.
وحق الاختيار يتعامل مع سعرين وهما:

1- سعر التنفيذ Exercice Price: والذي هو عبارة عن السعر المتعاقد على تنفيذ حق الاختيار على أساسه.

2- سعر السوق Market Price: وهو السعر الذي يباع به الأصل المالي المعتبر لحظة تنفيذ الاتفاق، ويترك تحديده لقوى العرض والطلب.

ب- خصائصها: تتميز عقود الخيار بالخصائص التالية:

- إن مبلغ التعويض أو المكافئة أو ثمن الخيار يدفع لمحرر العقد الذي يلتزم بتنفيذه عندما يحين تاريخ التنفيذ؛
- إن تاريخ تنفيذ هذه الحقوق يكون غالباً يعد مرور 3 أشهر من تاريخ الاتفاق؛
- إن حقوق الاختيار قابلة للتداول كأبي عقود أخرى وعلى أساس عاملي العرض والطلب اللذان يتوقفان بدورهما على قيمة الأصل محل العقد؛
- لا يتطلب الاستثمار في الخيارات مبالغ ضخمة مثل ما هو مطلوب للتعامل في الأسواق الحاضرة؛
- إن للعقود الاختيارية شروط نمطية تختلف عن العقود الأخرى؛
- يتم تداول العقود الاختيارية في أسواق منظمة.

3- عقود المبادلات (Swap Market):

أ- تعريفها: وهي من بين بعض الأنواع الأكثر شيوعاً من المشتقات... فهي عملية بيع وشراء التدفقات النقدية التي تنطوي على مختلف العملات، وأسعار الفائدة، وعدد من الأصول المالية الأخرى في وقت واحد.
فعقد المبادلة (Swap) هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية، فعلى سبيل المثال الطرف (أ) يوافق على دفع معدل فائدة ثابت على مبلغ معين (فرضاً مليون دولار) كل سنة لمدة 5 سنوات وذلك لطرف آخر وليكن (ب)، والطرف (ب) سوف يدفع معدل فائدة عائمة (أي سوقي ويعتمد على تفاعل قوى العرض والطلب) على نفس المبلغ المحدد وهو مليون دولار وذلك كل سنة لمدة 5 سنوات، والأطراف التي توافق على الدخول في المبادلة تسمى (Countreparties) وترتبط التدفقات

النقدية التي يدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين أو بقيمة عملات أجنبية، ولذلك يوجد نوعان أساسيان للمبادلات هما مبادلات الأسعار (Interest Rate Swaps) ومبادلات العملة (Currency Swaps).

ب- خصائصها: تتميز العقود المبادلات بالخصائص التالية:

- التقليل من حجم المخاطر التي لا تمس عادة الأصول المعتمدة للعوائد العينية لأنها افتراضية؛
- العوائد المالية المتوقعة قد تعود إلى جميع الأطراف المعنية بالمبادلات وذلك عند توفر ميزة نسبية وبشكل مستقر؛

- تعديل المخاطر المتعلقة بتدفقات العملة الأجنبية من الدخل الذي تتوقعه المؤسسة من الإستثمار في الخارج أو المخاطر الناجمة عن تحرك أسعار الفائدة الأجنبية في البلد المعني بالاستثمار بشكل مختلف لتحرك أسعار الفائدة المحلية؛

- عند قيام مؤسسات بتقديم قروض رهون معدل ثابت فإن هذه العملية قد تكون مهددة للمخاطر والحماية منها تدخل المؤسسة المعنية بائتمان الرهون إلى مبادلة أسعار ثابتة مقابل معدلات معيارية؛
- عقود المبادلات هي عقود تربط الأسعار المقومة بالأسعار الثابتة مما يزيد من حالات التأكد بالنسبة للالتزامات المستقبلية خاصة وأنها تسمح في تعديل المحفظة الاستثمارية حسب الظروف الجارية والمستقبلية للأسواق.

4- المتعاملون في عقود المشتقات:

أ- المتحوطون (Hedgers): يهتم المتحوطون بتخفيض المخاطرة التي يتعرضون لها، والمشتقات تسمح لهم بتحسين درجة التأكد ولكنها لا تضمن تحسين النتائج.

ب- المضاربون (Speculators): ويراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية، لذلك يستخدمون المشتقات لمحاولة تحقيق كسب.

ت- المراجحون (Arbitrageurs): ويدخلون عندما يكون هناك فرق لأصل معين بين سوقين أو أكثر وذلك بالشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر وبالتالي يحققون ربح عديم المخاطرة.

المحور السابع

كفاءة الأسواق الأوراق المالية

في نهاية محور حول كفاءة الأسواق الأوراق المالية، يتوقع أن يدرك الطالب ما يلي:

- المعرفة المفاهيمية: أن يعرف الطالب مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية ويشرح كيف تعكس الأسعار المعلومات المتاحة؛
- التصنيف والفروقات: أن يميز الطالب بين صيغ كفاءة السوق الثلاث (الضعيفة، المتوسطة القوة، القوية) ويفسر الفروق العملية بينها؛
- متطلبات الكفاءة: أن يعدد الطالب شروط توافر كفاءة السوق (شفافية المعلومات، حرية التداول، عدد كبير من المتعاملين، انخفاض تكاليف المعاملات)؛
- العلاقة بالاقتصاد: أن يشرح كيف يؤثر تطور كفاءة سوق الأوراق المالية على تخصيص الموارد والكفاءة الاقتصادية العامة؛
- التقييم النقدي: أن يقيم أثر عدم تماثل المعلومات على السيولة والتسعير ويقترح آليات للحد من الأثر؛
- المهارات التطبيقية: أن يطبق أدوات تحليلية بسيطة لتقدير مدى كفاءة سوق معين ويقترح توصيات عملية لرفع كفاءته.

الخلاصة

الهدف الأساسي: أن يفهم الطالب أن كفاءة سوق الأوراق المالية ليست مجرد فرضية نظرية بل نتاج نظم معلومات، بنية سوقية، وقواعد تنظيمية تعمل معاً لتعكس الأسعار المعلومات الحقيقية بسرعة وبتكلفة منخفضة.

ما يجب أن يخرج به الطالب: تعريف واضح للصيغ الثلاث لكفاءة السوق، فهم وتمييز المتطلبات الكفاءة، قدرة على قياس مؤشرات تشغيل بسيطة، وامتلاك أدوات نقدية وتنظيمية للتعامل مع عدم تماثل المعلومات ورفع كفاءة السوق.

كفاءة الأسواق الأوراق المالية

تمهيد:

لقد ازداد اهتمام الباحثين والعاملين والمحللين في سوق الأوراق المالية بما يعرف بكفاءة سوق الأوراق المالية، فوفقاً لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم في سوق على وجه السرعة لكل معلومة جديدة تصل إلى المتعاملين مما يترتب عنها تغيير نظرتهم اتجاه الشركة المصدرة للورقة المالية، فمن حيث الكفاءة السوق توجد ثلاث درجات أو أشكال لكفاءة، تناولتها الأبحاث العلمية، بحيث أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية خلافاً كبيراً بين المهتمين بتلك أسواق.

وعلى الرغم أنه يجب توفر عدت شروط للوصول إلى حالة الكفاءة السوق، رغم تعدد أوجهها، إلا أن هناك عدت مستويات وخصائص لسوق الأوراق المالية، حيث اعتبرت المعلومات العنصر الأساسي في كفاءة هذه الأخيرة.

1- مفهوم وأنواع سوق الأوراق المالية الكفاء

1-1- مفهوم سوق الأوراق المالية الكفاء: على الرغم من تعدد التعاريف والمفاهيم التي حددها خبراء المال والاقتصاد بشأن كفاءة سوق الأوراق المالية، إلا أن أغلبها يكاد ينطوي على معنى واحد. ويعتبر الاقتصادي الشهير بول سامويلسون (Paul Samuelson) من الباحثين الأوائل الذين حاولوا إعطاء تعريف شامل لمصطلح الكفاءة السوقية وعلاقته بالسلوك العشوائي للأسعار، إلا أن من الباحثين صياغة تعارف أقل تشدداً وأكثر مرونة، ومن بين هؤلاء الباحثين جونسون (Jensen) وبيقر (Beaver) وفرنسيس (Francis)، والاقتصادي البارز يوجين فاما (Eugene)، هذا الأخير الذي طرح مفهومًا اتصف بالبساطة والوضوح استطاع من خلاله التغلب على ما أحاط بالتعاريف السابقة من غموض وتعقيد.

تعود بداية الاهتمام بنظرية كفاءة الأسواق المالية إلى خمسينيات القرن العشرين، ويشير أغلب الباحثين إلى أن دراسات موريس كاندل (Maurice Kendall) (1953) حول قضايا الإستثمار في الأسواق المالية تمثل النواة الأولى لنظرية الكفاءة السوقية. فقد أشار بحثه - الذي هدف من خلاله إلى دراسة سلوك التغيرات الأسبوعية لـ 19 من الأرقام القياسية لأسعار الأسهم (الأسهم الصناعية البريطانية وفي أسعار القطن (نيويورك) والقمح (شيكاغو)) - إلى أن سلوك الأسعار أتبع حركة عشوائية، وهذا ما يعني أن عائد الأصول المتداولة في فترة ما تميل لأن تكون مستقلة عن العوائد الماضية.

ويرى "فاما" أنه في ظل السوق الكفوءة تعكس أسعار الأوراق المالية بدقة- بخاصة الأسهم- كل المعلومات المتاحة عن الشركة أو الهيئة التي أصدرت هذه الأوراق، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات المنشورة من خلال وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر الورقة المالية، أو في تحليلات

وتقارير مراكز الدراسات والبحوث الاقتصادية عن الأوضاع الاقتصادية العامة المؤثرة على أداء الشركة والقيمة السوقية لأوراقها المالية.

وتعرف كذلك بأنها السوق الذي تعكس أسعار الاستثمارات فيه جميع المعلومات التي تصل إلى المستثمرين خلال فترة زمنية معينة بينما يكون السوق غير كفء حينما يلاحظ مستثمرون بأن هناك فرقاً بين القيمة الحقيقية للاستثمارات وسعرها الحالي في السوق.

لذا فإن السوق المالي الكفء هي تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة، بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقاً للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق، وبما يؤدي في النهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

وحتى يتم تخصيص الموارد المتاحة بكفاءة عالية لا بد أن تتوفر في السوق نوعين من كفاءة هما:

- كفاءة التسعير (خارجية)،

- كفاءة التشغيل (داخلية).

1-2- أنواع سوق الأوراق المالية الكفء: تقسم إلى نوعين من الكفاءة هما كالتالي

(1)- الكفاءة الكاملة (النامة): السوق الكفء في ظل مفهوم الكفاءة الكاملة يعني أنه لا يوجد فاصل زمني بين

تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغييراً فورياً في السعر، بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة.

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

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف؛

- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق أو على بيعه وشرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها، وقابلية الأوراق المالية للتجزئة؛

- تواجد عدد كبير من المستثمرين أين لا يمكن لأي مستثمر أن يؤثر لوحده في أسعار الأوراق المالية المتداولة؛

- حكمة المستثمرين وسعي كل منهم نحو تحقيق أعظم منفعة ممكنة.

(2)- الكفاءة الاقتصادية: سوق الأوراق المالية التي تتمتع بالكفاءة الاقتصادية هي السوق التي تتأخر فيها

المعلومات قليلاً من الوصول إلى السوق، ويكون فيها تباطؤ زمني بين المعلومات الواردة إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية، بمعنى وجود فترة زمنية تحول دون استيعاب الأسعار للمعلومات

المتدفقة إلى السوق على وجه السرعة. وهذا ما يُفضي إلى انحراف القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية لشيء من الوقت.

وهنا يتوقع أن يمضي بعض من الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار السهم. هذا يعني أن القيمة السوقية أعلى أو أقل من القيمة الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من تكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرة إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحاً غير عادية على المدى الطويل.

2- متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية:

إن السوق الكفاء هي السوق التي تحقق تخصيصاً للموارد المتاحة (Allocation Efficiency) بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ووفقاً لمفهوم الكفاءة يفترض أن تؤدي دورين بارزين أحدهما مباشر، والآخر غير مباشر:

- الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمر بشراء أسهم شركة ما، فهو في الحقيقة يشتري عوائد مستقبلية وبالتالي فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم وبيعها بسعر ملائم، مما يعني زيادة حصيلة الإصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.
- الدور غير المباشر: يُعَدّ إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة بمثابة مؤشر أمان للمقترضين، مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع مؤسسات مالية وعادة ما تكون بسعر فائدة معقول.

ولكي يتحقق التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوافر فيه سمتان أساسيتان هما:

- 1-2 كفاءة التسعير (خارجية): ويطلق عليها الكفاءة الخارجية (External Efficiency) وتعني كفاءة التسعير سرعة تكيف أو استجابة الأسعار السائدة في السوق المالي للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين فيه دون فاصل زمني كبير. وألا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، وباختصار يقصد بها قدرة السوق على تحديد السعر المعروض بحيث يكون قريب من القيمة الحقيقية.

- 2-2 كفاءة التشغيل (داخلية): ويطلق عليها كذلك الكفاءة الداخلية (Internal Efficiency) ويقصد بها الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، وكلما قل الهامش بين سعر البيع وسعر الشراء زادت الكفاءة التشغيلية. ويتوقف ذلك على خلق التوازن بين العرض والطلب من خلال خلق جو من المنافسة، يؤدي إلى تخفيض عمولات السمسرة، هذا ما يعني أن كفاءة التشغيل هي قدرة السوق على تحويل الأموال والموارد المالية المتاحة لمن يحتاجون إليها بأقل تكلفة معاملات ممكنة. وهذه التكلفة تعرف بـ "تكلفة المعاملات" وتشمل هذه التكلفة على تكلفة الوساطة المالية وتكلفة تحويل الورقة المالية.

وباختصار تعني قدرة السوق المالية على تحقيق أو خلق التوازن ما بين العرض والطلب على

الأوراق المالية مما يقلل من تكبد المتعاملون في الأسواق المالية كلفة عالية تدفع للسماسة.

3- مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية وأهم خصائصها

3-1 مستويات كفاءة سوق الأوراق المالية:

يرى فاما (1970) أن تصنيف كفاءة الأسواق لها ثلاث مستويات مختلفة من المعلومات:

أ- **فرضية الصيغة الضعيفة:** "حيث تعكس أسعار جميع المعلومات المتاحة عن الأسعار السابقة"، تقضي فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن أسعار الأسهم المتداولة حالياً تعكس المعلومات التاريخية السابقة للأسهم بمعنى أن أي محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم في المستقبل، من خلال دراسة التغيرات التي طرأت على سعره في الأيام أو الشهور أو السنوات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى، وأن هذه الأسعار تسير بصورة عشوائية وبدون وجود علاقة فيما بينها وحسب هذه النظرية فإن المستثمرين غير قادرين على الحصول على أرباح غير عادية من خلال استخدام بيانات الأسعار التاريخية، لأن جميع المعلومات عكست بالأسعار الحالية، لذا فإن الحصول على أرباح استثنائية في مثل هذه الظروف يُعد ممكناً من خلال طريقتين هما:

- إما أن يحصل المستثمر على معلومات خاصة (غير منشورة) ليست متاحة لغيره ضمن ظاهرة احتكار المعلومات.
- أن يكون بإمكان المستثمر تحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة تفوق كفاءة غيره من المستثمرين الآخرين.

ب-فرضية الصيغة المتوسطة القوة:

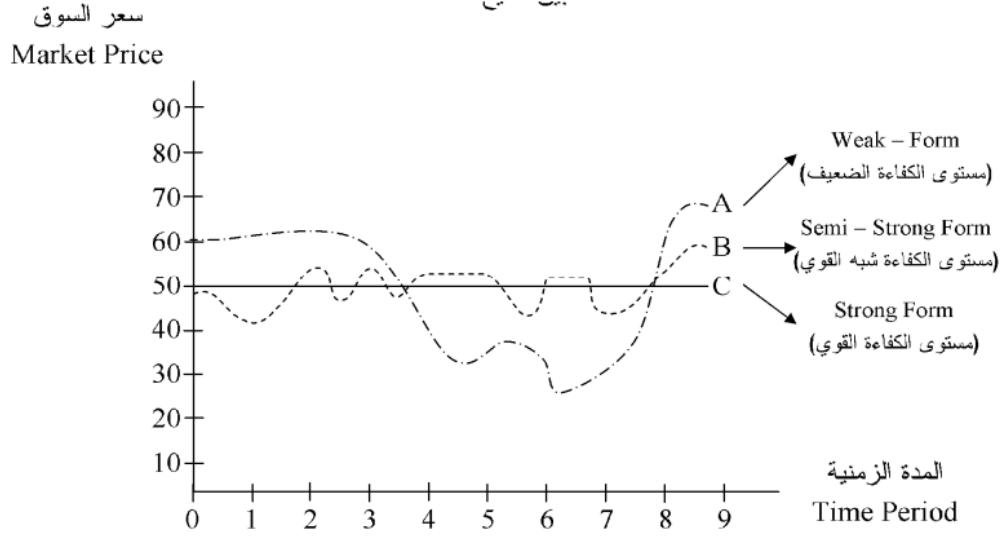
"حيث تعكس أسعار جميع المعلومات المتاحة للجمهور، بما في ذلك الأرباح وأداء الشركات..."، وتقضي صيغة فرضية متوسطة القوة بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات سواء تمثلت تلك المعلومات فيما ينشر عن الشؤون - الدولية، أو الظروف الاقتصادية في الدولة، أو ظروف الصناعة أو المنشأة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.

ت-فرضية الصيغة القوية:

"حيث تعكس أسعار جميع المعلومات والعامة والقطاع الخاص، وهي متاحة للمستثمرين"، هذا يعني الصيغة القوية لفرض كفاءة السوق تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته (Everything that is Knowable) وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل (11):

العلاقة بين صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية.



Source: Francis Clarch, "Management Of Investment ", McGraw, JAPAN, 1983, P : 465.

2-3- خصائص كفاءة سوق الأوراق المالية:

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

الكفاء: يمكن إبراز أهم خصائص الأسواق المالية الكفاء فيما يلي:

أ- يتصف المتعاملون في تلك السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثرواتهم؛

ب- المعلومات متاحة للجميع من مقرضين، مستثمرين، الإدارة، الجهات الحكومية، مراقبي الحسابات دون أي تكلفة مما يؤدي إلى تماثل توقعاتهم بشأن أداء الشركات خلال الفترات القادمة؛

ت- حرية تامة في تداول الأوراق المالية بدون أي قيود ضريبية، كما أنه لا تفرض عليهم أي تكلفة تداول؛

ث- وجود عدد كبير من المتعاملين مما يعني عدم قدرة أي مستثمر على التأثير بمفرده على الأسعار في تلك السوق؛

ج- في مثل هذه السوق لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق عائداً مرتفعاً يفوق ما حققه المستثمرون الآخرون لأن العائد يكفي لتعويض كل مستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في سهم الصفقة فقط.

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية، وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبني على أساس مجموعة من العناصر تتمثل في:

- إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.

- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

4- كفاءة السوق ونظام المعلومات المالية:

تعكس الاسعار المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية المتداولة في السوق، غير أن الاختلاف ينحصر في نوعية المعلومات التي يمكن لتلك الأسعار أن تعكسها. ومن هذا المنظور، أصبحت قضية الحصول على المعلومات بشتى أصنافها، وحرية تداولها ومصادقيتها ودقتها من القضايا الملحة على رجال الأعمال والمستثمرين في سوق الأوراق المالية.

4-1 دور المعلومات المالية في أسواق الأوراق المالية:

تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات المالية السائد في السوق، أي مدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة من حيث سرعة تدفقها، وعدالة فرص الاستفادة منها، وانخفاض تكاليف الحصول عليها، وتؤدي المعلومات دوراً هاماً في سوق الأوراق المالية، إذ تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة، وقد تبين مما سبق أن من أهم خصائص سوق رأس المال الكفاء أن يعكس أسعار توازن الأوراق المالية، وهي الأسعار التي تجعل عائد الأوراق المالية يتناسب مع درجة المخاطر المرتبطة بالاستثمار فيها. ويتوقف ذلك على مدى توافر المعلومات وتمائلها بالنسبة لجميع المستثمرين، وكذلك على قدرة هؤلاء المستثمرين على تحليل وتفسير هذه المعلومات.

ويمكن القول أن المعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في السوق على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقاً لدرجة المخاطر المرتبطة بها، أما على مستوى الاقتصاد ككل، فإن توفر المعلومات يؤدي دوراً هاماً في تحقيق الآلية الخاصة بسوق الأوراق المالية من حيث تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة، وتخفيض درجة عدم التأكد (Uncertainty) فيما يتعلق بالاستثمار، مما يترتب عليه زيادة حجم السوق وعدد المتعاملين، وبالتالي تنشيط التنمية الاقتصادية في الدولة، وكلما ازدادت درجة الاعتماد على المعلومات، كلما ازدادت ثقة المستثمرين وصناع السياسات فيما يتخذونه من قرارات، وإذا ما قدر أحد المستثمرين أن المعلومات غير كافية أو لا يمكن الاعتماد عليها، فإن القرار المحتمل نتيجة لذلك هو الإحجام عن الاستثمار كلية.

خلاصة لما سبق تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات المالية حيث أن نجاح سوق

الأوراق المالية يعتمد على ما يلي:

- أ- توافر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للوحدات الاقتصادية التي تتداول أسهمها في سوق رأس المال بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي للشركات ذاتها؛
- ب- توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية القابلة للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصها ودرجة المخاطر المرتبطة بها على نحو يلبي احتياجات المستثمرين؛

ت- إظهار أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة سوق الأوراق المالية وهو ما يعرف بمعيار الإفصاح العام الذي يؤدي إلى توفير قدر كافي من المعلومات الملائمة التي تتصف بالدقة والموضوعية والتي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة؛

ث- كما يحتاج المستثمرين في سوق الأوراق المالية بصفة أساسية إلى المعلومات المحاسبية التي تمكنهم من تقدير التدفقات النقدية المستقبلية التي يتوقع تحقيقها مستقبلاً، والمتمثلة في توزيعات الأرباح أو الأرباح الرأسمالية وأيضاً تقدير درجة المخاطر المتعلقة بالأوراق المالية وبتكوين محافظ الاستثمارية الملائمة.

4-2- أثر عدم تماثل المعلومات على أسواق الأوراق المالية:

تبين أهمية ودور نظام المعلومات عن أن عدم تكافؤ المتعاملين في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر سلباً على قرارات المستثمرين من جهة وعلى كفاءة سوق الأوراق المالية ذاتها من جهة أخرى أي أن عدم تماثل المعلومات بمعنى امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون (مثل كبار العاملين في الشركات الذين يكتسبون معلومات معينة يتم حجبا عن المستثمرين (Insiders) الشركات بهدف تحقيق عائد غير عادي وذلك قبل نشرها في التقارير والقوائم المالية)، فشعور أحد المستثمرين بعدم المساواة في الحصول على المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة كفيل بأن يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن التعامل فيها، مما يؤدي إلى انخفاض حجم العمليات في السوق وتناقص حجم السوق كنتيجة لتراجع عدد الأوراق المالية المتداولة في لحظة ما، وبالإضافة إلى ذلك فإن عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية يمكن أن يعكس في شكل اتساع مدى السعر مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة وبالتالي تناقص عدد المتعاملين في السوق، أي عدم توفر المعلومات أو توفرها بشكل غير عادل أمام جميع المستثمرين أو عدم توافر الأشخاص القادرين على تحليلها سوف يحول سوق الأوراق المالية إلى سوق للمضاربة العشوائية تقود إلى تسعير خاطئ لا تبرره أساسيات الاستثمار في الشركة المصدرة للأسهم، مما يؤدي في النهاية إلى التخصيص غير الكفء للموارد المالية المتاحة.

وقد ترجع عدم الكفاءة في نظام المعلومات إلى التأخر في نشر المعلومات والبيانات مما يقلل من فائدة ما تتضمنه من معلومات للمتعاملين، ويتوقع في هذه الحالة أن تسود ظاهرة عدم تماثل المعلومات التي تؤدي إلى تحقيق البعض لعوائد زائدة يمكن أن تتسبب في حدوث ظواهر سلبية للغاية، أما العامل الآخر الذي يمكن أن يكون وراء عدم كفاءة نظام المعلومات المالية فيتمثل في نوعية المعلومات التي تتضمنها التقارير والقوائم المالية المنشورة، حيث يفشل المتعاملون في اتخاذ قرارات استثمارية ناضجة بسبب عدم حصولهم على جميع المعلومات الضرورية، أو لإغفالها بعض المتغيرات الرئيسية التي تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

4-3- التحليل المالي وكفاءة سوق الأوراق المالية:

اتضح من مناقشة صور كفاءة سوق الأوراق المالية، وبصفة خاصة المتوسطة، إن الأسعار التي يتم التعامل على أساسها تعكس كافة المعلومات المتاحة للمتعاملين، وبالتالي لا يمكن أي مستثمر من تحقيق عائد غير عادي بانتظام عن طريق التحليل المالي أو غيره. وهذا دفع البعض إلى القول عدم فائدة التحليل المالي في ظل ظروف كفاءة السوق.

إن التحليل المالي لتقييم الاستثمارات بالدقة الكافية يعكس أثر المعلومات المتاحة وأي معلومات جديدة، أي أنه يساعد في تحقيق كفاءة السوق.

إن التحليل المالي ليس فقط ضرورياً لخلق سوق مالية ذات كفاءة عالية وإنما أيضاً سوف يعود بالنفع على المحلل المالي للأسباب التالية:

أ- السوق المالية لن تتحقق لها الكفاءة إلا في الحالة التي يعتقد فيها البعض بعدم كفاءة السوق بما لديهم من توقعات يعتقدون أنها تتفوق على توقعات الآخرين ولذلك فهم دائماً يبحثون عن توقعات أفضل عن المعلومات، ويقومون بإجراء التحليلات وبذلك يساعدون في توافر تلك المعلومات للسوق وزيادة كفاءته، وبالتالي فإن سعي المحللين الماليين للحصول على معلومات إضافية (حتى من المصادر الخاصة) وتحويلها إلى معلومات عامة (عن طريق التداول) سوف ينعكس أثره على كفاءة عمل المحلل المالي وهكذا فإن التحليل المالي يساعد في زيادة كفاءة السوق. كما أن كفاءة السوق تساعد المحلل المالي في تحقيق اقتصاديات إنتاج المعلومات اللازمة للاستخدام في الأسواق المالية.

ب- هناك فرصة في الأجل القصير أمام المحللين الماليين لتحقيق بعض المكاسب نتيجة سعيهم للتوصل إلى توقعات أفضل.

ت- للمحللين الماليين دور هام في إكتشاف الأسهم التي يخطئ السوق في تسعيرها وذلك من خلال مراحل نظرية المحفظة، كما انهم باستخدام أساليب التحليل المستحدثة يساعدون في رفع كفاءة محافظ الأوراق المالية ويرتبط ذلك كفاءتهم في تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات والتي قد لا تكون متاحة لغيرهم نظراً لارتفاع تكاليف الحصول عليها.

ث- لم تختبر فروض كفاءة السوق ولم تتحقق إلا في الأسواق الرئيسية الكبيرة (مثل: لندن ونيويورك) بينما اتضح أن الأسواق الناشئة في الدول النامية (مثل: مصر والكويت) تقل درجة كفاءتها، وبالتالي فإن التحليل المالي يمكن أن يلعب دوراً كبيراً في تطوير كفاءة هذه الأسواق.

وأخيراً يمكن القول إن التحليل المالي له دور هام في كفاءة سوق الأوراق المالية ويجب تطويره كلما ارتفعت كفاءة السوق، ففي الأسواق الضعيفة الكفاءة يمكن للمحلل المالي عن طريق استخدام مدخل التحليل الأساسي (تحليل العوامل الأساسية) إنتاج معلومات واستخدام التحليلات التقليدية في تحقيق توازن

أسعار الاستثمارات والتالي رفع كفاءة هذه الأسواق. بينما في الأسواق ذات الكفاءة العالية فلا تكون هناك فاعلية كبيرة لأدوات التحليل المالي التقليدية، ولذا فإنه يجب على المحلل المالي استخدام مهاراته وأدوات التحليل المتطورة وذلك لتقييم العائد من عملية التحليل المالي وإستمرار كفاءة السوق.

4-4- تأثير كفاءة سوق الأوراق المالية على الكفاءة الاقتصادية:

يتفق الاقتصاديون والممارسون في مجال الاستثمار المالي على وجود علاقة وطيدة بين تطور كفاءة سوق الأوراق المالية وتطور الكفاءة الاقتصادية في المجتمع. ويعتمد تخصيص الاستثمارات على معدل العائد على الاستثمار وتكلفة الفرصة البديلة التي تعبر عن سعر الوحدة الواحدة من رأس المال المستخدم في التمويل. ويمكن اعتبار معدل أو سعر الفائدة الممنوح لحملة السندات أو أذون الخزانة نموذجاً عن تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال، ذلك لأن هذا المعدل يوفر فرصة الاختيار أمام متخذ القرار للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المتاحة ضمن قيد العائد والمخاطرة، إلى جانب ذلك، فهو يحدد كمية المعروض من رأس المال المتاحة للاستخدام في عملية الإقراض.

ويقارن المستثمرون عادة الطلب على الأوراق المالية بأسعار الفائدة على القروض الممنوحة والعائد المتوقع من الفرص الاستثمارية الأخرى لأغراض الاستثمار في تلك الأوراق، أو الإحجام عن ذلك لصالح البدائل الاستثمارية الأخرى، حيث تظهر علاقة التقاطع بين هذين الجانبين اتجاه الطلب في سوق الأوراق المالية، فكلما ارتفعت أسعار الفائدة ازداد التوجه نحو القروض والأوراق المالية ذات الدخل الثابت والعكس صحيح، وهكذا يبدو أن إتاحة قدر من المعلومات عن المستويات المختلفة لأسعار الفائدة ومعدلات العوائد الحالية والمستقبلية يعتبر مسألة في غاية من الأهمية في عملية المفاضلة وتكوين القرار الاستثماري. وعملياً، يتم تخصيص الموارد المالية في الاستثمارات بكفاءة وذلك عندما تتساوى الأسعار في السوق مع المعدل الحدي للعائد للمنتجين والمدخرين.

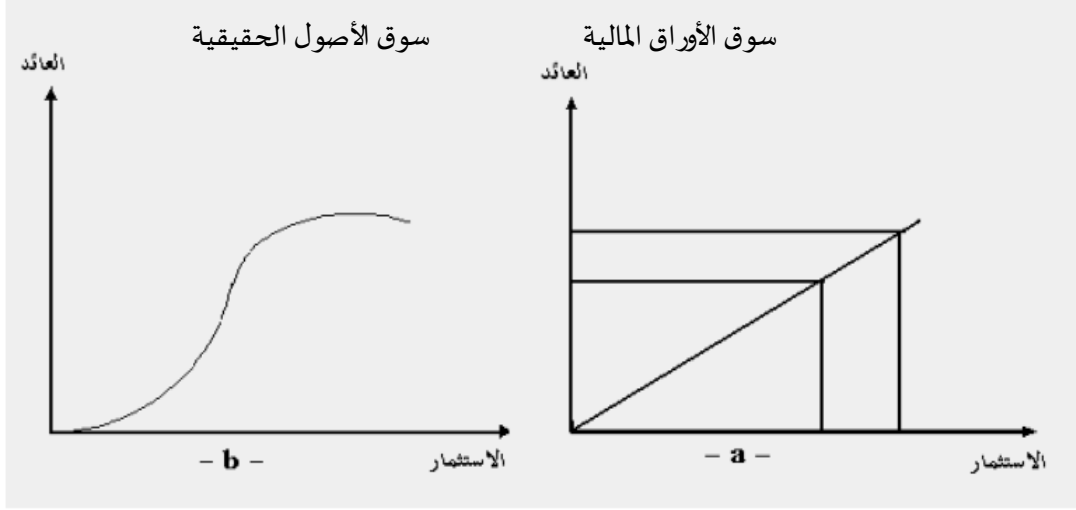
ففي السوق الكفوءة تستغل كافة الفرص المتاحة بما فيها تلك التي لم تستغل سابقاً، فتصبح التكلفة الفرصة للأداة الاستثمارية المتداولة مساوية للصفر. وكل ذلك فضل المعلومات المتاحة حول الاداة المعنية والسوق التي تتداول فيها تلك الأداة.

ويوضح الشكل مقارنة بين أوجه الاستثمار في سوق الأوراق المالية والاستثمار في سوق الأصول الحقيقية. ويشير خط فرص الاستثمار في سوق الأوراق المالية (أنظر الشكل a) إلى وجود علاقة طردية بين كمية الاستثمار والعائد على الاستثمار، إذ كلما زادت كمية الاستثمار كلما ارتفع العائد على هذا الاستثمار وهو ما يعبر عنه الخط المستقيم في الشكل. في حين يميل منحني فرص الاستثمار في الأصول الحقيقية (أنظر الشكل b) نحو

اليمين بعد فترة من الاستثمار ليؤشر على ثبات العائد بعد فترة من زيادة الاستثمار. ويوضح هذا المنحنى كمية الأصول الواجب استثمارها في الأصول الحقيقية.

الشكل (12):

منحنى فرص الاستثمار



المصدر: رفيق مزاهدية. كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تحقيق الاستثمارات: دراسة حالة «سوق الأسهم السعودية»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة- الجزائر، (غير منشورة)، 2006-2007، ص: 161.

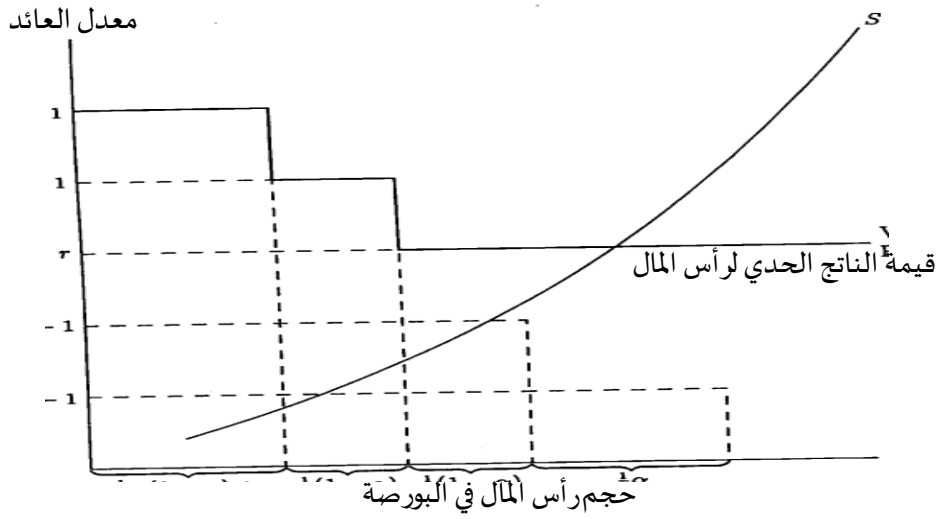
ويبين الشكل رقم (02-02) العلاقة بين كفاءة سوق الأوراق المالية والكفاءة الاقتصادية، حيث يعبر على أن العرض والطلب الكلي على رأس المال في الاقتصاد وفقاً للعلاقة بين معدل العائد والحجم السوقي للأوراق المالية (كمية رأس المال في البورصة). كما يوضح هذا الشكل قيمة الناتج الحدي لرأس المال لكل نشاط. وتتجلى العلاقة بين معدل العائد والحجم السوقي للأوراق المالية في صورة اختيارات متعددة. وتنعكس هذه العلاقة في وجود سعرين أحدهما لطلبات الشراء والآخر لطلبات البيع. ويتوقف سعر الشراء على السيولة والمعلومات المشجعة على الشراء، في حين يعتمد سعر البيع على حاجة المتعاملين إلى السيولة والمعلومات غير المشجعة على الاستثمار في ورقة ما. ويحدث التغير استمرار بين قوى الشراء وقوى البيع في السوق وفقاً لورود المعلومات إلى أن يحدث التوازن. ويأخذ السعر التوجيهي للاستثمارات في سوق الأوراق المالية بالاعتماد على التوقعات المستقبلية الصيغة العامة التالية:

$$\text{السعر} = \text{القيمة الحالية للتدفقات} - \text{القيمة الحالية لتعويض الإدارة} + \text{القيمة السوقية للشركة}$$

وبناء على هذه المعادلة، تتجه الاستثمارات نحو القطاعات التي تكون فيها القيمة الحالية للتدفقات موجبة، ومن ثم تصبح قرارات مديري الشركات متوقفة كلية على إرشادات الأسعار السائدة في السوق الكفؤة زمن اتخاذ القرار الاستثماري، الذي يتجلى في اختيار السياسات الاستثمارية والأنشطة التي تحقق أفضل العوائد. ويتوقع مع نمو الاستثمارات في المشاريع المربحة أن يتجه الاقتصاد نحو الكفاءة الاقتصادية. ولكن عندما لا تتاح المعلومات بشكل كاف عن الأنشطة الاستثمارية المختلفة، تصبح الأسعار الماضية في سوق الأوراق المالية هي المرشد للاستثمار في المستقبل، وهو الدور الخلفي لجهاز السعر في السوق.

الشكل (13):

كفاءة سوق الأوراق المالية والكفاءة الاقتصادية



المصدر: رفيق مزاهدية. كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تحقيق الاستثمارات: دراسة حالة «سوق الأسهم السعودية»، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، تخصص: اقتصاد دولي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة باتنة- الجزائر، (غير منشورة)، 2006-2007، ص: 161.

يمكن التوصل من هذه المحاضرة إلى:

"ويرى 'فاما' أنه في ظل السوق الكفؤة تعكس أسعار الأوراق المالية بدقة- بخاصة الأسهم- كل المعلومات المتاحة عن الشركة أو الهيئة التي أصدرت هذه الأوراق".

"تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات المالية السائد في السوق، أي مدى توفر المعلومات والبيانات المناسبة عن الفرص الاستثمارية المختلفة من حيث سرعة تدفقها، وعدالة فرص الاستفادة منها، وانخفاض تكاليف الحصول عليها".

المحور الثامن

مؤشرات سوق الأوراق المالية

في نهاية محور حول مؤشرات سوق الأوراق المالية، يتوقع أن يدرك الطالب ما يلي:

- فهم المفهوم المركزي: أن يعرف الطالب مؤشرات سوق الأوراق المالية بدقة ويشرح دورها كأداة كمية لقياس تحركات السوق؛
- تمييز أنواع المؤشرات: أن يميز بين مؤشرات عامة ومؤشرات قطاعية، وبين طرق الوزن الثلاثة (موزون بالأسعار، موزون بالقيمة السوقية، موزون بالأوزان المتساوية)؛
- إتقان بناء المؤشر: أن يشرح خطوات بناء مؤشر عملياً: اختيار العينة، تحديد نسب كل سهم، واختيار طريقة الحساب والمقسوم عليه؛
- استخدام المؤشرات في التحليل: أن يطبق المؤشرات لقياس أداء المحفظة، مقارنة الأسواق، والتنبؤ بحركة الأسعار باستخدام أدوات سلاسل زمنية بسيطة؛
- التقييم النقدي: أن يقيم حدود كل طريقة حسابية وتأثير الأحداث المؤسسية (تجزئة الأسهم، إصدار أسهم جديدة) على قيمة المؤشر وكيفية تعديل المقسوم عليه؛
- مهارات عملية قابلة للقياس: أن يحسب مؤشر بسيط يدوياً أو في جدول إلكتروني، ويحلل نتائج مقارنة بين مؤشرين مختلفين.

الخلاصة

الهدف النهائي: أن يخرج الطالب من المحاضرة وهو قادر على تعريف المؤشرات، تمييز طرق الوزن، بناء مؤشر عملي، حسابه وتعديله عند أحداث الشركات، واستخدامه كأداة لقياس أداء المحفظة والمقارنة بين الأسواق.

مقياس النجاح: قدرة الطالب على إجراء حساب مؤشر بسيط يدوياً أو إلكترونياً، تفسير التغيرات، وتقديم توصيات عملية لتحسين موثوقية المؤشرات في سوق ناشئ.

مؤشرات سوق الأوراق المالية

تمهيد:

تُعدُّ مؤشرات أسواق الأوراق المالية أداةً مركزية لفهم نبض الأسواق وقياس أدائها بصورة كمية ومنهجية؛ فهي تلخّص حركة أسعار مجموعة من الأوراق المالية في رقم واحد يسهل تتبعه ومقارنته عبر الزمن وبين الأسواق والقطاعات، ما يجعلها مرجعاً أساسياً للمستثمرين، ومديري المحافظ، وصانعي السياسات، والمحللين الاقتصاديين. تنبني قيمة المؤشر على عينة منتقاة من الأسهم وطريقة وزن محددة "سواء بالأسعار أو بالقيمة السوقية أو بالأوزان المتساوية" مما يحدد مدى تمثيله للواقع الاقتصادي ويؤثر في تفسير تحركاته.

فعبر المؤشرات يمكن قياس أداء السوق ككل أو أداء قطاع محدد، تقييم كفاءة مديري المحافظ بالمقارنة مع معيار مرجعي، واستخدام سلاسل زمنية ومؤشرات فنية للتنبؤ بالاتجاهات المستقبلية بصورة نسبية. ومع ذلك، فإن المؤشرات ليست خالية من التحفظات: تحيز العينة، هيمنة أسهم كبيرة، وأحداث الشركات مثل تجزئة الأسهم أو إصدار أسهم جديدة قد تشوّه قراءة المؤشر ما لم تُجرَّ تعديلات منهجية (مثل تعديل المقسوم عليه). في هذه المحاضرة سنستعرض مبادئ بناء المؤشرات، طرق الوزن المختلفة، آليات التعامل مع الأحداث المؤسسية، واستخدامات المؤشرات في التحليل واتخاذ القرار، مع التركيز على تطبيقات عملية وتمارين حسابية تُمكنكم من بناء مؤشر بسيط وتفسير حركته في سياق سوق محلي أو عالمي.

1- تعريف مؤشرات سوق الأوراق المالية (Definition of Stock Market Indices):

تعددت التعاريف المقدمة لمؤشرات أسواق الأوراق المالية، يمكن ذكر أبرزها كالتالي:

- يمثل مؤشر السوق قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس، للتغيرات الزمنية (سلاسل زمنية) أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين والحاصلة في سوق رأس المال، وبشكل رئيس سوق الأسهم، سواء كانت السوق منظمة أو غير منظمة.
- يعرف مؤشر السوق على أنه "قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء لأعلى أو للأسفل حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهها".
- يعتبر مؤشر البورصة أداة لقياس تطور أسعار الأوراق المالية المسجلة في البورصة بطريقة مستمرة ومنظمة.

- يمثل مقياساً لاتجاه السوق، يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، حيث يمثل مؤشر السوق المستوى المرجعي للمستثمر عن سوق المال، وتستخدم مؤشرات السوق كمعايير لأداء السوق سواءً في الدول النامية أو الدول المتقدمة، ويستخدم لكل سوق مؤشراً وعدد من المؤشرات لتقييمه.
- مؤشرات البورصة هي تقنية تسمح بإعطاء نتيجة عددية بواسطة علاقة تبين تطور الكميات والأسعار عبر الزمن من أجل التعرف على أداء سوق الأوراق المالية أو قطاع اقتصادي معين أو محفظة مالية، مع إمكانية مقارنتها مع مثيلتها في نفس السوق أو الأسواق المالية الأخرى.
- وقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق بالاستناد على عينية من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنتظمة وغير المنتظمة أو كلاهما وغالباً ما يتم اختيار العينية بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه.

يلاحظ من خلال التعريف أنه يعتمد على جملة من المعطيات نذكر منها:

- قيمة الأسهم الشركات؛

- أسهم الشركات المنتظمة وغير المنتظمة؛

كما يلاحظ أن القيمة تتحدد عن طريق حاصل ضرب الكمية المباعة من الأوراق المالية في سعرها. ومن هذا المفهوم نستنتج أنه هناك نوعين من المؤشرات:

- مؤشرات عامة:

تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الحالة الاقتصادية لدولة معينة، خاصة إذا كانت العينة المستخدمة في تكوين المؤشر تمثل جميع الأسهم المتداولة، وأن جميع القطاعات ممثلة تمثيلاً يعكس مساهمتها في الناتج الداخلي الإجمالي، وفي هذه الحالة يمكن القول أن سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة محل الدراسة.

- مؤشرات قطاعية:

وتقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطاع النقل أو قطاع الخدمات أو غيرها من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داو جونز للصناعة ومؤشر ستاندراند اندبور للخدمات العامة.

وبشكل عام يعرف المؤشر على أنه: (قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في سوق المال)؛ ويتم بناء المؤشر وتحديد قيمته في فترة البداية ثم تقارن قيمته في نقاط زمنية لاحقة، فيتم تحديد تحركات السوق سواءً نحو الأعلى أو الأسفل، من خلال انعكاس اتجاه السوق فيه.

2- كيفية بناء مؤشرات السوق: يعكس المؤشر في سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار، وذلك على عينة من أسهم الشركات المكونة لهذا السوق، على أن يتم مراعاة أن تعكس العينة حالة السوق. وعلى الرغم من تفاوت كيفية احتساب وبناء مؤشرات أسواق الأوراق المالية، إلا أنها تقوم جميعاً على ثلاثة أسس هي العينة الملائمة لتحديد الأوراق النسبية لكل سهم داخل العينة، طريقة حساب قيمة المؤشر.

يجب أن يحقق تكوين المؤشر الأهداف التالية:

- أن يكون للمؤشر مغزى اقتصادي؛
- أن يراعي القواعد الإحصائية؛
- أن يكون قابلاً للتسعير.

وتؤخذ مجموعة من الأمور في عين الاعتبار في عملية تكوين وبناء المؤشرات وهي:

- **حجم العينة وملائمتها:** تعبر العينة إحصائياً على أنها جزء من مجتمع يوضح الدراسة، وتعرف العينة المتعلقة ببناء المؤشر على أنها مجموعة من الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، على أن تكون هذه العينة ملائمة من ثلاث جوانب وهي:
- **الحجم:** أي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق؛
- **الاتساع:** ويقصد به مدى تغطية العينة المختارة لمختلف القطاعات الموجودة في السوق؛
- **المصدر:** يقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر والتي يجب أن يكون السوق الأساسية التي يتم بها تداول الأوراق المالية.

3- الاستخدامات المختلفة للمؤشرات:

تعتبر مؤشرات أسواق الأصول المالية بارومتر لقياس درجة تطور الاقتصاد بصفة عامة والسوق بصفة خاصة والقطاعات المكونة له بدرجة أخص. ويلخص المؤشر أداء السوق المالي الإجمالي حيث يتكون المؤشر من الشركات في قطاعات اقتصادية مختلفة لذلك، فهو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة كمية، حيث تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في السوق الأصول المالية، وتشخيص المشاكل التي تؤدي إلى انحراف الأسعار؛ ونظراً لاختلاف المؤشرات من السوق إلى سوق ومن قطاع لآخر أدى ذلك إلى اختلافات في اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات نظراً للدور الذي تؤديه، ومن بين تلك الاستخدامات ما يلي:

3-1- متابعة أداء المحافظ الاستثمارية المالية:

يعكس التغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة، وبالتالي حتى تعكس أداة مؤشر الأسهم أداء المحافظ الاستثمارية المالية المتنوعة تنوعاً جيداً، فقد يتسع ليشمل كافة الأسهم المتداولة بالسوق، ويعبر أداء المؤشر عن العائد على الخطر المتوسط بالسوق، بالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على محفظة الاستثمارات التي يحتفظ بها والعائد الوفي، وإذا ما رغب المستثمر في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يكون محفظة استثمارات تكافئ محفظة الاستثمارات التي يتم على أساسها حساب المؤشر.

ويجب مراعاة أن هناك مؤشرات يتم حسابها على أساس القطاعات، مثل مؤشر ستاندر لشركات المنافع العامة ومؤشر داو جونز لشركات النقل وفي الحالة لا يجب الاعتماد على هذه المؤشرات كمؤشرات لكل الأسهم المتداولة بالسوق بل تعتبر هذه المؤشرات مقاييس جيدة لمحافظ الاستثمارات التي تشتمل أسهم شركات المنافع العامة وشركات النقل.

3-2- التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالسوق:

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

3-3- الحكم على أداء المديرين لمحافظ الأصول المالية:

وفقاً لفكرة التنوع العشوائية يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أصول مالية مختارة عشوائياً، وأن يحقق العائد تقريباً معدل عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المالية بالسوق) الذي يعكسه المؤشر، هذا يعني أن المدير المحترف الذي يدير محفظة مؤسسة مالية (البنوك، وشركات التأمين، وشركات الاستثمار، ومؤسسات إدارة أموال المعاشات...) يستخدم أساليب في التنوع، يتوقع منه أن يحقق عائداً على متوسط عائد السوق.

ولتحقق من ذلك، يمكن استخدام عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة أساساً للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققته محفظة مؤسسة معينة وبالطبع، ينبغي أن لا تركز المقارنة على العائد؛ إذ ينبغي أن تمتد إلى المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة مقارنة بمخاطرة السوق التي يعكسها التقلب في عائد المؤشر.

4-3- التنبؤ بالحالة الاقتصادية:

يشير بعض الباحثين في الاقتصاد إلى أنه إذا تمكن المحللون من الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبعض المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات، من شأنه اتخاذ القرار السليم، وهو ما يشار عليه عادةً بالتحليل الأساسي الذي يمكن التنبؤ مقدماً بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل.

يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر أسواق الأصول المالية المحلية بمؤشرات أسواق الأصول المالية الدولية، ويؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بالأسواق الأخرى مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواحدة.

4- أساليب بناء مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية:

1-4- مؤشر السوق الموزون بالأسعار (Market Value Price Index): وهو اقدم طريقة لحساب المؤشر إذ قام تشارلز داو عام 1885 بإصدار مؤشره، الذي سمي باسمه دار جونز (Dow Jones)، بإعتماده على 12 سهماً من أنشط الأسهم في بورصة نيويورك، وهذا المؤشر عبارة عن متوسط مجموع أسعار الأسهم في السوق المالي مقسومة على عدد الشركات الممثلة والمختارة من قبل السوق، وفقاً لمؤشرات تتعلق بأداء وتأثير أسهم هذه الشركات في السوق، ويعكس هذا المؤشر الآن أسعار 30 شركة من الشركات الصناعية وتشكل هذه الشركات 25% من حجم التداول في السوق المالي وهو من أكثر المؤشرات استخداماً ويمكن بناء هذا المؤشر بالطريقة التالية:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{مجموع أسعار الأسهم المختار}}{\text{عدد الأسهم}}$$

مثال 1: أحسب مؤشر السوق الموزون بالأسعار للشركات المذكورة؟

الشركة	سعر السهم
A	200
B	120
C	80
D	40
مجموع	440

الحل 1:

$$\text{مؤشر السوق الموزون بالأسعار} = \frac{\text{مجموع الأسعار}}{\text{عدد الشركات}} = \frac{(200+120+80+40)}{4} = \frac{(440)}{4} = 110 \text{ نقطة}$$

مثال 2: أحسب مؤشر السوق الموزون بالأسعار في سوق عمان المالي وبين تأثير تجزئة سهم شركة الوطن العربي بمعدل 3 إلى 1 على قيمة المؤشر؟

الشركة	سعر السهم	
	سعر اليوم الأول	سعر اليوم الثاني
الوطن العربي	30 (تجزئة السهم بمعدل 3 إلى 1)	10
الاتحاد	20	20
الأسمنت	10	10
المجموع	60	40
	$20 = \frac{60}{3}$ نقطة	$13.3 = \frac{40}{3}$ نقطة

الحل 2:

مؤشر السوق الموزون بالأسعار في اليوم الأول يساوي 20 نقطة بينما في اليوم الثاني 13.3 نقطة معدل التغير $= 10 - 30 = -20$ أي هذا يعني ان معدل التغير $= \frac{20}{60} = 33.3\%$ بسبب تجزئة السهم، أن مجموع قيمة الأسهم الثلاثة 60 دينار، وفي اليوم الثاني بسبب تجزئة السهم انخفض سعر سهم شركة الوطن العربي إلى 10 دينار مما أدى إلى أن تكون قيمة الأسهم الثلاثة 40 دينار وهذا أدى إلى أن يفقد السوق 33.3% من نقاطه بسبب التجزئة وليس التداول، للتعامل مع هذه المشكلة، المحلل يستخدم المقسوم عليه قبل عرض القيمة المالية للمؤشر، أن تعديل المقسوم عليه سوف لا يؤدي إلى التغير في المؤشر بسبب تجزئة الأسهم وفي مثالنا أعلاه يجب تغير المقسوم عليه من 3 إلى 2 بعد تجزئة السهم للمحافظة على عدم تغير قيمة المؤشر. المقسوم عليه $= \frac{40}{a} = 20$ ومنه $a = 2$ الأول: $\frac{60}{3} = 20$ واليوم الثاني: $\frac{40}{2} = 20$ ، معدل التغير $= 6.7\%$ ، إن ذلك معناه ان المقسوم عليه يحتفظ بسلامة الوضع الاقتصادي للمؤشر.

2-4- مؤشر السوق الموزون بالقيمة السوقية (Market Value Weighted Index):

هو المؤشر الذي يتم وزنه بالقيمة السوقية للأسهم آخذين بالاعتبار عدد الأسهم للشركة المختارة أي معدل الرسملة الخاص بالأسهم وسعر سهم كل شركة في السوق ومن أشهر المقاييس التي تعتمد هذا المؤشر هو مقياس كولس (Cowles Index) ومؤشر ستاندر أند بور (S & P Index).
ويعد كولس الأساس لمؤشر ستاندر أند بور والمعروف بأسم (S & P 500)، إذ يتكون من 500 سهم لشركات موزعه حسب القطاعات التالية (400 شركة صناعية، 20 شركة نقل، 40 شركة خدمات، 40 شركة مالية).

وتشكل هذه الشركات 75% من قيمة الأسهم التي يتم تداولها في بورصة نيويورك (NYSE). ويمكن بناء هذا المؤشر بالطريقة التالية:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{2}{1} \times 100$$

القيمة السوقية = عدد الأسهم سعر السهم في السوق؛

ق2: سعر السهم الحالي X عدد أسهم العينة؛

ق1: سعر السهم في اليوم السابق X عدد أسهم العينة.

مثال 1: أحسب مؤشر السوق الموزون بالقيمة السوقية لسنة 2024 إذا افترضنا القيمة الافتتاحية للمؤشر 100؟

الشركة	عدد الأسهم	سعر السهم	مليون
A	1000	8	8000
B	6000	12	72000
C	5000	16	80000
D	4000	18	72000
القيمة الاساس			232000

الحل 1: قانون: قيمة المؤشر = $100 \times \frac{2}{1}$

$$\text{مؤشر السوق الموزون بالقيمة السوقية} = \frac{(4000 \times 18) + (16 \times 5000) + (6000 \times 12) + (1000 \times 8)}{232000}$$

$$100 = 100 \times \frac{232000}{232000} = \text{قيمة المؤشر}$$

2025			
الشركة	عدد الأسهم	سعر السهم	القيمة السوقية
A	1000	12	12000
B	6000	10	60000
C	5000	20	100000
D	4000	24	96000
القيمة الاساس			268000

$$115.5 = 100 \times \frac{268000}{232000} = \text{قيمة المؤشر 2025}$$

مثال 2:

فيما بيانات شركات في السوق المالي للسنوات 2009، 2010 فإذا علمت أن القيمة الافتتاحية للمؤشر 100؟

الشركة 2009	عدد الأسهم	سعر السهم	القيمة
A	1000	10	10000
B	10000	2	20000
C	5000	5	25000
D	15000	11	165000
القيمة الاساس			220000

$$100 = 100 \times \frac{220000}{220000} = \text{قيمة المؤشر 2008}$$

الشركة 2010	عدد الأسهم	سعر السهم	القيمة
A	1000	12	12000
B	10000	2	20000
C	50000	5	25000
D	61000	11	671000
القيمة الاساس			953000

$$433.1 = 100 \times \frac{953000}{220000} = \text{قيمة المؤشر 2009}$$

3-4- مؤشر السوق الموزون بالاوزان المتساوية (Market Value Price Index): يبنى هذا المؤشر على افتراض بأن يكون الاستثمار بمبالغ متساوية من المبالغ المستثمرة لكل سهم مختار، وهذا المؤشر يلغي التحيز لأسهم معينة منذ بداية بناء بداية المؤشر، وإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر سوق تعكس اتجاهها حقيقياً للتغيرات في الأسعار الأسهم التي يتكون منها السوق، وعند بناء المؤشر يتم تقسيم عدد أسهم الشركات المختارة التي يتم استخراجها من قسمة مبلغ الاستثمار على سعر كل سهم وقسمة المجموع المستخرج بهذه الطريقة لكافة الأسهم على مجموع قيمة الاستثمار المفترض، وأن أشهر مؤشر له هو (Value-Line Average) ويضم هذا المؤشر أسهم بورصة نيويورك وأسهم بورصات أخرى، بالإضافة إلى أسهم السوق الموازي الذي يضم (1700) شركة أمريكية.

$$\text{المؤشر} = 100 \times \frac{\text{مجموع (سعر السهم X عدد الأسهم المشتراة)}}{\text{مجموع مبلغ الاستثمار}}$$

مثال 1: فيما يلي البيانات المالية عن عدد من الشركات المختارة في بورصة العراق

الشركة	سعر السهم اليوم	مبلغ الإستثمار	سعر السهم في اليوم التالي
A	20	1000	54
B	40	1000	40
C	25	1000	26
D	20	1000	22

المطلوب: استخراج المؤشر الموزون بأوزان متساوية للسوق المذكور؟

الحل: استخرج عدد الأسهم لكل شركة بقسمة مبلغ الاستثمار على سعر السهم لكل شركة وكما يلي:

الشركة	عدد الأسهم	(عدد الأسهم X سعر السهم) اليوم الأول
A	50	$1000 = 20 \times 50$
B	25	$1000 = 40 \times 25$
C	40	$1000 = 25 \times 40$
D	50	$1000 = 20 \times 50$
المجموع		4000

$$\text{المؤشر الموزون أوزان متساوية} = \frac{\text{مجموع (عدد الأسهم X سعر السهم)}}{\text{مجموع مبلغ الاستثمار}} \times 100$$

$$100 \text{ نقطة} = 100 \times \frac{4000}{4000} = \text{المؤشر الموزون بأوزان متساوية لليوم الأول}$$

$$\text{المؤشر الموزون بأوزان متساوية لليوم الثاني} = \frac{(22 \times 50) + (26 \times 40) + (40 \times 25) + (54 \times 50)}{4000}$$

$$146 \text{ نقطة} = 100 \times \frac{5840}{4000} = \frac{(1100) + (1040) + (1000) + (2700)}{4000}$$

5- أهم مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية والعربية:

1-5 مؤشرات أسواق المال العربية:

- (ASE) مؤشر سوق عمان المالي (الأردن): وهذا المؤشر يقوم على أساس اختيار عينة مكونة من 50 شركة ممثلة للسوق، ثم أصبحت 60 شركة عام 1994 و 70 شركة عام 2001.
- بدأ مؤشر سوق عمان في فترة الأساس بـ 100 نقطة في 1992.
- مؤشر بنك أبوظبي الوطني (الإمارات العربية المتحدة): وهو مؤشر مرجح بطريقة رسملة السوق ويضم 38 شركة كدرجة في سوق أبوظبي ودبي للأوراق المالية.
- (BSE) مؤشر سوق البحرين المالي (البحرين): وهو يحتسب بطريقة رسملة السوق ومرجح بـ 24 شركة.
- بدأ إنشاء مؤشر سوق البحرين في 1989.
- (KWSE) مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية (الكويت): وهو مؤشر لأسعار الأسهم ومرجح بالقيمة السوقية لـ 35 شركة.
- (SAMA) المؤشر العام للأوراق المالية (المملكة العربية السعودية): وضع هذا المؤشر من قبل مؤسسة النقد السعودي ساما (SAMA) وهو يضم جميع الشركات المدرجة في السوق السعودي. وعام 2001 كان عدد الشركات المدرجة هو 76 شركة.
- (MAZI) مؤشر مازي (المغرب): وهو مؤشر شامل للأسهم المغربية، لكونه مؤشر شاملاً للرسملة، وهو يضم كافة الأسهم في سوق الدار البيضاء.

- (MSM) مؤشر مسقط الأوراق المالية (عمان): وهو مؤشر عام للسوق في عمان ويتكون من 33 شركة.
- (CBQ) مؤشر سوق الدوحة للأوراق المالية (قطر): وهو يحتسب على أساس المعادلة:
مؤشر سوق الدوحة = إجمالي القيمة السوقية للتداول لـ 20 شركة المدرجة في المؤشر مؤشر الأسعار ليوم الأساس /
إجمالي القيمة السوقية ليوم الأساس لـ 20 شركة المدرجة في المؤشر. - تم إطلاق هذا المؤشر بـ 100 نقطة في 1986.
- (BSI) مؤشر بلومفي (30 BLOM) (لبنان): وضع هذا المؤشر من قبل بنك لبنان عام 1996 وحددت قيمته الأساسية بـ 1000 نقطة مع تثبيت القيمة الأساسية لإجمالي الأسهم بـ 2.3 بليون دولار.
- (CMA) مؤشر كاس CASE (مصر): وضع هذا المؤشر من قبل بنك مصر عام 1998 وهو يضم سوق القاهرة والإسكندرية، وبلغت قيمة المؤشر في فترة الأساس 1000 نقطة ويضم 30 شركة.

جدول (04):

مؤشرات بعض الأسواق العربية

الدولة	المؤشر
البحرين	BSE
مصر	CMA
الأردن	ASE
الكويت	KWSE
لبنان	BSI
المغرب	MASI
عمان	MSM
فلسطين	AL-QUDS
قطر	CBQ

2-5- مؤشرات أسواق المال العالمية:

- (DAX Frankfurt) إن مؤشر الأسهم الألمانية يقيس الإيرادات الكلية لـ 30 شركة ألمانية منتقاة من بين كبريات الشركات الألمانية التي تعمل في سوق الأوراق المالية في فرانكفورت.
- بدأ داكس عند مستوى 1000 نقطة في 31 / ديسمبر / 1987.
- (CAC Paris) إن مؤشر كاك 40 هو مؤشر ضيق الانتشار يقيس رؤوس الأموال الموظفة في 40 شركة مسجلة في سوق الأوراق المالية في باريس. - بدأ المؤشر عند مستوى 1000 نقطة في 31 / ديسمبر / 1987.
- (FTSE 100 London) إن مؤشر فاينانشل تايمز 100 هو مؤشر يقيس رؤوس الأموال الموظفة في أكبر 100 شركة تعمل في سوق لندن للأوراق المالية من حيث رؤوس الأموال. بدأ المؤشر عند مستوى 1000 نقطة في 03/جوان/1984.

- (DOW JONES New York) إن مؤشر داو جونز الصناعي هو مؤشر يقيس أسعار 30 سهماً من أسهم الشركات الكبرى التي تعمل في مختلف ميادين الصناعة.
- تتم متابعة هذا المؤشر من جانب عدد كبير من المهتمين منذ الأول من أكتوبر عام 1928.
- (AEDAQ New York) إن مؤشر ناسداك هو مؤشر واسع الانتشار يقيس رؤوس الأموال الموظفة في جميع أسهم سوق ناسداك الوطنية وسوق سمبول كاب.
- بدأ المؤشر عند مستوى 1000 نقطة في 05 / أكتوبر / 1971.
- (S&P 500 New York) إن مؤشر ستاندر أند بورز 500 هو مؤشر يقيس رؤوس الأموال الموظفة في 500 سهم. صمم المؤشر لقياس أداء الاقتصاد المحلي للولايات المتحدة من خلال التغيرات على القيمة السوقية الكلية لـ 500 سهم تشكل المؤشر. - بدأ المؤشر عند مستوى 10 نقاط في الفترة 1941 / 1943.
- (Nikkei 225 Tokyo) إن مؤشر نيكاي 225 هو مؤشر يقيس أسعار أسهم 225 شركة ذات الربح الأعلى في اليابان المسجلة ضمن المستوى الأول لسوق طوكيو للأوراق المالية.
- بدأ المؤشر نيكاي في 16 / ماي / 1949.

جدول (05):

مؤشرات بعض الأسواق العالمية

الدولة	المؤشر	وزن السهم	عدد الأسهم
الولايات المتحدة الأمريكية	DOW JONES New York	متوسط الأسعار	30
	S&P 500 New York	القيم السوقية	500
إنكلترا	ALL SHARE	-	700
	FT 100	-	700
	SMALL CAPS	-	250
	COMBIND	-	350
	MID CAP	-	25
	FTSE 100 London	-	100
	FT-30	-	30
فرنسا	CAC Paris	القيم السوقية	40
ألمانيا	DAX Frankfurt	القيم السوقية	30
أستراليا	KSEPI	موزون بالأسعار	250
كوريا	KDSPI	القيم السوقية	-
هونغ كونغ	HST	القيم السوقية	-
اليابان	TOPIX	القيم السوقية	1800
	NIKKEI	-	225

المحور التاسع

علاقة المؤسسة ببورصة الأوراق المالية

في نهاية المحور حول علاقة المؤسسة ببورصة الأوراق المالية، يتوقع أن يدرك الطالب ما يلي:

- فهم المفهوم الأساسي لدخول المؤسسات إلى البورصة والانتقال من شركة مغلقة إلى شركة مساهمة عامة عبر الطرح العام الأولي (IPO)؛
- إدراك الأسباب والدوافع وراء دخول المؤسسات إلى البورصة مثل جمع رأس المال، تعزيز الشفافية، تحسين الإدارة، وتوسيع قاعدة التمويل؛
- تمييز الأهمية الاستراتيجية لدخول المؤسسات في البورصة من حيث تعزيز السيولة، تحسين الصورة العامة، وزيادة القدرة التنافسية؛
- التعرف على الفوائد العملية للانضمام إلى البورصة مثل تنويع مصادر التمويل، تحفيز النمو، والتأثير على اتجاهات الأسعار؛
- استيعاب الإجراءات العامة للانضمام إلى البورصة بما في ذلك التحضير للطرح، تقديم الطلب للهيئة الرقابية، الموافقة، والالتزامات بعد الإدراج؛
- تحليل التحديات المحتملة التي تواجه المؤسسات عند الانضمام مثل التكاليف المرتفعة، تقلبات السوق، وضغوط المستثمرين؛
- فهم الإطار التنظيمي الخاص ببورصة الجزائر والتمييز بين السوق الرئيسية وسوق النمو، مع معرفة الشروط والمتطلبات لكل منهما؛
- إجراء مقارنة بين البورصات العربية واستخلاص الفروق في المتطلبات التنظيمية، عدد المساهمين، الإفصاح المالي، ورأس المال الأدنى؛
- إدراك دور الذكاء الاصطناعي في قرارات المؤسسات الاستثمارية وكيفية تأثيره على ديناميكية الأسواق.

الخلاصة

أن يكون الطالب قادرًا على تحليل العلاقة بين المؤسسات والبورصة بشكل نقدي وعملي، مع فهم الأبعاد الاقتصادية والقانونية والتنظيمية لهذه العلاقة، بما يعزز قدرته على ربط النظرية بالتطبيق في بيئة الأسواق المالية.

علاقة المؤسسة ببورصة الأوراق المالية

تمهيد:

تعتبر علاقة المؤسسات ببورصة الأوراق المالية من المواضيع الحيوية التي تؤثر بشكل مباشر على الاقتصاد المحلي والعالمي. فدخل المؤسسات إلى البورصة ليس مجرد خطوة استثمارية فحسب، بل يمثل نقطة انطلاق نحو تحقيق أهداف التوسع والنمو؛ وتتيح البورصة للمؤسسات فرصاً تمويلية متنوعة وتعزز من شفافيتها، مما يساهم في بناء الثقة مع المستثمرين. من خلال استعراض أهمية هذا الانضمام، وإجراءات الدخول، والمتطلبات القانونية، بالإضافة إلى التحديات التي قد تواجهها المؤسسات، يهدف هذا المقال إلى تسليط الضوء على الدور المحوري الذي تلعبه بورصة الأوراق المالية في تعزيز استدامة المؤسسات وزيادة قدرتها التنافسية.

1- دخول المؤسسات في بورصة الأوراق المالية:

تعتبر العلاقة بين المؤسسات وبورصة الأوراق المالية من العلاقات الحيوية التي تدعم نمو الاقتصاد وتساعد على تعزيز الشفافية في السوق. فالمؤسسات التي تدخل البورصة لا تكتفي بجمع الأموال، بل تفتح أبوابها للعالم، مما يعزز من سمعتها ويزيد من ثقة المستثمرين. حيث تُعتبر المؤسسات المالية، سواء كانت بنوكاً استثمارية، صناديق تقاعد، شركات تأمين، أو صناديق تحوط، لاعبين أساسيين في سوق الأوراق المالية. ويمثل دخول هذه المؤسسات إلى سهم معين إشارة قوية للمستثمرين الأفراد وقد يؤثر بشكل كبير على اتجاهات الأسعار. هذه المؤسسات لا تدخل السوق بشكل عشوائي، بل تقوم بتحليل عميق للبيانات المالية والاقتصادية، وتتخذ قرارات استثمارية مدروسة بعناية. وجودها يعزز السيولة، ويزيد من عمق السوق، ويساهم في استقرار الأسعار على المدى الطويل، على الرغم من أن تحركات رؤوس أموالها الكبيرة قد تسبب تقلبات على المدى القصير. يمكن للمستثمرين الأفراد، خاصة المبتدئين، الاستفادة من متابعة تحركات المؤسسات الكبيرة كدليل لقراراتهم الاستثمارية.

1-1 مفهوم دخول المؤسسات في البورصة:

يُقصد بدخول المؤسسة في البورصة انتقالها من وضع الشركة المغلقة (Closed Company) إلى وضع الشركة المساهمة العامة (Public Company)، وذلك من خلال عملية تُعرف أكاديمياً ومالياً بـ "الطرح العام الأولي" (Initial Public Offering - IPO). وتُعد هذه المرحلة نقطة تحول جوهرية في دورة حياة المؤسسة، حيث تنتقل من الاعتماد على التمويل المصرفي أو الذاتي إلى التمويل عبر أسواق المال.

فدخول المؤسسات في البورصة يشير إلى عملية طرح أسهم أو سندات الشركات للتداول العام في سوق الأوراق المالية؛ هذا الإجراء يسمح للشركات بجمع رأس مال جديد من المستثمرين ويوفر للمستثمرين فرصة

المشاركة في نمو الشركة ومشاركة أرباحها، دخول المؤسسات في البورصة يعتبر خطوة مهمة في تطور الشركة حيث يساهم في زيادة شفافيتها وتحسين إدارتها المالية.

لذا يُعد مشاركة المؤسسات في بورصة الأوراق المالية عنصراً حيوياً لتعزيز كفاءة السوق وجاذبيته، حيث تشمل هذه المؤسسات مجموعة واسعة من الكيانات، بدءاً من البنوك الاستثمارية وصناديق التحوط وصولاً إلى شركات التأمين وصناديق التقاعد. تهدف هذه الكيانات إلى تحقيق عوائد مالية لمستثمريها من خلال استراتيجيات تداول معقدة تعتمد على تحليلات دقيقة للسوق.

2-1- أسباب دخول المؤسسات في البورصة:

هناك عدة أسباب تدفع المؤسسات إلى دخول البورصة، منها:

- جمع رأس مال: تستخدم الشركات عملية الطرح العام الأولي (IPO) لجمع الأموال اللازمة لتمويل مشروعات جديدة أو توسيع نطاق عملياتها أو سداد الديون؛
- زيادة الشفافية: تكون الشركات المدرجة في البورصة ملزمة بنشر تقارير مالية دورية، مما يزيد من شفافيتها ويعزز ثقة المستثمرين؛
- تحسين الإدارة: دخول البورصة يفرض على الشركات تطبيق معايير حوكمة أعلى، مما يساعد في تحسين إدارتها وتحقيق كفاءة أعلى؛
- توفير فرص استثمارية: يوفر دخول الشركات في البورصة فرصاً استثمارية للمستثمرين، مما يزيد من السيولة في السوق ويعزز النمو الاقتصادي.

3-1- أهمية دخول المؤسسات في البورصة:

1-3-1- توسيع قاعدة التمويل: دخول المؤسسات إلى البورصة يتيح لها جمع رأس المال من مجموعة واسعة من المستثمرين. هذا التوسع في قاعدة التمويل يساعد المؤسسات على تمويل مشاريع جديدة وتوسيع أنشطتها

دون الحاجة للاعتماد على القروض التقليدية. وببساطة، كلما زاد عدد المستثمرين، زادت الفرص!

2-3-1- زيادة الانفتاح والشفافية: عندما تُدرج المؤسسة في البورصة، تصبح ملزمة بالكشف عن معلومات مالية وإدارية معينة بشكل دوري. هذا الانفتاح يعزز الثقة بين المستثمرين ويحد من عمليات التلاعب، مما يجعل السوق أكثر صحة وشفافية. فالمؤسسات الشفافة هي التي تنجح في جذب المستثمرين.

3-3-1- تحسين الصورة العامة للمؤسسة: الوجود في البورصة يعكس قوة المؤسسة واستقرارها المالي، مما يساهم في تحسين صورتها العامة. عندما تصبح مؤسسة ما معروفة للجمهور والمستثمرين، يزداد تراكم الثقة والسُّمعة الجيدة، وهذا بدوره ينعكس إيجاباً على أداء المؤسسة في السوق.

1-4- فوائده الانضمام إلى بورصة الأوراق المالية:

1-4-1. يعزز ثقة المستثمرين: يزيد من ثقة المستثمرين في السوق من خلال زيادة الشفافية وتحسين الإدارة.

2-4-1. زيادة السيولة المالية وعمق السوق:

عندما تدخل المؤسسات إلى سهم معين فإنها غالباً ما تفعل ذلك بكميات كبيرة مما يزيد بشكل ملحوظ من حجم التداول؛ وهذه الزيادة في السيولة تجعل من السهل على المستثمرين شراء وبيع الأسهم دون التأثير بشكل كبير على سعرها، هذا ما يعزز من قدرة المؤسسة على تلبية احتياجاتها المالية في الوقت المناسب بالتالي يعزز كفاءة السوق. كما أن تداول المؤسسات يضيف عمقاً للسوق مما يجعله أكثر جاذبية للمستثمرين الآخرين، بمن فيهم الأفراد.

فكلما زادت سيولة وعمق السوق، زادت قدرته على استيعاب الصفقات الكبيرة وتقليل التقلبات غير المبررة. في حالات النمو الاقتصادي، تميل الأسهم، وخاصة في القطاعات الدورية، إلى تحقيق أداء جيد، ويزداد إنفاق المستهلكين وتتوسع الشركات أي يزيد الطلب. لذا فإن السياق الاقتصادي يدفع المؤسسات نحو الاستثمار بشكل أكبر مما يعزز ديناميكية السوق.

3-4-1. تأثير على الأسعار والاتجاهات:

تعتبر تحركات المؤسسات مؤشراً مهماً لاتجاهات الأسعار المستقبلية. غالباً ما تمتلك هذه المؤسسات فرق بحث وتحليل متخصصة، مما يمنحها ميزة في تحديد الأسهم الواعدة عندما تبدأ مؤسسة كبيرة في بناء مركز في سهم معين، يمكن أن يؤدي ذلك إلى ارتفاع سعره مع زيادة الطلب عليها؛ فدخل المؤسسات في الأسهم الأمريكية يُعد أحد أهم العوامل التي تقود الاتجاهات السعرية طويلة وقصيرة المدى، هذه المؤسسات لا تدخل السوق بشكل عشوائي بل تقوم ببناء مراكزها تدريجياً لتجنب التأثير الكبير على السعر وتحديد مسار واضح. هذا يظهر بوضوح في القطاعات سريعة النمو مثل شركات التكنولوجيا والذكاء الاصطناعي، حيث تسعى المؤسسات الكبرى إلى الاستثمار في الشركات الرائدة، مما يدفع أسعار أسهمها نحو الارتفاع.

4-4-1. دور الذكاء الاصطناعي في قرارات المؤسسات:

لقد أحدث الذكاء الاصطناعي ثورة في كيفية اتخاذ المؤسسات لقراراتها الاستثمارية. يمكن لأنظمة التداول القائمة على الذكاء الاصطناعي تحليل كميات هائلة من البيانات بسرعات فائقة، وتحديد الأنماط والفرص التي قد تفوت على المحللين البشر. هذا يعزز سرعة وكفاءة الأسواق بشكل كبير ولكنه قد يؤدي أيضاً إلى زيادة التقلبات خلال فترات الضغوط، حيث تتفاعل الخوارزميات بشكل سريع ومكثف مع التغيرات. يُتوقع أن يستمر الذكاء الاصطناعي في لعب دور متزايد الأهمية في تحديد استراتيجيات الاستثمار للمؤسسات، مما سيغير من ديناميكية الأسواق بشكل جذري.

5-4-1. تنوع مصادر التمويل: التحليل التقليدي يمكن أن يكون مملاً، لكن عندما تدخل المؤسسة البورصة، فإنها تفتح الأبواب أمام شتى أنواع المستثمرين. وهذا يعني إمكانية الوصول إلى مصادر تمويل متنوعة، مثل الأسهم والسندات، مما يقلل من الاعتماد على مصدر واحد.

6-4-1. تحفيز النمو والتوسع:

مع زيادة التمويلات وسيولة السوق، تستطيع المؤسسات استخدام هذه الموارد لتحقيق أهدافها التوسعية. لذا، فإن الدخول إلى البورصة يعد بمثابة "دفع البنزين" لمركبة النمو، مما يساعد المؤسسات على المضي قدماً نحو المستقبل.

2- إجراءات الانضمام إلى البورصة بصفة عامة والجزائري بصفة خاصة:

إذا أعلنت المؤسسة قرارها للدخول في البورصة، فهذا الموضوع لا يهم المؤسسة فحسب، بل من شأنه أن يمس كل الفئات الأخرى في السوق المالي، والتي تسعى إلى توجيه هذه المؤسسة وإحاطتها بكل النصائح والإرشادات اللازمة، كما تقوم لجان البورصة بالتأكد من صحة المعلومات التي تقدمها المؤسسة، ومن أن هذه الأخيرة تستجيب لكل المواصفات والشروط الضرورية لهذه العملية. ولكي يتم التسجيل في أحسن حال ويعود بالمنفعة على المؤسسة فإن هذه الأخيرة تقوم بدراسة وتقييم النتائج المستقبلية التي تترتب عن هذا الدخول، ومن بين الدراسات التي تقوم بها المؤسسة عند الاستعداد للدخول إلى البورصة نذكر:

1-2- إجراءات الانضمام إلى البورصة:

1-1-2. التحضير للطرح العام الأولي (IPO):

- قبل أن تتمكن الشركة من الانضمام إلى البورصة، يجب عليها القيام بعدة إجراءات تحضيرية، منها:
- تحديد الهدف من الطرح: يجب على الشركة تحديد الهدف من الطرح العام الأولي، سواء كان لجمع رأس مال، أو توسيع نطاق العمليات، أو سداد الديون.
- اختيار المستشارين الماليين: يجب على الشركة اختيار مستشارين ماليين مؤهلين لمساعدتها في عملية الطرح، بما في ذلك المحاسبين القانونيين، والمستشارين القانونيين، ومصرفيين الاستثمار.
- إعداد التقارير المالية: يجب على الشركة إعداد تقارير مالية دقيقة وشفافة، تتضمن بيانات عن الأداء المالي للشركة، والتوقعات المستقبلية، والمخاطر المحتملة.
- تحديد سعر الطرح: يجب على الشركة تحديد سعر الطرح المناسب لأسهمها، استناداً إلى تقييم دقيق لقيمة الشركة.

2-1-2. تقديم الطلب إلى الهيئة الرقابية:

بعد الانتهاء من الإجراءات التحضيرية، يجب على الشركة تقديم طلب إلى الهيئة الرقابية المعنية (مثل هيئة سوق المال في المملكة العربية السعودية) للحصول على الموافقة على الطرح العام الأولي. يجب أن يتضمن الطلب جميع المعلومات والوثائق اللازمة، بما في ذلك:

- نموذج الطلب: يجب على الشركة تقديم نموذج طلب يتضمن معلومات عن الشركة، والهدف من الطرح، والتقارير المالية، وخطة العمل المستقبلية.
- التقارير المالية: يجب تقديم التقارير المالية للشركة، بما في ذلك البيانات المالية للسنوات السابقة، والتوقعات المستقبلية.

- خطة العمل: يجب تقديم خطة عمل تفصيلية تتضمن استراتيجية الشركة للنمو، والتوسع، والابتكار.
- الوثائق القانونية: يجب تقديم جميع الوثائق القانونية اللازمة، بما في ذلك شهادة التسجيل، والترخيص التجاري، والعقود المهمة.

2-1-3. الموافقة على الطرح والطرح العام الأولي

بعد مراجعة الطلب والوثائق المقدمة، تقوم الهيئة الرقابية باتخاذ قرار بشأن الموافقة على الطرح العام الأولي. إذا تمت الموافقة، يتم تحديد تاريخ الطرح، وتبدأ عملية تسويق الأسهم للمستثمرين. تتضمن عملية الطرح العام الأولي عدة خطوات، منها:

- تسويق الأسهم: يتم تسويق الأسهم للمستثمرين من خلال عقد لقاءات مع المحللين الماليين، والمستثمرين المؤسسيين، والصحفيين؛
- تخصيص الأسهم: يتم تخصيص الأسهم للمستثمرين استنادًا إلى الطلبات المقدمة، والسعر المحدد للطرح؛
- إدراج الأسهم في البورصة: بعد تخصيص الأسهم، يتم إدراجها في البورصة للتداول العام وتبدأ عملية التداول في الأسهم.

2-1-4. الالتزامات بعد الانضمام إلى البورصة:

بعد الانضمام إلى البورصة، يجب على الشركة الالتزام بعدة قواعد وضوابط منها:

- نشر التقارير المالية: يجب على الشركة نشر تقارير مالية دورية، تتضمن بيانات عن الأداء المالي للشركة، والتوقعات المستقبلية؛
- الالتزام بمعايير الحوكمة: يجب على الشركة الالتزام بمعايير الحوكمة العالية، بما في ذلك الشفافية، والمساءلة، والعدالة؛
- الالتزام بقواعد البورصة: يجب على الشركة الالتزام بقواعد البورصة، بما في ذلك قواعد التداول، وقواعد الإفصاح عن المعلومات.

2-1-5. التحديات التي قد تواجهها الشركات عند الانضمام إلى البورصة:

قد تواجه الشركات عدة تحديات عند الانضمام إلى البورصة، منها:

- تكاليف الطرح: قد تكون تكاليف الطرح العام الأولي مرتفعة، بما في ذلك رسوم المستشارين الماليين، ورسوم الهيئة الرقابية، ورسوم البورصة.
- التقلبات في السوق: قد تواجه الشركة تقلبات في السوق بعد الانضمام إلى البورصة، مما قد يؤثر على سعر الأسهم.
- الضغط من المستثمرين: قد تواجه الشركة ضغطًا من المستثمرين لتحقيق أرباح عالية، مما قد يؤثر على استراتيجية الشركة للنمو.
- الالتزام بالقواعد والضوابط: قد تواجه الشركة صعوبة في الالتزام بالقواعد والضوابط الصارمة التي تفرضها الهيئة الرقابية والبورصة.

2-2- الإطار التنظيمي لإدراج المؤسسات في بورصة الجزائر: تتميز بورصة الجزائر بوجود سوقين متميزين لاستيعاب مختلف أحجام المؤسسات، وهما "السوق الرئيسية" المخصصة للشركات الكبرى، و"سوق النمو" المخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة والشركات الناشئة.

2-2-1- شروط القبول (الإدراج) في بورصة الجزائر: تختلف المتطلبات بحسب القسم الذي تستهدفه المؤسسة:

2-2-1-1. السوق الرئيسية (Main Market):

- الصفة القانونية: يجب أن تكون المؤسسة شركة مساهمة (SPA).
- رأس المال الأدنى 5 ملايين دينار جزائري كحد أدنى.
- تاريخ القوائم المالية: نشر قوائم مالية مصدق عليها للسنوات الثلاث الأخيرة (أو السنتين الأخيرتين في بعض الحالات).
- الحد الأدنى للطرح: عرض ما لا يقل عن 20% من رأس مال الشركة للاكتتاب العام.
- عدد المساهمين: توزيع الأسهم على 150 مساهم كحد أدنى في موعد لا يتجاوز يوم الإدراج.

2-2-1-2. سوق النمو - Growth Market (للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة):

- قيمة السندات الموزعة: يجب أن تعادل كحد أدنى 10 ملايين دينار جزائري.
- عدد المساهمين: توزيع الأسهم على 50 مساهماً على الأقل، أو 3 مستثمرين محترفين.
- الشفافية: نشر البيانات المالية للسنتين الماليتين الأخيرتين (باستثناء الشركات المؤسسة عبر اللجوء العلني للدخار).
- الراعي (Listing Sponsor): إلزامية تعيين "راعي" لمرافقة المؤسسة لمدة 5 سنوات لضمان امتثالها للالتزامات الإعلامية.

2-2-2- إجراءات الانضمام والرسوم: تمر المؤسسة الجزائرية بمسار إجرائي دقيق تشرف عليه "لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة: (COSOB)"

- الموافقة الداخلية: صدور قرار من الجمعية العامة الاستثنائية بالموافقة على اللجوء العلني للدخار.
- إعداد الملف التقني: يشمل تقرير تقييم الأصول ومذكرة المعلومات التي توضح الاستراتيجية والمخاطر.
- الحصول على تأشيرة "COSOB": لا يمكن طرح أي سهم دون الحصول على تأشيرة اللجنة، والتي تثبت صحة وشفافية المعلومات المقدمة.
- الاكتتاب عبر الوسيط (IOB): يتم الاكتتاب من خلال الوسطاء المعتمدين في عمليات البورصة (غالباً البنوك).
- التكاليف والرسوم: * تتراوح تكاليف الإدراج الأولية حوالي 400,000 دج، مع رسوم سنوية للبقاء في الجدول تُقدر بـ 200,000 دج للأسهم.

2-3- تحليل مقارنة بين متطلبات البورصات المختلفة العربية:

* إعفاءات خاصة: تم مؤخراً إعفاء الشركات الناشئة (Startups) الحاصلة على علامة "مؤسسة ناشئة" من رسوم الإدراج لدعم تمويلها عبر سوق النمو (اعتباراً من فيفري 2026).

ملاحظة: شهد عام 2025 تحولاً نوعياً في بورصة الجزائر مع إدراج مؤسسات كبرى مثل "بنك التنمية المحلية" (BDL)، مما ساهم في رفع القيمة السوقية للبورصة بنسبة تجاوزت 40%، وهو ما يعزز من جاذبية هذا القطاع للباحثين في التمويل المؤسسي.

تختلف شروط ومتطلبات الإدراج في البورصات حول العالم، مما يعكس الفروق في الأطر التنظيمية والأهداف الاقتصادية لكل سوق. الجدول التالي يقدم مقارنة مبسطة لأبرز هذه المتطلبات في بعض البورصات العربية.

جدول (06):

تحليل مقارنة بين متطلبات البورصات المختلفة العربية:

المعيار	البورصة المصرية	السوق المالية السعودية	بورصة دبي المالية	بورصة الجزائر
نوع الشركة	مساهمة	مساهمة	مساهمة	مساهمة (شركات كبرى أو متوسطة)
عدد المساهمين (للسوق الرئيسي)	لا يقل عن عدد معين من الجمهور	200 مساهم على الأقل	متطلبات محددة	يختلف حسب السوق (رئيسي أو نمو)
الإفصاح المالي	قوائم ربع سنوية وسنوية	تقارير دورية مفصلة	التزام بمعايير الإفصاح	تقارير مالية وفق معايير COSOB
الحد الأدنى لرأس المال السوقي	متغير حسب المؤشر	متطلبات محددة	متطلبات محددة	متطلبات محددة حسب نوع السوق
الوسيط المطلوب	شركة سمسة مرخصة	جهات معتمدة	مؤسسات مالية مرخصة	إلزام بتعيين "راعٍ" لمدة 5 سنوات
التركيز	دعم الاقتصاد الوطني وجذب الاستثمارات	تيسير دخول المصدرين الأجانب وتشجيع الاستثمار	بورصة دبي المالية	تعزيز الشفافية ودعم المؤسسات الصغيرة والمتوسطة

المحور العاشر

مهام بورصة الأوراق المالية على المؤسسة

في نهاية المحور حول مهام بورصة الأوراق المالية على المؤسسة، يتوقع أن يدرك الطالب ما يلي:

- فهم المفهوم الأساسي لدخول المؤسسات إلى البورصة والانتقال من شركة مغلقة إلى شركة مساهمة عامة عبر الطرح العام الأولي (IPO)؛
- إدراك الأسباب والدوافع وراء دخول المؤسسات إلى البورصة مثل جمع رأس المال، تعزيز الشفافية، تحسين الإدارة، وتوسيع قاعدة التمويل؛
- تمييز الأهمية الاستراتيجية لدخول المؤسسات في البورصة من حيث تعزيز السيولة، تحسين الصورة العامة، وزيادة القدرة التنافسية؛
- التعرف على الفوائد العملية للانضمام إلى البورصة مثل تنويع مصادر التمويل، تحفيز النمو، والتأثير على اتجاهات الأسعار؛
- استيعاب الإجراءات العامة للانضمام إلى البورصة بما في ذلك التحضير للطرح، تقديم الطلب للهيئة الرقابية، الموافقة، والالتزامات بعد الإدراج؛
- تحليل التحديات المحتملة التي تواجه المؤسسات عند الانضمام مثل التكاليف المرتفعة، تقلبات السوق، وضغوط المستثمرين؛
- فهم الإطار التنظيمي الخاص ببورصة الجزائر والتمييز بين السوق الرئيسية وسوق النمو، مع معرفة الشروط والمتطلبات لكل منهما؛
- إجراء مقارنة بين البورصات العربية واستخلاص الفروق في المتطلبات التنظيمية، عدد المساهمين، الإفصاح المالي، ورأس المال الأدنى؛
- إدراك دور الذكاء الاصطناعي في قرارات المؤسسات الاستثمارية وكيفية تأثيره على ديناميكية الأسواق.

الخلاصة

أن يكون الطالب قادرًا على تحليل العلاقة بين المؤسسات والبورصة بشكل نقدي وعملي، مع فهم الأبعاد الاقتصادية والقانونية والتنظيمية لهذه العلاقة، بما يعزز قدرته على ربط النظرية بالتطبيق في بيئة الأسواق المالية.

مهام بورصة الأوراق المالية على المؤسسة

تمهيد:

تُعد البورصة إحدى الأدوات المركزية في النظام المالي الحديث، لا تقتصر وظيفتها على التداول بالأسهم فحسب، بل تمتد لتشمل أثرًا مباشرًا وعميقًا على المؤسسة المساهمة نفسها، من حيث هيكلية التمويل، حوكمة الإدارة، وصورة الشركة في السوق. يمكن تلخيص دور البورصة على المؤسسة في سلسلة مهام متعددة، تُعزز من قدرتها على البقاء والنمو، مع تأثيرها في سلوك القائمين على إدارة المؤسسة.

1- المهام الأساسية للبورصة على المؤسسة

1-1- توفير تمويل طويل الأجل للمؤسسة:

أولى المهام الأساسية للبورصة على المؤسسة هي التمكين من تمويل طويل الأجل عن طريق إصدار الأسهم والسندات المدرجة في السوق. تتيح البورصة للشركات المساهمة الوصول إلى شريحة واسعة من المدّخرين والمستثمرين، بدلاً من الاعتماد الكامل على القروض البنكية محدودة الأجل.

من خلال الطرح الأولي (IPO) أو الزيادات الرأسمالية تستطيع المؤسسة زيادة رأس المال المخصص للاستثمار في مشاريع جديدة، التحديث التكنولوجي، أو التوسّع الجغرافي؛ هذا التمويل المقترن بـ«الملكية الموزعة» يخفف من عبء الدين المباشر، ويوفر توازنًا أفضل بين مصادر التمويل طويلة وقصيرة الأجل، مما يعزز قدرة المؤسسة على التخطيط الاستراتيجي على المدى المتوسط والطويل.

2-1- رفع مستوى الشفافية والحوكمة المؤسسية:

الانخراط في بورصة الأوراق المالية يفرض على المؤسسة التزامات تنظيمية ورقابية تتمثل في الإفصاح الدوري، الشفافية المالية، وتطبيق حوكمة رشيدة. بهذا المعنى تتحوّل البورصة إلى أداة محفّزة لتحسين إدارة المؤسسة وجعلها أكثر مهنية وانفتاحًا على الملاك والمستثمرين وتُطلب من المؤسسات المدرجة إصدار التقارير المالية الدورية (ربعية، نصف سنوية، سنوية)، مع إعلانات تخص نتائج الأعمال، التوزيعات، الصفقات الكبرى، ومخاطر القطاع.

تشكّل لجان الحوكمة مثل لجنة التدقيق، لجنة التعيينات، ولجنة التعويضات، إلزامية في كثير من الأسواق، مما يعزز الرقابة على مجلس الإدارة ويقلّل من هيمنة المساهمين الأفراد أو العائلات على القرار الاستراتيجي للشركة.

3-1- تقوية وضعية المؤسسة التنافسية في السوق:

الانضمام إلى البورصة يُعد إشارة ثقة تُرسل إلى السوق، المستهلكين، والشركاء التجاريين، مما يُسهم في تعزيز الصورة المؤسسية ووضعيتها التنافسية؛ أن الشركات المدرجة غالبًا ما تُنظر إليها ككيانات أكثر استقرارًا

وجدية، ما يسهل لها التفاوض مع البنوك، الموردين، والشركاء الاستراتيجيين، ويُحسّن شروط الانتماء والتمويل؛ كما يُمكن للشركات المدرجة الاستفادة من السيولة العالية في أسهمها لتمويل الاندماجات والاستحواذات عبر عروض تبادل الأسهم، بدل الاعتماد على النقد فقط، وهو ما يوسع مجال التوسع والتوافق الاستراتيجي.

4-1- ربط أداء المؤسسة بمصالح المساهمين والمستثمرين:

تمثل البورصة حلقة وصل مباشرة بين أداء المؤسسة وأسعار أسهمها، مما يجعل نتائج الإدارة مرئية على الفور أمام السوق؛ في هذا السياق تُعد البورصة أداة لربط الحافز (incentive) بالتحفيز (performance-based) لدى المدراء والمساهمين ويؤثر كل من:

- زيادة الأرباح؛
- نمو العائد على حقوق المساهمين (ROE)؛
- تحسين إدارة السيولة والتكلفة.

ففي أداء السهم وبالتالي في صافي ثروة المساهمين والعاملين المشاركين في برامج الحصص أو الخيارات الممنوحة (Stock-based compensation). هذا يُشكّل حافزاً قوياً لتحسين كفاءة الإدارة، وتعيين استراتيجيات تفضّل القيمة طويلة الأجل بدل القرارات القصيرة النظر.

5-1- ترشيد الاستثمار وتوزيع المخاطر على المؤسسة:

تساهم البورصة في توزيع المخاطر بين جمهور أوسع من المدّخرين، مما يُخفف العبء على المؤسسة إذا ما تعرّضت لصدمات مالية أو اقتصادية؛ بدلاً من الاعتماد على قلة من المساهمين أو على قروض مركّزة، تُصبح الملكية موزعة على عدد كبير من المساهمين الصغار والكبار.

هذا التوزيع يمنح المؤسسة قدرة أعلى على الاحتمال أمام الأزمات، لأنّ الخسائر المحتملة في قيمة السهم تُصبح موزعة على العديد من المساهمين، ولا تقع على عاتق جهة واحدة؛ كما يسمح لرؤوس الأموال غير المحفوفة بالمخاطر، مثل معاشات التقاعد أو صناديق الاستثمار، بالمشاركة في ملكية الشركات، مما يعزز استقرار رأس المال الطويل الأجل في المؤسسة.

6-1- إتاحة آلية تقييم وتصنيف المؤسسة من طرف السوق

تُعد البورصة من أهم آليات التقييم السوقية التي تُحدّد ما إذا كانت المؤسسة مُخمّنة بشكل مناسب أو مفرط، عبر مقارنة أسعار أسهمها مع الأساسيات الاقتصادية (الأرباح، القيمة الدفترية، العائد على الأصول...).
• يُستخدم هذا التقييم من طرف:

- المساهمين لتقرير بيع أو شراء الأسهم،
- محلي السوق لتقييم الأداء النسبي للشركة مقارنة بمنافساتها،

○ صنّاع السياسات لرصد مظاهر التضخّم في السوق أو التحفيز الزائد للاستثمار.

- انخفاض مستمر في سعر السهم رغم تحسّن الأداء المحاسبي قد يُعد إشارة لخلل في الثقة أو في استراتيجية إدارة المخاطر، فيتحوّل المؤشر السعري إلى محفّز داخلي لإعادة تقييم نماذج الأعمال والهيكل الإداري.

1-7- تعزيز الابتكار والتحديث في المؤسسة:

الضغط التنافسي داخل السوق المالية يدفع المؤسسات المدرجة إلى الابتكار والإصلاح المستمر، نظراً لحساسية السوق للتغيّرات في التقنيات، النماذج الاقتصادية، والسياسات الإدارية. تُلاحظ أن الشركات المدرجة تُنفق أكثر على البحث والتطوير، وتحديث البنى التحتية الرقمية، وتحسين التسويق، لأنها تعرف أن كل تحسين في الأداء التشغيلي قد يُترجم فوراً في سعر السهم. هذا يُعزز من القدرة التنافسية على المدى الطويل، ويزيد من فرص الشركة في استقطاب مزيد من الاستثمارات، سواء عن طريق زيادة الأسهم أو السندات المدرجة في السوق.

2- المهام التنظيمية والإشرافية:

1-2- حماية المستثمرين: تؤدي البورصة مهام جوهرية في حماية المستثمرين، وهو ما ينعكس إيجاباً على المؤسسات:

- الإفصاح والشفافية: تُلزم البورصة المؤسسات المدرجة بالإفصاح الدوري عن معلومات جوهرية قد تؤثر على قرارات المستثمرين؛
- معايير الحوكمة: تُشترط البورصة تطبيق معايير حوكمة الشركات الرامية لتعزيز الشفافية والمساءلة؛
- منع الاحتكار والغش: تُراقب البورصة عمليات التداول للكشف عن أي ممارسات غير عادلة.

2-2- تنظيم سوق رأس المال: تُسهّم البورصة في تنظيم سوق رأس المال من خلال:

- وضع معايير الإدراج والشطب.
- مراقبة سلوكيات المتداولين.
- تطوير أنظمة التداول الإلكترونية.

3- المهام المساندة للمؤسسات:

1-3- الخدمات الاستشارية والمعلوماتية: تُقدم البورصة مجموعة من الخدمات المساندة للمؤسسات المدرجة:

- الدراسات والتحليلات: تُوفّر البورصة دراسات سوقية وتحليلات مالية تساعد المؤسسات على فهم بيئتها التنافسية.

- التدريب والتأهيل: تُنظم البورصة برامج تدريبية للإدارة العليا حول آليات السوق المالي.
- الربط بالشبكات: تُتيح البورصة للمؤسسات التواصل مع مستثمرين محتملين محليين ودوليين.

2-3- تعزيز السمعة والمصداقية: يُسهم إدراج المؤسسة في البورصة في تعزيز سمعتها ومصداقيتها من خلال:

- الوصول إلى شريحة واسعة من المستثمرين؛
- التحقق من التزامها بمعايير الشفافية؛
- تعزيز ثقة العملاء والموردين.

4- التحديات والآفاق المستقبلية:

1-4- التحديات المعاصرة: تواجه البورصات تحديات متعددة تؤثر على أدوارها تجاه المؤسسات:

- التقلبات الاقتصادية والجيوسياسية؛
- التطورات التكنولوجية والمنافسة من الأسواق البديلة؛
- التغيرات التنظيمية المتسارعة.

2-4- التحول الرقمي والابتكارات المالية: تُحدث التقنية المالية تحولاً جذرياً في مهام البورصة:

- التداول الإلكتروني: يُسرّع العمليات ويُقلل التكاليف؛
- البلوكتشين: يُعزز الشفافية والأمان؛
- الذكاء الاصطناعي: يُحسن جودة التحليلات واتخاذ القرارات.

وختاماً يتبين مما سبق أن البورصة تؤدي منظومة متكاملة من المهام التي تُشكّل دعماً جوهرياً للمؤسسات في مختلف مراحل نموها وتطورها. بدءاً من توفير آليات التمويل، مروراً بتعزيز السيولة والحوكمة، وصولاً إلى تقديم الخدمات الاستشارية والمعلوماتية. وفي ظل التحولات الاقتصادية والتكنولوجية المتسارعة، باتت البورصات مطالبة بتطوير أدواتها وخدماتها لتظل شريكة فعالة في تحقيق أهداف المؤسسات وتعزيز تنافسيتها في الأسواق المحلية والدولية

المحور الحادي عشر

ضرورة اللجوء إلى بورصة القيم المنقولة لتنشيط الاقتصاد

في نهاية المحور الحادي عشر، يتوقع أن يدرك الطالب ما يلي:

أن سوق الأوراق المالية ليست مجرد مكان لتداول الأسهم والسندات، بل هي مؤسسة اقتصادية محورية تؤدي وظائف أساسية على مستويين:

فعلى مستوى الاقتصاد الكلي، تسهم السوق في تمويل خطط التنمية الوطنية، وتساعد على ضبط السياسات النقدية والمالية، كما توفر مؤشرات عامة عن حالة الاقتصاد وتوجهاته المستقبلية. وهي بذلك أداة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي ومعالجة مشكلات التضخم والانكماش، إضافة إلى كونها قناة رئيسية لربط المدخرات بالاستثمارات.

أما على مستوى الاقتصاد الجزئي، فهي تمنح المستثمرين فرصاً متنوعة لتوزيع المخاطر وتنويع الاستثمارات، وتتيح لهم بيع وشراء الحقوق بسهولة، كما تحقق تخصيصاً كفواً لرأس المال وتوفر أدوات للتحوط ضد تقلبات الأسعار. وتنعكس أهميتها أيضاً في دعم الشركات عبر تخفيض تكلفة الاستثمار وزيادة ثقة المقرضين، مما يعزز قدرتها على النمو والتوسع.

وتتجلى أهمية سوق الأوراق المالية في كونها تسهل الحصول على الأموال، وتربط بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، وتتيح تسهيل الأصول بسرعة، وتستقطب الأموال الأجنبية للاستثمار المحلي، وتنشط مختلف القطاعات الاقتصادية، مما يجعلها محركاً رئيسياً للنمو والاستقرار الاقتصادي على المستويين الكلي والجزئي.

الخلاصة

الطالب في نهاية المحاضرة يدرك أن سوق الأوراق المالية ليست مجرد مكان للتداول، بل هي أداة استراتيجية تربط بين المدخرات والاستثمارات، وتخدم الاقتصاد الكلي عبر دعم التنمية والاستقرار، والاقتصاد الجزئي عبر تنويع الاستثمارات وتخفيض المخاطر.

ضرورة اللجوء إلى بورصة القيم المنقولة لتنشيط الاقتصاد

تمهيد:

تشير العديد من الدلائل على أن أسواق الأوراق المالية تقدم خدمات من شأنها دفع عجلة النمو الاقتصادي، حيث يؤدي وجود أسواق المال إلى تقليل تكلفة تحريك المدخرات وبالتالي تسهيل الاستثمار باستخدام طرق أكثر إنتاجية، كما تضمن هذه السوق تمويل استثمارات، حيث تقوم بوظائف معينة ما كان من المتصور القيام بها في غيابها. ولذلك فإن قيامها كان لازمة من لوازم النمو الاقتصادي واحداث التنمية. وللسوق الأوراق المالية أهمية كبيرة سواء بالنسبة للأفراد أو الشركات، كما أنها تلعب دور بارز في تشابك قطاعات الاقتصاد داخل الدولة الواحدة، ومع الخارج من خلال ربط القطاعات ذات الفائض المالي بالقطاعات ذات العجز المالي.

تؤدي سوق الأوراق المالية وظائف تخدم الاقتصاد الكلي والجزئي من تنمية واستثمار وتسييل للأوراق المالية تتمثل أهمها فيما يلي:

1- دور سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الكلي

تؤدي سوق الأوراق المالية بالنسبة للاقتصاد الكلي عدة وظائف، يمكن إجمال أهمها فيما يلي:

- إيجاد سوق دائمة ومستمرة وحرّة تعتبر سوق الأوراق المالية سوقاً مستمرة، يتم العمل من خلالها على الأوراق المالية في أوقات العمل الرسمية، بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء وبيع الأوراق المالية، طلباً للربح أو تغيير للاستثمار...، حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسييل أصوله المادية، ومن جهة المستثمر وجود سوق لطلب الأموال، وتتحقق في هذه السوق المنافسة الحرة حيث تتحدد فيها الأسعار وفقاً لقانون الطلب والعرض، وتكون الأسواق حرة ومفتوحة للمستثمرين، دون النظر إلى مراكزهم المالية.

- المساهمة في تمويل خطط التنمية، حيث تحتاج عمليات التنمية إلى رؤوس أموال كبيرة قد لا تتوفر لدى الدولة، وفي هذه الحالة بدلا من اللجوء إلى الاقتراض الخارجي، الذي غالبا ما يترتب عليه أعباء كثيرة تثقل كاهل الدولة بالديون، وما يترتب عليها من آثار، تقوم بتمويل مشاريعها التنموية بإصدار أوراق مالية في هذه الأسواق المالية، والتي بواسطتها تقوم بإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع؛ فمثلا من أجل سداد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية، أو من أجل تحقيق سياسة اقتصادية معينة (طرح أدوات في السوق من أجل امتصاص السيولة).

-الحكم على كفاءة السياسات النقدية والمالية لدولة، وتمهيد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة لمزج بين السياستين المالية والنقدية، ليكملا بعضهما البعض بهدف التأثير في حجم الطلب الكلي، وبلوغ الهدف المنشود الذي تحدده الظروف الاقتصادية المتغيرة.

- إتاحة الفرصة للاستثمارات قصيرة الأجل، حيث أن المؤسسات المالية من شركات وبنوك وغيرها، تقوم عادة بتوظيف الأموال في مشاريع استثمارية لأجل طويلة أو متوسطة. ولكن هذا التوظيف لا يستغرق كل أموال المؤسسة بصورة مستمرة، فتبقى عندها فوائض مالية، ومن غير المعقول الاحتفاظ بها على هيئة نقدية صرفه، فتقوم باستثمارها عن طريق سوق الأوراق المالية، على هيئة أدوات مالية قابلة للتداول والتحويل إلى سيولة في أي وقت.

- التقليل من مخاطر التضخم والانكماش المالي، حيث تعتبر سوق الأوراق المالية مجال مهم، تعمل من خلاله الدولة على تحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية، لتغيير كمية النقود لمعالجة التضخم والانكماش.

- إمكانية تقييم الشركات والمشروعات الاستثمارية بكفاءة، بحيث إن الشركات والمؤسسات المسجلة في هذه السوق هي تلك التي قد استوفت عددًا من الشروط المحددة في التنظيمات والقوانين الساري العمل بها، ومن بينها مطالبة هذه المؤسسات بالإفصاح عن نشاطها وقوائمها المالية وقوائم أعمالها بصفة دورية إلى غير ذلك من المعلومات التي تساعد على تقييم أداء هذه الشركات والمشروعات الاستثمارية المختلفة، إذ تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقع هذه الشركات والمشروعات ومساعدتهم على الحكم عليها إما بالنجاح أو بالفشل، وبالتالي فهي تمثل حلقة وصل بين معظم الفعاليات الاقتصادية مثل البنوك، المشروعات، المدخرين الخ. الأمر الذي يؤهلها لأن تعطي مؤشرا عاما لاتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار وهي مؤشرات كلية تعكس جزءا مهما من واقع الاقتصاد الوطني، ومؤشرا لحالته مستقبلا.

2- دور سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى الاقتصاد الجزئي

تؤدي سوق الأوراق المالية عدة وظائف بالنسبة إلى الاقتصاد الجزئي، يمكن إجمالها فيما يلي:

- توفير مجموعة من الأدوات المالية التي تهيئ للمستثمر فرصا أوسع للاختيار في شتى مجالات الاستثمار، وتيسير تداول الأوراق المالية لتنشيط عمليتي الاستثمار والسيولة. حيث أن سوق الأوراق المالية توفر للمدخر مكانا لاستثمار مدخراته، ومكانا أيضا لتسييلها عند الحاجة. كما أنها توسع وتنوع دائرة الاستثمارات، وهذا يقلل من مخاطر الاستثمار في مكان واحد.

- بيع الحقوق وشراؤها عن طريق سوق الأوراق المالية، حيث يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة وذلك بقيام البورصة بوظيفة بيع الحقوق وشراؤها، دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراضي ومباني وآلات ومعدات... الخ.

- التخصيص الكفء لرأس المال، حيث أن في سوق الأوراق المالية تتحدد أسعار الأوراق المالية من خلال العرض والطلب عليها وذلك من خلال المفاوضة أو المزايدة. وهي طريقة تعكس بصورة دقيقة رأي المتعاملين في السعر المناسب للورقة المالية، وفقا للظروف السائدة في السوق، وبناء على ما تقوم الشركات والجهات الاقتصادية المختصة بنشره من بيانات تتعلق بأداء الشركات وأرباحها ومراكزها المالية. فسوق الأوراق المالية توفر قنوات سليمة للاستثمار، وذلك بتوجيه المستثمرين نحو المشروعات التي في صالحهم وترشيد الإنفاق الاستثماري، وتحذيرهم من مخاطر الاستثمار في المجالات الأخرى.

- في ظل انفصال الملكية عن الإدارة وكبر حجم الشركات واتساع الأسواق، يصعب متابعة أنشطة هذه الشركات من قبل المساهمين، دون أن يكون هناك سوق مالية تعكس الحالة الاقتصادية لهذه الشركات.

- تعتبر سوق الأوراق المالية المرآة العاكسة لتلك الحالة الاقتصادية لان حركة السوق ونشاطه ما هو إلا انعكاس لحركة ذلك الاقتصاد، الأمر الذي يعطي الإدارة الاقتصادية في البلاد الفرصة لاتخاذ أي إجراءات تصحيحية بهدف معالجة أي خلل اقتصادي، فعند انخفاض الأسعار يعتبر مؤشراً لاحتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد، كما يبدي المحللون الاقتصاديون وجهات نظرهم بشأن الحالة وبشأن الترتيبات المقترحة لمواجهتها، ومن خلالها نستطيع أن نعرف معدلات الاستثمار والادخار، وتستطيع الدولة اتخاذ قرارات من أجل السياسات النقدية والمالية لتحقيق الاستقرار فيها.

- التأمين ضد خطر تقلبات الأسعار، يستفيد من سوق الأوراق المالية التاجر والصانع والزراع، حيث يتمكن كل منهم من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار، بفضل عمليات التحوط والتغطية فيستفيد من سوق الأوراق المالية التاجر والصانع والزراع، حيث يتمكن كل واحد منهم، من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار بفضل عملية التغطية، وذلك بدخوله في عمليات تتم في أسواق مخصصة لذلك؛ بحيث يستفاد من سوق الأوراق المالية فيما يلي:

ت- علاج أزمة المديونية: فمن خلال جذبها للمدخرات الأجنبية للاستثمار في الاسهم المصدرة محليا تساهم سوق الأوراق المالية في تفادي المشاكل التي تنتج عن الاقتراض الخارجي، المتمثلة أساسا في زيادة مدفوعات خدمات الدين. كما تساهم الأوراق المالية في تخفيف عبء المديونية الخارجية من خلال تقنية توريق الدين*، وتسمى الأدوات المالية التي تستخدم في هذه التقنية بسندات التخارج. إذ يمكن للمصارف الدائنة تحويل القروض التجارية إلى أوراق مالية قابلة للتداول.

* توريق الدين: تحويل الدين إلى ورقة مالية قابلة للتداول في أسواق المال الدولية.

ث- بيع الحقوق وشراءها: فعن طريق سوق الأوراق المالية يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة، وذلك ببيع حقه في الشركة في هذه السوق، دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراضٍ ومبانٍ وغيرها من المعدات.

- إيجاد مجال للمضاربة، فالمضاربة بلغة الاقتصاد هي العمليات التي يقوم بها بعض الأشخاص بناء على معلومات فنية وتقديرات معقولة للانتفاع من فروق الأسعار في الزمان والمكان. وهي لازمة لاستمرار العمل في سوق الأوراق المالية. ولكن تخرج عن وظيفتها وتخذ شكل المقامرة بفعل المصالح الفردية وبوسائل غير مشروعة فتؤدي إلى الإخلال بموازين الأسعار؛

- تستمد سوق الأوراق المالية أهميتها على مستوى الشركات، من كونها تلعب دورين مميزين، أحدهما مباشر والآخر غير مباشر. ويعزى الدور المباشر إلى حقيقة أن المستثمرين عندما يشترون أسهم الشركة فإنهم يشترون عوائد مستقبلية، وبناء عليه فإن الشركة التي تتاح لها فرص استثمارية واعدة يعلم بها المتعاملون في السوق هي التي ستتاح لها فرص مواتية لإصدار المزيد من الأسهم، بل وبيعها بأسعار مرتفعة تحقق حصيلة وفيرة للإصدار، وهذا يعني انخفاض تكلفة الأموال أي انخفاض تكلفة الاستثمار. أما الدور غير المباشر، يتمثل في أن إقبال المستثمرين على التعامل في أسهم شركة ما، يعد بمثابة شهادة أمان للمقرضين الذين لن يترددوا في تزويد هذه الشركة بما تحتاجه من أموال إضافية، وبسعر فائدة معقول وبشروط ميسرة؛

- قبول الدائنين للأسهم كضمان لقروضهم، لأن الراهن لا يقبل رهنا لا يمكن تحويله إلى أصل سائل سريعا وبدون خسارة في قيمته، ويتم ذلك بعد معرفة الأمور التالية: مكانة المركز المالي للشركة، كمية الأرباح السنوية الموزعة على السهم الواحد، سرعة تداول أسهم الشركة واستقرار أسعارها في السوق؛

- تحول سوق الأوراق المالية مدخرات الأفراد إلى استثمارات، وتتيح هذه الاستثمارات التمويل اللازم لتمكين مشاريع الأعمال والحكومة من إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها الفرد، "وبالأخص مشاريع البنية التحتية حيث رافق بروز أهمية الأوراق المالية التي تصدرها شركات المساهمة ازدياد اتجاه الحكومات إلى الاقتراض العام من الجمهور"، ويتم تشجيع المدخرات نحو الاستثمار المالي بعدة أساليب منها: عن طريق الاكتتاب المقسطة، أو ضمان حد أدنى من الأرباح والفوائد، نشر الوعي الاستثماري في الأدوات المالية، كما يمتاز الاستثمار في سوق الأوراق المالية بالسهولة واليسر وذلك مقارنة بمجالات استثمارية أخرى، وتظهر هذه السهولة في إمكان استثمار أي مبلغ مالي صغير أو كبير، ولأي مدة طالت أم قصرت ولا يحتاج ذلك إلى خبرات اقتصادية عالية، ويتيح الفرصة لتنوع الاستثمار فيمكن توزيع رأس المال المستثمر في أسهم شركات صناعية أو زراعية أو تجارية أو عقارية أو غير ذلك من المجالات الاستثمارية؛

3- أهمية سوق الأوراق المالية:

من خلال النقاط التالية:

- سهولة الحصول على الأموال بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية المقيدة في السوق؛
- سهولة عملية الربط بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز؛
- سهولة تسجيل الأوراق المالية التي يحوزها المستثمر؛
- استقطاب الأموال الأجنبية للإستثمار المحلي؛
- تسهيل توزيع المدخرات على مختلف المشاريع الاقتصادية وتنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي؛
- تجنب الآثار التضخمية إذا لم قامت المصارف المحلية بعمليات التمويل لأدى ذلك إلى زيادة كبيرة في حجم الائتمان وبالتالي إحداث موجة تضخمية؛
- الزيادة من حيوية المشروعات للوصول إلى الشروط اللازمة لدخولها إلى هذا السوق.

المحور الثاني عشر

تكلفة رأس المال في أسواق الأوراق المالية

في نهاية المحور حول تكلفة رأس المال في أسواق الأوراق المالية، يتوقع أن يدرك الطالب ما يلي:

- فهم المفاهيم الأساسية: التمييز بين مفهوم رأس المال من الناحية المالية (حقوق الملكية أو صافي الأصول) والمفهوم المادي (القدرة الإنتاجية)؛ وإدراك الفرق بين هيكل رأس المال وهيكل التمويل، والقدرة على تحديد مكونات كل منهما.
- استيعاب محددات اختيار الهيكل المالي الأمثل: حجم المؤسسة وأثره على سهولة الحصول على القروض؛ دور نمو واستقرار المبيعات في تعزيز القدرة على الوفاء بالالتزامات؛ مقارنة تكلفة المصادر المختلفة (القروض مقابل الأسهم)؛ أهمية المرونة والملاءمة في تمويل الأصول الثابتة والمتداولة.
- إتقان حساب تكاليف التمويل: حساب تكلفة التمويل بالأسهم العادية والممتازة وتكلفة الدين (قبل وبعد الضريبة) سواء كان قرضاً دائماً أو سناً محدد الأجل؛ وإدراك أن تكلفة الأرباح المحتجزة.
- التعرف على مؤشرات عائد السهم العادي: نصيب السهم من الأرباح المحققة والموزعة؛ الربح الجاري للسهم والربح خلال فترة الاقتناء؛ تقييم الأسهم على أساس العائدات المستقبلية باستخدام القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة.
- فهم التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (WACC): القدرة على حسابها باستخدام مزيج من تكلفة الديون وحقوق الملكية؛ إدراك أهميتها باعتبارها الحد الأدنى للعائد المطلوب للحفاظ على القيمة السوقية للشركة؛ استيعاب دورها في اتخاذ قرارات الاستثمار والتمويل وتعظيم قيمة المؤسسة.

الخلاصة

الهدف النهائي من دراسة محور تكلفة رأس المال في أسواق الأوراق المالية هو أن يدرك الطالب أن هذه التكلفة تمثل أداة استراتيجية أساسية في إدارة المؤسسات، فهي ليست مجرد عملية حسابية بل إطار شامل يساعد على اختيار هيكل التمويل الأمثل، وتقييم جدوى الاستثمارات، وتحقيق التوازن بين المخاطر والعوائد. كما تمكن المؤسسة من الحفاظ على قيمتها السوقية وتعظيمها من خلال تحقيق الحد الأدنى للعائد المطلوب من قبل الملاك والدائنين. وبذلك يصبح الطالب قادراً على ربط المفاهيم النظرية بالتطبيقات العملية، وفهم كيف تؤثر تكلفة رأس المال على قرارات التمويل والاستثمار وعلى استدامة النمو والقيمة في السوق المالي.

تكلفة رأس المال في أسواق الأوراق المالية

تمهيد:

يُعد موضوع تكلفة رأس المال في أسواق الأوراق المالية من أبرز المحاور التي تحتل مكانة مركزية في الدراسات المالية والاقتصادية الحديثة، إذ يمثل نقطة التقاء بين النظرية المالية والتطبيق العملي في المؤسسات والشركات. فتكلفة رأس المال ليست مجرد مفهوم حسابي أو نسبة مئوية تُستخرج من معادلات رياضية، بل هي انعكاس شامل لمجمل التحديات التي تواجهها المؤسسة في سبيل الحصول على الموارد المالية اللازمة لتمويل استثماراتها، وضمان استمرارية نشاطها، وتحقيق التوازن بين المخاطر والعوائد. ومن هذا المنطلق، فإن دراسة تكلفة رأس المال تُعتبر بمثابة البوابة التي يدخل منها الطالب إلى عالم التمويل المؤسسي وأسواق الأوراق المالية، حيث يتعرف على طبيعة العلاقة بين المستثمرين والدائنين من جهة، وبين الإدارة المالية للمؤسسة من جهة أخرى، وكيف تُترجم هذه العلاقة إلى قرارات استراتيجية تؤثر بشكل مباشر على قيمة الشركة في السوق وعلى قدرتها التنافسية.

إن الحديث عن تكلفة رأس المال يستدعي أولاً الوقوف عند مفهوم رأس المال ذاته، والذي يُفهم من زاويتين أساسيتين: الزاوية المالية التي تُعرف رأس المال بأنه حقوق الملكية أو صافي الأصول المتبقية بعد طرح الالتزامات، والزاوية المادية التي تُشير إلى القدرة الإنتاجية الملموسة للمؤسسة. هذا التمييز بين المفهومين يُبرز أن رأس المال ليس مجرد أرقام في الميزانية، بل هو أيضاً قدرة فعلية على الإنتاج والتوسع والنمو. ومن هنا، فإن تكلفة رأس المال تُعبر عن الثمن الذي تدفعه المؤسسة مقابل استخدام هذه الموارد، سواء كانت موارد داخلية مثل الأرباح المحتجزة، أو موارد خارجية مثل إصدار الأسهم أو الحصول على القروض والسندات.

وتتجلى أهمية هذا المحور في أنه يُمكننا من فهم هيكل رأس المال وهيكل التمويل، وهما مفهومان متداخلان لكنهما مختلفان في الجوهر. فهيكل رأس المال يُشير إلى الموارد المالية الدائمة التي تعتمد عليها المؤسسة، مثل حقوق الملكية والقروض طويلة الأجل والسندات، بينما يُعبر هيكل التمويل عن مجموع الموارد المالية بما في ذلك الخصوم الجارية والديون قصيرة الأجل. هذا التمييز يُساعد الطالب على إدراك أن المؤسسة لا تعتمد فقط على مصادر تمويل طويلة الأجل، بل تحتاج أيضاً إلى إدارة دقيقة لمصادر التمويل قصيرة الأجل التي تُستخدم عادةً لتغطية الأصول المتداولة مثل المخزون والذمم المدينة.

1. تعريف تكلفة رأس المال: فمن حيث المفهوم المالي فقد عرفته المعايير الدولية بأنه حقوق الملكية في المنشأة، أو صافي الأصول وبثورة أخرى هو الحصة المتبقية من أصول المنشأة بعد أن يتم طرح كافة الالتزامات؛ أما من حيث المفهوم المادي فيقصد به حسب تعريف (المعايير الدولية) بأنه القدرة الإنتاجية المادية للمنشأة.

أ- هيكل رأس المال:

يشمل مجموع الموارد المالية الدائمة في المؤسسة، ويشمل حقوق الملكية (أسهم عادية وممتازة) قروض بنكية متوسطة وطويلة الأجل، سندات (قروض سنديّة).

ب- هيكل التمويل:

يشمل جميع الموارد المالية للمؤسسة، ويشمل عناصر الخصوم أو الجانب الأيسر من الميزانية: حقوق الملكية، ديون مالية، خصوم جارية (حساب الموردين، ديون قصير الأجل ...).

الأصول	الخصوم
أصول متداولة	خصوم متداولة
نقد	ذمم دائمة
استثمارات مؤقتة	متأخرات
أوراق دفع	أوراق قبض
ذمم مدينة	قروض قصيرة الأجل
مخزون	خصوم طويلة الأجل
	قروض طويلة الأجل
	سندات
أصول ثابتة	حقوق الملكية
أراضي	أسهم عادية (رأس المال)
مباني	أسهم ممتازة
معدات وتجهيزات إنتاج	أرباح محتجزة
	احتياطات

هيكل رأس المال

ج- هيكل التمويل الأمثل: هو تركيبة رأس المال (حقوق الملكية، الديون المالية)، التي تكون عندها التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال في أدنى قيمة لها.

هيكل رأس المال = الأصول الدائمة = (أموال خاصة، ديون مالية)

هيكل التمويل = مجموع الخصوم

2. محددات اختيار الهيكل المالي:

أ- حجم المؤسسة: المؤسسات الكبيرة يمكنها الحصول على قروض سهلة وبتكلفة أقل من المؤسسات الصغيرة، لما لها من ضمانات: أصول ثابتة كبيرة.

ب- نمو واستقرار المبيعات: المبيعات المستقرة أو المتزايدة تجعل المؤسسة تحصل على قروض بسهولة، لأنها تستطيع الوفاء بالتزامات المالية الثابتة المترتبة عن الديون (الفوائد).

ج- تكلفة المصادر: القروض أقل مصادر التمويل تكلفة، مقارنة بالأسهم، لكن لا ينبغي الإسراف في استخدامها، لأنها تزيد من المخاطر العسر المالي.

د- المرونة: تعني قدرة المؤسسة على تعديل الهيكل المالي أو تكييفه مع الاحتياجات المالية والظروف المحيطة، فمثلاً عند انخفاض الفوائد على القروض، فإن مرونة الهيكل المالي تسمح بالتحول من السندات إلى القروض.

هـ- الملاءمة: الأصول الثابتة يجب تمويلها بالديون طويلة الأجل أو حقوق الملكية، بينما الأصول المتداولة مثل المخزون يجب تمويلها من خلال ديون قصيرة الأجل.

3. تكاليف التمويل

أ- تكلفة التمويل بالأسهم:

1- تكلفة التمويل بالأسهم العادية:

تمثل تكلفة التمويل بالأسهم العادية نصيب السهم من الأرباح المحققة أو الموزعة وحيث أن أرباح الشركة تنمو خلال السنوات اللاحقة لذا من المنطقي أن تأخذ بالاعتبار معدل نمو الأرباح وتحسب تكلفة التمويل للأسهم العادية بالعلاقة التالية:

$$\text{تكلفة التمويل} = \frac{\text{الربح المتوقع للسهم}}{\text{سعر السهم السوقي} - \text{مصاريف الإصدار (البيع)}} \times 100 + (\text{معدل نمو الأرباح})$$

ملاحظة: (الربح المتوقع للسهم = القيمة الاسمية × نسبة التوزيع)

مثال رقم 01: سهم عادي قيمته الاسمية 72 دج سيعرض للبيع بـ 48 دج عمولة الإصدار 0.9 دج، نصيب السهم من الأرباح الموزعة السنوية 2.43 دج، المطلوب: حساب تكلفة التمويل إذا علمت أن معدل نمو الأرباح 8%.

الحل مثال رقم 01:

بتطبيق المعادلة نجد: تكلفة التمويل للسهم العادي = $\frac{2.43}{0.9 - 48} \times 100 + 8\% = 13.16\%$.

- نقول ان السهم الذي قيمته الاسمية 72 دج يكلف الشركة 13.16%.

مثال رقم 02: سهم عادي قيمته الاسمية 18 دج، بحيث تقل على السعر السوقي بـ 11 دج، تتوقع الشركة أن توزع

أرباحاً لكل سهم بمعدل 15%، عمولة البيع 2.6%، كما أن الأرباح تنمو بمعدل 3.3%، المطلوب: حساب تكلفة التمويل.

الحل مثال رقم 02: بتطبيق نفس العلاقة السابقة كما يلي:

$$\text{تكلفة التمويل للسهم العادي} = 18 \times 15\% / (29 - (29 \times 2.6\%)) \times 100\% + 3.3\% = 12.86\%$$

- نقول ان السهم الذي قيمته الاسمية 18 دج يكلف الشركة 12.86%.

مثال رقم 03: يبلغ سعر سهم إحدى الشركات في السوق المالي 200\$, وترغب الشركة في إصدار أسهم عادية جديدة بهدف زيادة رأس مالها بمقدار 1.700.000\$, ومن المتوقع أن يكون العائد لكل سهم مباع يساوي للقيمة السوقية للسهم وبلغت تكاليف الإصدار 3%, وكانت الشركة تخطط لدفع أرباح للسهم الواحد بمقدار 7% وتوقع أن تزيد أرباحها بنسبة 4% سنوياً، بعد تنفيذ الاستثمار الجديد.

المطلوب: استخراج أو أحسب كلفة التمويل بالأسهم العادية؟

الحل مثال رقم 03: بتطبيق نفس العلاقة السابقة كما يلي:

$$\text{تكلفة التمويل للسهم العادي} = 7 / (200 - (200 \times 3\%)) \times 100\% + 4\% = 7.61\%$$

- نقول أن السهم الذي قيمته الأسمية 200\$ يكلف الشركة 7.61%.

مثال رقم 04: سهم عادي قيمته الاسمية 40 دج، مساوية للقيمة السوقية، الأرباح الموزعة 2.5 دج للسهم، والأرباح تنمو بـ 7% سنوياً، مصاريف البيع 0.75 دج،

المطلوب: - حساب تكلفة التمويل في هذه الحالة؟ - وكذا سعره السوق في نهاية السنة الأولى والثانية والخامسة؟

الحل مثال رقم 04:

01- حساب تكلفة التمويل: بتطبيق نفس العلاقة السابقة نجد

$$\text{تكلفة التمويل للسهم العادي} = 2.5 / (40 - (40 \times 0.75)) \times 100\% + 7\% = 13.39\%$$

- نقول ان السهم الذي قيمته الاسمية 40 دج يكلف الشركة 13.39%.

02- يحسب السعر السوق للسهم في نهاية أي سنة باستخدام العلاقة التالية:

$$\text{سعر السهم في نهاية السنة} = \frac{\text{نصيب السهم من الأرباح المتوقعة في تلك السنة}}{\text{تكلفة التمويل - معدل نمو الأرباح}}$$

إذن المتغير المهم في هذه العلاقة هو نصيب السهم من الأرباح المتوقعة في نهاية كل سنة (البسط)، ويحسب هذا الأخير كما يلي:

$$\text{نصيب السهم من الأرباح المتوقعة} = (\text{نصيب السهم من الأرباح الموزعة}) + [(\text{نصيب السهم من الأرباح الموزعة}) \times (\text{معدل نمو الأرباح}) \times (\text{عدد السنوات})]$$

$$\text{إذن نصيب السهم من الأرباح المتوقعة في نهاية السنة الأولى يساوي: } 2.5 + (1 \times 0.07 \times 2.5) = 2.675 \text{ دج}$$

$$\text{وعليه: سعر السهم في نهاية السنة الأولى} = 2.675 / (0.07 - 0.13369) = 42 \text{ دج}$$

$$\text{نصيب السهم من الأرباح المتوقعة في نهاية السنة الثالثة يساوي: } 2.5 + (3 \times 0.07 \times 2.5) = 3.025 \text{ دج}$$

$$\text{وعليه: سعر السهم في نهاية السنة الثالثة} = 3.025 / (0.07 - 0.13369) = 47.5 \text{ دج}$$

نصيب السهم من الأرباح المتوقعة في نهاية السنة الخامسة يساوي: $2.5 + (5 \times 0.07 \times 2.5) = 3.375$ دج

وعليه: سعر السهم في نهاية السنة الخامسة $= 3.375 / (0.07 - 0.13369) = 0.06369 / 3.375 = 53$ دج

1- مؤشرات أخرى لعائد السهم العادي: يقاس عائد السهم العادي بأحد المقاييس الآتية نذكر منها:

- نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة؛
- نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة؛
- الربح الجاري للسهم؛
- الربح فترة الاقتناء.

وفيما يلي شرح لمحتوى كل منها مع توضيح العلاقة الرياضية لحسابها

1-1- نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة:

نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة = (صافي الربح الخاص بالمساهمين العاديين) / عدد الأسهم العادية

ويوضح هذا المقياس الأرباح المحققة التي هي من نصيب المساهمين العاديين ويلعب هذا المقياس دور هام في تحديد سعر السهم، ونظرا لهذه الأهمية فإن عادة ما يقوم الشركات بمحاولة العمل على رفع هذا العائد؛ وترجع أهميته من حيث أنه عامل هام من جملة العوامل التي يأخذها المستثمر بعين الاعتبار عند اتخاذ قراره بالاستثمار في سهم معين.

1-2- نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة:

يقيس هذا المؤشر ما سوف يحصل عليه المساهم فعلا من الأرباح ويستخرج بالمعادلة التالية:

نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة = (صافي الأرباح الموزعة على المساهمين العاديين) / عدد الأسهم العادية

ملاحظة: ويمكن حساب نصيب السهم من الأرباح الموزعة بالعلاقة التالية:

نصيب السهم من الأرباح الموزعة = القيمة الاسمية X نسبة التوزيع

وليس من الضروري أن يتساوى نصيب السهم من الأرباح المحققة مع نصيب السهم من الأرباح الموزعة، ويرجع الاختلاف إلى أن الأرباح الموزعة هي جزء من الأرباح المحققة، حيث يتبقى جزء من هذه الأخيرة على شكل احتياطات أو أرباح محجوزة؛ ولذلك فمن المتوقع أن يكون نصيب السهم العادي من الأرباح المحققة أكبر من نصيبه من الأرباح الموزعة.

1-3- الربح (العائد) الجاري للسهم:

نقصد بالربح الجاري للسهم عائد السهم أو نصيبه من الأرباح الموزعة مقارنة بالأسعار العادية في السوق،

ويحسب بالعلاقة التالية: **الربح الجاري للسهم = نصيب السهم العادي من الأرباح الموزعة / سعر السهم الجاري في**

السوق 100%

4-1- الربح (العائد) فترة الاقتناء:

تقييم الأسهم على أساس العائدات المستقبلية: هي الطريقة الأكثر حركية وتعتمد على التوقعات المستقبلية بشأن تطور عائدات أسهم الشركة وهو المبدأ الذي تقوم عليه البورصات (التوقعات المستقبلية)، أما جوهر هذه الطريقة فيتمثل في السعر الحالي للسهم، أي القيمة الحالية للمداخيل المستقبلية المتمثلة في التوزيعات التي يتوقع المستثمر الحصول عليها من ملكيته لهذا السهم، ويتم التعبير عن ذلك بالمعادلة التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t}$$

حيث: P_0 : القيمة الحالية للسهم (القيمة التي ينبغي أن يكون عليها السعر في السوق)،

D_t : التوزيعات المتوقعة من السنة الأولى إلى السنة n ,

K_e : معدل العائد المطلوب من طرف المستثمر (معدل الخصم).

مثال: إذا كان سعر السهم العادي (x) في السوق الثانوية هو 200 دينار، وإذا كان المساهم الذي أقدم على شرائه يتوقع أرباحاً موزعة تقدر بـ: 18، 20، 21، 22، 23 دينار للسنوات الخمس القادمة على التوالي، كما يتوقع أن يبيع هذا السهم بـ 240 دينار، فما هي القيمة الحالية أو الحقيقية لهذا السهم إذا كان معدل الخصم يقدر بـ 10%؟

$$P_0 = \frac{18}{1.1} + \frac{20}{1.1^2} + \frac{21}{1.1^3} + \frac{22}{1.1^4} + \frac{23}{1.1^5} + \frac{240}{1.1^5} = 226.99$$

فمن مصلحة هذا المستثمر شراء هذا السهم.

أما إذا كان مقدار العائد يقدر بـ 14% فإن القيمة الحالية: $P_0 = 194.97$ ومن مصلحة هذا المستثمر ألا يستثمر في هذا السهم. ويمكن لنموذج التوزيعات الموضح في المعادلة أن يأخذ عدة أشكال حسب معدل نمو التوزيعات، إذا كان ثابتاً أو نمو صفري أو نمو غير ثابت n .

2- تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة:

إن تكلفة الأسهم الممتازة هي عبارة عن معدل العائد الذي يطلبه المستثمر لقاء الاستثمار في هذه الأسهم. وهي مصدر من مصادر التمويل بالملكية. لأغراض التحليل قد يتم معاملتها كمصدر من مصادر الدين. حيث أنها تجمع خصائص كل من الأسهم العادية والسندات.

فهي من جهة تمثل أوراق مالية ليس لها تاريخ استحقاق محدد (Perpetuel)، ولها نسبة ثابتة من الأرباح من جهة أخرى. هذه النسبة الثابتة هي عبارة عن نسبة محددة وثابتة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز يتم تحديدها في شروط الإصدار. ومن أهم صفات الأسهم الممتازة هي الأولوية في الحصول على الأرباح عندما يتخذ القرار بالتوزيع وذلك قبل حملة السهم العادية. كما أن حملة الأسهم الممتازة يحصلون على حقوقهم عند تصفية

$$C_p = \frac{D_p}{P_i(1-f)}$$

الشركة قبل حملة السهم العادية. يمكن استخراج كلفة السهم الممتازة: C_p : تكلفة السهم الممتازة؛ D_p : الأرباح السنوية؛

P_i : السعر السوقي للسهم الممتاز (بعلاوة أو بخصم)؛

f : تكاليف إصدار السهم الممتاز.

مثال 1: ترغب إحدى الشركات إصدار أسهم ممتازة بقيمة اسمية \$1000 بنسبة ربح 8% سنوياً، وتحمل

الشركة نفقات إصدار بنسبة 4% من سعر البيع

المطلوب: استخراج تكلفة التمويل بإصدار الأسهم الممتازة وفق البدائل التالية:

ii. إذا تم البيع للسهم الممتاز بالقيمة الاسمية \$1000؟

iii. إذا تم بيع السهم الممتاز بزيادة مقدارها 10% عن القيمة الاسمية؟

iv. إذا تم بيع السهم الممتاز بخصم مقداره 8% عن القيمة الاسمية؟

الحل 1: 1- في حال تم البيع بـ \$1000 فإن: الأرباح السنوية $(D_p) = 0.08 * 1000 = \$80$.

- تكاليف إصدار السهم الممتاز $(f) = 0.04 * 1000 = \$40$.

- بتعويض نجد: تكلفة السهم الممتازة $(C_p) = ((0.04 - 1) * 1000) = 80 \div (0.96 * 1000) = 80 \div 960 = 8.3\%$.

2- في حال تم البيع بعلاوة، عندئذ تكون التكلفة $= 80 \div 1056 = 7.5\%$.

3- إذا تم البيع بخصم، بما أن:

- تكاليف إصدار السهم الممتاز $(f) = 0.04 * 1000 = \$40$ ، ومنه: $1000 - 40 = \$960$.

- وبعد ما تم خصم 8% من القيمة الاسمية $= 0.08 * 960 = \$83.2$.

- تكلفة التمويل بإصدار الأسهم الممتازة $= 80 \div 883.2 = 9\%$.

مثال 02: يتقاضى أحد بنوك الاستثمار 5% كأتعاب وساطة على كل سهم ممتاز قيمة الاسمية \$100، يدفع

السهم أرباحاً موزعة بنسبة 10% من قيمة الإصدار. والسعر السوقي للسهم يبلغ \$90.

المطلوب:

احسب تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة وبين رأيك في هذه التكلفة إذا كان العائد على الاستثمار المتوقع 11%؟

الحل:

1- من خلال تطبيق العلاقة السابقة يتبين أن تكلفة الأسهم الممتازة $= 0.1 / 90(1 - 0.05) = 11.76\%$.

2- وبما أن العائد المتوقع على الاستثمار يساوي 11% وتكلفة التمويل بالأسهم الممتازة تساوي 11.76% إذاً

فهي أكبر من العائد مما يجعلنا نرفض التمويل بالأسهم الممتازة ونبحث عن بديل آخر.

ب- تكلفة الدين (Cost of Debt): وهي عبارة عن معدل العائد المطلوب من قبل المقرضين لقاء إقراض المشروع. وقد تكون هذه القروض محددة بفترة زمنية أو قروض مستمرة.

1- كلفة القروض المستمرة Ongoing Loans Cost:

وهي الديون التي تبقى بذمة المنشأة بشكل دائم ولا تُسدد خلال الحياة الإنتاجية للمنشأة. ويمكن حساب تكلفتها من خلال العلاقة التالية:

$$C_d = (i/p)100 \quad \text{التكلفة بعد الضريبة:}$$

$$C_d = (i/p)(1-T)$$

حيث: C_d : تكلفة الديون، I : الفوائد المدفوعة سنوياً، P : سعر بيع السند، T : نسبة الضريبة.

مثال 1: حصلت إحدى الشركات على قرض مستمر قيمته \$200000 وبسعر فائدة 10%، الضريبة المطبقة على هذه الشركة 50%.

المطلوب: ما هي تكلفة القرض على فرض أنه تم إصدار السندات بموجب الأسعار التالية:

- 1- السعر الاسمي؟
- 2- سعر الخصم 10%؟
- 3- علاوة 10%، علماً أنه لا توجد نفقات إصدار لذلك القرض؟

الحل: 1- الإصدار بالسعر الاسمي:

- كلفة القرض قبل الضرائب = $(20000 \div 200000) \times 100 = 10\%$.
- كلفة القرض بعد الضرائب (50%) = $(20000 \div 200000) \times (1 - 0,50) = 5\%$.

2- الإصدار بسعر خصم 10%:

- كلفة القرض قبل الضريبة = $(20000 \div 200000) \times 100 = 11.1\%$.
- كلفة القرض بعد الضريبة (50%) = $11.1\% \times (1 - 0,50) = 5.5\%$.

3- الإصدار بعلاوة 10%:

- قيمة القرض = $200000 \times 10\% = 20000$ ومن القيمة = 220000 .
- كلفة القرض قبل الضريبة = $(20000 \div 220000) \times 100 = 9\%$.
- كلفة القرض بعد الضريبة (50%) = $9\% \times (1 - 0,50) = 4.5\%$.

ب- تكلفة القروض المستردة Time-Specific Loans:

وهذا النوع من القروض يشكل التزاماً على المنشأة ويجب تسديده خلال فترة زمنية محددة. ويمكن

$$Cd = \frac{I + \frac{Dt - P}{N}}{\frac{Dt + P}{2}}$$

حساب تكلفة القروض المستردة وفقاً للعلاقة التالية:

حيث: Dt: القيمة الاسمية للسند، N: عدد السنوات حتى الاستحقاق، i: معدل الفائدة القرض أو كوبون السند؛
P: القيمة السوقية للسند، ويمكن الاستعاضة عن هذه القيمة بالقيمة الصافية للسند.

مثال 1:

أصدرت إحدى الشركات 100000 سند بقيمة اسمية \$1000 للسند وتستحق بعد 10 سنوات بمعدل فائدة 10% من قيمة السند الاسمية، وتحملت الشركة نفقات إصدار قدرها 5% من القيمة الاسمية، فإذا كانت نسبة ضريبة الدخل 40%.

المطلوب: حساب تكلفة هذه السندات؟

الحل 1:

$$\text{مبلغ الفائدة} = 1000 \times 10\% = \$100, \text{ ونفقات الإصدار} = 1000 \times 5\% = \$50.$$

$$\text{القيمة الصافية للسند} = 1000 - 50 = \$950.$$

وبعد تطبيق العلاقة ينتج أن هذه التكلفة قبل الضريبة = $\frac{100 + ((1000 - 950)/10)}{(1000 + 950)/2}$

$$= 10,77\%.$$

$$\text{- تكلفة السند بعد الضريبة (40\%)} = 10,77(1 - 0,4) = 6,46\%.$$

مثال 2: أصدرت إحدى الشركات 200000 سند بقيمة اسمية \$2000 للسند وتستحق الإطفاء بعد 10 سنوات بمعدل فائدة 10% من قيمة السند الاسمية، وتحملت الشركة نفقات إصدار قدرها 4% من القيمة الاسمية، فإذا كانت نسبة ضريبة الدخل 40%.

المطلوب: حساب تكلفة الإصدار؟

الحل 2:

$$Cd = \frac{I + \frac{Dt - P}{N}}{\frac{Dt + P}{2}}$$

نستخدم العلاقة السابقة:

$$Cd = \frac{200 + \frac{2000 - 1920}{10}}{\frac{2000 + 1920}{2}} = 10.6\%$$

$$\text{وتكون كلفة السند بعد الضريبة (40\%)} = 10,6(1 - 0,40) = 6,3\%.$$

ملاحظة: يمكن للسند أن يباع في السوق بعلاوة Premium وليس بخصم كما في المثال السابق.

مثال 3: يباع سند قيمته الاسمية \$1000 بخصم في السوق حيث يبلغ سعره في السوق \$950 يدفع السند فائدة سنوية مقدارها \$60 ويستحق بعد 20 سنة من الآن.

المطلوب: 1- أحسب تكلفة التمويل بالدين؟

2- أجب على الطلب الأول في حال كان السند يباع في السوق بسعر \$1100؟

الحل 3:

$$1- \text{ بعد تطبيق المعادلة: } C_d = \frac{60 + \frac{1000 - 950}{20}}{\frac{1000 + 950}{2}} = 6.41\%$$

- نجد أن العائد على السند يساوي **6,41%**

- أي أنه أكبر من معدل الفائدة الاسمي على السند والبالغ 6%.

2- في حال كان السند يباع بعلاوة (أي سعر السوق أكبر من السعر الاسمي) فإنه يمكن استخدام المعادلة

$$C_d = \frac{I + \frac{R}{n}}{\frac{P + D_t}{2}} \quad \text{التالية:}$$

حيث: R: تمثل العلاوة، وبالتطبيق في العلاقة السابقة ينتج ما يلي:

- حساب العلاوة (R) = 1100 - 1000 = **\$100**، وبعد تطبيق المعادلة نتحصل على العائد على السند = **6,19%**

ت- تكلفة الأرباح المحتجزة:

نقصد بالأرباح المحتجزة تلك الأرباح التي لا يتم توزيعها على حملة الأسهم من قبل الشركة. وقد يكون ذلك لعدة أسباب منها: التطور والنمو، دعم المركز المالي، للتحوط ضد مخاطر مستقبلية قد تتعرض لها الشركة. كما وتعتبر تكلفة الأرباح المحتجزة تكاليف ضمنية مساوية من الناحية النظرية إلى تكلفة الأسهم العادية، لأن الأرباح المحتجزة هي جزء من الأرباح المتاحة للتوزيع على المساهمين، وبصورة عامة إن تكلفة الأرباح المحتجزة هي أقل من تكلفة الأسهم العادية وذلك للسببين التاليين:

- أن الأرباح الموزعة تخضع للضريبة على الدخل وعند احتجازها فهي لا تخضع للضريبة؛

- أن إعادة استثمار الأرباح الموزعة من قبل المساهمين أنفسهم يخضع لعمولة الوسطاء، أي عند إعادة الاستثمار عن طريق شراء أوراق مالية في السوق المالي سيدفع المساهمون مبلغ إلى الوسطاء عند تنفيذ عمليات الاستثمار، بينما عندما تقوم الشركة بالتمويل بالأرباح المحتجزة فإنها لا تخسر عمولة الوسطاء.

$$\text{ويمكن حساب كلفة الأرباح المحتجزة بالمعادلة التالية: } C_e = C_s(1 - T)(1 - B)$$

حيث: C_e : تكلفة الأرباح المحتجزة، B: نسبة عمولة الوساطة، C_s : تكلفة التمويل بالأسهم العادية، T: الضريبة.

مثال 1:

تبلغ قيمة السهم العادي لإحدى الشركات في البورصة \$40 وترغب الشركة بزيادة رأس مالها بمبلغ \$100000 وتتحمل تكاليف إصدار على السهم العادي بمقدار \$2 فإذا كانت الشركة تخطط لدفع أرباح للسهم الواحد بمقدار \$3.25 وتتوقع أن ترتفع أرباحها بمقدار 5% سنوياً، وكانت الضريبة على الدخل 40%، ومقدار العمولة 2%.

المطلوب: حساب تكلفة الأرباح المحتجزة؟

الحل:

$$\text{تكلفة السهم العادي} = 0.05 + (38 \div 3,25) = 13,5\%$$

- باستخدام القانون السابق فإن تكلفة الأرباح المحتجزة:

$$Ce = Cs(1 - T)(1 - B) = 13,5\% \times (1 - 40\%)(1 - 2\%) = 7,93\% = 8\%$$

مثال 2:

تبلغ قيمة السهم العادي لإحدى الشركات في البورصة \$40 وترغب الشركة بزيادة رأس مالها بمبلغ \$200000 وتتحمل تكاليف إصدار على السهم العادي بمقدار \$4 فإذا كانت الشركة تخطط لدفع أرباح للسهم الواحد بمقدار \$6,5 وتتوقع أن ترتفع أرباحها بمقدار 5% سنوياً، وكانت الضريبة على الدخل 40%، ومقدار العمولة 2%.

المطلوب: حساب تكلفة الأرباح المحتجزة؟

الحل:

$$\text{تكلفة السهم العادي} = 0.05 + (36 \div 6,5) = 23,05\%$$

- باستخدام القانون السابق فإن تكلفة الأرباح المحتجزة:

$$Ce = 23,05\% \times (1 - 40\%) (1 - 0,02) = 13,55\%$$

مثال 3:

يباع السهم العادي لإحدى الشركات بمبلغ \$100 وترغب الشركة في إصدار أسهم جديدة بقصد زيادة رأس مالها بمبلغ \$100000 ومن المتوقع أن يكون عائد كل سهم مباع مساوياً لقيمتها السوقية، وكلفة الإصدار تبلغ 5%، فإذا كانت الشركة تخطط لدفع أرباح للسهم الواحد بمقدار \$4,75، ومن المتوقع أن تزيد الأرباح المتوقعة بنسبة 6% سنوياً، علماً أن معدل الضريبة المطبق على المساهمين هو 30%، ونسبة العمولة للوسطاء الماليين هي 3%.

المطلوب:

1- أحسب تكلفة الإصدار الجديد للأسهم العادية؟، 2- أحسب تكلفة الأرباح المحتجزة؟

الحل:

$$1- \text{تكلفة السهم العادية} = 0.06 + (((0.05-1)100) \div 4,7) = 10.95\% = 11\%$$

2- تكلفة الأرباح المحتجزة:

$$C_e = 11\% \times (1 - 0,30) (1 - 0,03) = 0.11 \times (0.70) (0.97) = 7,5\%$$

4. التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال:

(Cout Moyen Pondéré du Capital (CMPC) / Weighted Average Cost of Capital (WACC))

○ تعريف:

هي الحد الأدنى للعائد الذي يقبل به أصحاب رأس المال (الملاك والدائنين) لتمويل المشروع؛ أو هي الحد الأدنى للعائد الذي يجب أن تحققه الشركة على استثماراتها حتى تظل القيمة السوقية للشركة دون تغيير. ويتم قياسه من خلال حساب متوسط تكلفة حقوق الملكية (الأسهم العادية والممتازة) وتكلفة الديون (القروض المصرفية والسندات)، على أن يرجع بنسبة كل مصدر منهما في رأس المال.

$$CMPC = \underbrace{\frac{D}{D+E} K_D}_{\text{معامل ترجيح الديون في رأس المال}} + \underbrace{\frac{E}{D+E} K_E}_{\text{معامل ترجيح حقوق الملكية في رأس المال}}$$

$$K_D = \frac{i}{1-T} (1 - t) \Rightarrow KD = i(1 - T)$$

$$CMPC = \frac{D}{D+E} i(1 - T) + \frac{E}{D+E} K_E$$

CMPC: التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال؛

K_D : تكلفة الديون (قروض مصرفية طويلة وقصيرة الأجل أو سندات)؛ E : حقوق الملكية (الأموال الخاصة)؛

K_E : تكلفة حقوق الملكية E ؛ أسهم عادية وممتازة (الأموال الخاصة)؛ D : ديون؛ i : معدل الفائدة القرض أو كوبون

السند؛

$D+E$: مجموع رأس المال أو الأصل الاقتصادي أو رأس مال المستثمر في مشروع اقتصادي؛ T : معدل ضريبة الدخل.

○ أهمية تكلفة رأس المال:

- تعظيم قيمة المؤسسة، من خلال اختيار هيكل رأس المال (مزيج التمويل) ذو التكلفة الأقل والمخاطر المالية الأقل؛
- تقييم واختيار المشاريع الاستثمارية، من خلال حساب قيمة حالية صافية بخصم التدفقات النقدية بمعدل تكلفة رأس المال؛

- تقييم الأداء المالي، من خلال مقارنة معدل المردودية الفعلية للمشروع مع تكلفة رأس المال؛

- الحكم على ملاءمة قرارات توزيع الأرباح، من خلال تأثيرها على تكلفة رأس المال.

○ التكلفة المتوسطة المرجحة:

وهي تعني هيكل التمويل للمشروع. وتُحسب على أساس المعدل المرجح لنسبة مساهمة كل مصدر في هيكل تمويل الشركة. ويتم ذلك عن طريق إعطاء وزن نسبي لكل عنصر من المصادر وضربه بالكلفة المقابلة. ويمكن توضيح ذلك من خلال المثال التالي:

مثال 1: تقوم إحدى الشركات بتنفيذ مشروع جديد بقيمة \$200000 وبمعدل عائد 10% ولغرض توفير المال اللازم للاستثمار الجديد اقترح المدير المالي مصادر التمويل التالية:

مصادر التمويل	القيمة	التكلفة
قروض مصرفية	60000	2.5%
الأسهم الممتازة	20000	6%
الأسهم العادية	40000	10%
الأرباح المحتجزة	80000	10%

المطلوب:

حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال مبيناً رأيك بمصادر التمويل مقارنة بالعائد على الاستثمار.

مصادر التمويل	القيمة السوقية MV	التكلفة C	الوزن النسبي MVF	الأهمية النسبية MVF X C
قروض مصرفية	60000	2.5%	30%	0.0075
الأسهم الممتازة	20000	6%	10%	0.006
الأسهم العادية	40000	10%	20%	0.02
الأرباح المحتجزة	80000	10%	40%	0.04
المجموع	200000	28.5%	100%	7.53%

الحل 1:

1- حساب الوزن النسبي لكل مصدر تمويل على أساس القيمة السوقية MVF وذلك بقسمة القيمة السوقية

لكل شركة على مجموع القيم السوقية كالتالي: $MVF = MV / \sum MV$

$$MVF_1 = 60000 / 200000 = 30\% \quad \text{بحيث:}$$

2- حساب الأهمية النسبية بضرب التكلفة لكل مصدر تمويل مع الوزن النسبي بحيث:

$$D = 0.025 \times 0.3 = 0.0075$$

3- حساب تكلفة متوسطة بدون ترجيح: $(2.5 + 6 + 10 + 10) / 4 = 28.5 / 4 = 7.125\%$

4- حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال:

$$CMPC = K_D(D/D+E) + K_E(E/D+E)$$

$$CMPC = K_1 + K_2 + K_3 + K_4 = 0.0075 + 0.006 + 0.02 + 0.04 = 7.53\%$$

وعند المقارنة بين معدل العائد والذي يساوي 10% وبين تكلفة التمويل والبالغة 7.53%، نلاحظ بأن هذه التشكيلة تعتبر مجدية.

مثال رقم 02: تعطى مكونات هيكل رأس المال لمؤسسة بالقيمة السوقية، وتكلفة كل مصدر فيه كما يلي:

مصادر تمويل المشروع	القيمة السوقية	تكلفة الأصدار
القرض المصرفي	3 مليون دج	6%
الأسهم الممتازة	2 مليون دج	11%
الأسهم العادية	5 مليون دج	16%
المجموع	10 مليون دج	33%

المطلوب: استخراج أو أحسب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال CMPC؟

الحل مثال رقم 02:

بتطبيق نفس العلاقة السابقة كما يلي:

مصادر تمويل المشروع	القيمة السوقية	تكلفة	الوزن النسبي	الأهمية النسبية
القرض المصرفي	3 مليون دج	6%	30%	0.018
الأسهم الممتازة	2 مليون دج	11%	20%	0.022
الأسهم العادية	5 مليون دج	16%	50%	0.08
المجموع	10 مليون دج	33%	100%	12%

1- حساب الوزن النسبي (نسب التوزيع) لكل مصدر في رأس المال ككل:

○ القرض: $0.3 = 10/3 = 30\%$

○ الأسهم الممتازة: $0.2 = 10/2 = 20\%$

○ الأسهم العادية: $0.5 = 10/5 = 50\%$ ، مجموع نسب التوزيع = 1

2- حسب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال:

$$CMPC = K_D(D/D+E) + K_E(E/D+E)$$

$$CMPC = 6(3/10) + 11(2/10) + 16(5/10) = 12\%$$

3- تكلفة متوسطة بدون ترجيح: $33/3 = 11\%$

الاختبارات مع الحل النموذجي

أولاً/ الاختبار الدورة العادية

ثانياً/ الاختبار الدورة الاستدراكية



الكلية / ميدان: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
القسم / شعبة: العلوم الاقتصادية
تخصص: اقتصاد نقدي ومالي
السداسي: السادس
المقياس: الأسواق المالية وأسواق مالية
الأستاذ (ة): د. عبد الحفيظ خزان
الدورة: الدورة العادية من 24 جانفي إلى 19 ماي
السنة الجامعية: 2025/2024

الاختبار الأول لمقياس الأسواق المالية

لطلبة: الثالثة لسانس اقتصاد نقدي ومالي

السؤال الأول: أجب ب: (صح/خطأ) بدون تعليل؟

1. يمكن للمؤسسات وهيئات ذات أهداف غير ربحية أن توظف ما لديها من فوائض مالية واستثمارها في سوق الأوراق المالية؟
2. يحسب نصيب السهم من الأرباح الموزعة بضرب القيمة الاسمية في نسبة توزيع؟
3. تعكس أسعار الأسهم في الأسواق المالية الفعالة جميع المعلومات المتاحة (التاريخية والعامة والداخلية)؟
4. في سوق رأس المال يتم اصدار وتداول الأوراق المالية (الأسهم وسندات) في سوق الثانوية؟
5. كلما زاد معدل العائد المطلوب، انخفضت القيمة الحالية للسهم؟
6. السوق المالي غير الفعال يسمح بتحقيق أرباح غير عادية بسهولة؟
7. يحق لحامل السهم الممتاز التصويت في الجمعية العامة للمساهمين؟
8. تنخفض تكلفة الأسهم الممتازة كلما ارتفعت عمولة الإصدار؟

السؤال الثاني: وضح ما يلي:

1. ما الهدف من المضاربة في سوق الأوراق المالية؟
2. هل يمكن تجنب الأزمات المالية في المستقبل؟
3. ماذا يقصد بالسيولة في سوق الأوراق المالية؟

السؤال الثالث: تقوم إحدى الشركات بتنفيذ مشروع جديد وبمعدل عائد 10.56% ولغرض توفير المال اللازم للاستثمار الجديد اقترح المدير المالي مصادر التمويل التالية: حيث أن قيمته الإجمالية 2000000 دج بلغ عدد الأسهم العادية 10000 سهم سعر السهم 45 دج وقيمة اسمية 35 دج وتكلفة بـ 14%، وكانت الأسهم الممتازة 12500 سهماً ممتازاً، سعر السهم الممتاز في السوق 52 دج بتكلفة 12%؛ وقروض مصرفي بقيمة 730000 دج بسعر فائدة 9.7% ومعدل الضريبة 15%، والأرباح المحتجزة بتكلفة 6%.

المطلوب: حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال مبيناً رأيك بمصادر التمويل مقارنة بالعائد على الاستثمار؟

السؤال الرابع: تبلغ القيمة الاسمية لسهم إحدى الشركات بـ 46\$، بحيث تقل عن السوقية بـ 4\$ وترغب الشركة في إصدار أسهم عادية جديدة بهدف زيادة رأس مالها بمقدار 1.250.000\$ بسعر السوق، ومن المتوقع أن يكون العائد لكل سهم مباع يساوي للقيمة السوقية للسهم وبلغت تكاليف الإصدار 2.4%، وتوقع الشركة أن توزع أرباحاً لكل سهم بمعدل 3.7%، وتوقع أن تزيد أرباحها بنسبة 7.44% سنوياً، علماً أن معدل الضريبة المطبق على المساهمين هو 27%، ونسبة العمولة للوسطاء الماليين هي: 2.7%.

- 1- كم سهماً يجب على الشركة إصداره؟
- 2- أحسب تكلفة السهم العادي؟
- 3- أحسب التكلفة الاجمالية لتمويل بالأسهم العادية؟
- 4- أحسب تكلفة الأرباح المحتجزة؟
- 5- كيف تؤثر تكلفة الإصدار في وضع ذلك.



الكلية / ميدان: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
القسم / شعبة: العلوم الاقتصادية
تخصص: اقتصاد نقدي ومالي
السداسي: السادس

المقياس: الأسواق المالية وأسواق مالية
الأستاذ (ة): د. عبد الحفيظ خزان
الدورة: الدورة العادية من 24 جانفي إلى 19 ماي
السنة الجامعية: 2025/2024

الإجابة النموذجية للاختبار الأول لمقياس الأسواق المالية

طلبة: ثالثة لسانس اقتصاد نقدي ومالي

السؤال الأول (04 نقطة): أجب ب: (صح/خطأ) بدون تعليل؟ كل إجابة صحيحة على سؤال ب 0.5 نقطة
يمكن تلخيص النتائج السابقة في الجدول التالي:

8	7	6	5	4	3	2	1
خطأ	خطأ	صح	صح	خطأ	صح	صح	صح

السؤال الثاني (03 نقطة): وضع ما يلي: كل إجابة صحيحة على سؤال ب 01 نقطة

1. ما الهدف من المضاربة؟

الإجابة: هو تحقيق الربح وليس الاستثمار بحيث يتم شراء الأسهم عند انخفاض قيمتها مع العلم (تنبأ) بارتفاعها مستقبلاً
وبيعها عند الارتفاع وتحقيق الربح من الفرق بين سعر الشراء والبيع. (01 نقطة)

2. هل يمكن تجنب الأزمات المالية في المستقبل؟

الإجابة: من الصعب تجنب الأزمات المالية تماماً بسبب تعقيد الأسواق المالية، لكن من الممكن التقليل من حدوثها أو أثرها
من خلال: 1- تعزيز الشمول المالي والرقابة. 2- تنوع الاقتصاد لتجنب الاعتماد على قطاع واحد كالمحروقات في الجزائر. 3-
بناء احتياطات مالية (مثل الصندوق السيادي للنرويج). 4- التعاون الدولي عبر مؤسسات مثل صندوق النقد الدولي.
..... (01 نقطة)

3. ماذا يقصد بالسيولة؟

الإجابة: تشير السيولة في سوق الأوراق المالية إلى قدرة الأصول المالية (مثل الأسهم، السندات، أو الصكوك) على أن يتم
تحويلها إلى نقد بسرعة وسهولة دون التأثير الكبير على سعرها. بمعنى آخر، السيولة تعكس مدى سهولة شراء أو بيع الأداة
المالية في السوق دون أن يواجه المستثمر صعوبة كبيرة أو يخسر جزءاً كبيراً من قيمتها السوقية. (01 نقطة)

السؤال الثالث (06 نقطة):

مصادر التمويل	العدد	السعر	القيمة السوقية MV	التكلفة C	الوزن النسبي MVF	الأهمية النسبية MVF X C
الأسهم العادية	10000	45 دج	450000	14%	22.5%	0.031500
الأسهم الممتازة	12500	52 دج	650000	12%	32.5%	0.039000
قروض مصرفية	1	730000	730000	8.245%	36.5%	0.030076
الأرباح المحتجزة	1	170000	170000	6%	8.5%	0.005100
المجموع	-	-	2000000	-	100%	10.5676%

1- حساب قيمة السوقية لكل من: (01 نقطة)

الأسهم العادية: $45 \times 10000 = 450000$ دج؛ الأسهم الممتازة: $52 \times 1250 = 65000$ دج

الأرباح المحتجزة: $(450000 + 730000 + 650000 + 830000) / 2000000 = 2000000$ ومنه: 170000 دج

2- حساب تكلفة القروض: $9.7\% (1 - 15\%) = 8.245\%$ (01 نقطة)

3- حساب الوزن النسبي لكل مصدر تمويل على أساس القيمة السوقية MVF وذلك بقسمة القيمة السوقية

لكل مصدر على مجموع الإجمالي للقيمة السوقية كالتالي: $MVF = MV / \sum MV$

بحيث: $MVF_1 = 450000 / 2000000 = 22.5\%$ (01 نقطة)

4- حساب الأهمية النسبية بضرب التكلفة C لكل مصدر تمويل مع الوزن النسبي MVF بحيث: $MVF \times C$

..... $D_1 = 0.225 \times 0.14 = 0.0315$ (01 نقطة)

5- حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال: (01 نقطة)

$$CMPC = (D/D+E)i(1-T) + (D/D+E)K_{D2} + (E/D+E)K_{E1} + (E/D+E)K_{E2}$$

$$CMPC = K_1 + K_2 + K_3 + K_4 = 0.030076 + 0.0051 + 0.039 + 0.0315 = 10.5676\%$$

وعند المقارنة بين معدل العائد والذي يساوي 10.56% وبين تكلفة التمويل والبالغة 10.5676% ، نلاحظ

بأن هذه التشكيلة تعتبر غير مجدية. (01 نقطة)

السؤال الرابع (07 نقطة):

1- كم سهماً يجب على الشركة إصداره؟

حساب سعر السوق (بيع) $= \$4 + \$46 = \$50$ (01 نقطة)

$$25000 = 50 / (1 \times 1250000) = N \quad \left\{ \begin{array}{l} \text{1 سهم} \leftarrow \$50 \\ N \leftarrow \$1250000 \end{array} \right.$$

إذا يجب إصدار **25000 سهماً** (01 نقطة)

2- حساب تكلفة التمويل بسهم العادي؟

تكلفة التمويل للسهم العادي $= (50 \times 3.7\% + (50 \times (1 - 2.4\%) \times 7.44\%)) / 100 = 11.23\%$ (02 نقطة)

3- أحسب قيمة تكلفة التمويل الاجمالية بالأسهم العادية؟

$$\text{وهناك طريقتين: أولاً } \$140375 = 11.23\% \times \$1250000$$

$$\text{ثانياً } \$5.615 = 13.30\% \times \$50$$

..... $\$140375 = 25000 \times \5.615 (01 نقطة)

4- حساب تكلفة الأرباح المحتجزة:

$$Ce = 11.32\% \times (1 - 0.27) (1 - 0.027) = 0.1132 \times (0.73) (0.973) = 8.04\%$$

5- كيف تؤثر تكلفة الإصدار؟ وضح ذلك

تكلفة الإصدار تؤثر بشكل مباشر على صافي العائد الذي يحصل عليه المستثمرون من الأسهم الجديدة. كلما زادت تكلفة

الإصدار، كلما انخفضت القيمة الصافية التي يحصل عليها المستثمرون، مما قد يؤدي إلى:

• زيادة تكلفة رأس المال: إذا كانت تكلفة الإصدار مرتفعة، فإن تكلفة رأس المال ستزيد، مما يؤثر على قرارات الاستثمار؛

• تأثير على العائد المتوقع: قد يؤدي ارتفاع تكلفة الإصدار إلى تقليل العائد المتوقع للمستثمرين، مما قد يجعل الأسهم أقل جاذبية؛

• تأثير على قرار إصدار الأسهم: إذا كانت تكلفة الإصدار مرتفعة جداً، قد تفكر الشركة في خيارات تمويل أخرى.

يجب على الشركات أن تأخذ في اعتبارها تكلفة الإصدار عند اتخاذ قرارات التمويل، حيث يمكن أن تؤثر على استراتيجيات

النمو والربحية. (01 نقطة)



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الشهيد حمّة لخضر - الوادي
Echahid Hamma Lakhdar University - El Oued



المقياس: الأسواق المالية

الكلية / ميدان: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الأستاذ (ة): د. عبد الحفيظ خزان

القسم / شعبة: العلوم الاقتصادية

الدورة: الاستدراكية من 24 جانفي إلى 19 ماي

تخصص: اقتصاد نقدي ومالي

السنة الجامعية: 2025/2024

السداسي: السادس

الفوج:

الاسم واللقب الطالب (ة):

الاختبار الدورة الاستدراكية لمقياس الأسواق المالية

لطلبة: ثالثة لسانس اقتصاد نقدي ومالي

السؤال الأول: أجب ب: (صح/خطأ) بدون تعليل؟

1. لا يمكن تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية؟ (.....)
2. تعكس أسعار الأسهم في الأسواق المالية الفعالة المعلومات التاريخية فقط؟ (.....)
3. توجد علاقة مباشرة بين أسواق المشتقات المالية وأسواق الأصول الأساسية؟ (.....)
4. تختلف القيمة الدفترية للسهم في بداية نشاط الشركة مع القيمة الاسمية؟ (.....)
5. كلما زاد معدل العائد المطلوب، انخفضت القيمة الحالية للسهم؟ (.....)
6. تنخفض تكلفة الأسهم الممتازة كلما انخفضت عمولة الإصدار؟ (.....)
7. يحق لحامل السهم الممتاز التصويت في الجمعية العامة للمساهمين؟ (.....)
8. تكون القيمة الدفترية للسهم في بداية نشاط الشركة متساوية مع القيمة الاسمية؟ (.....)

السؤال الثاني: وضح ما يلي:

4. عرف أحدهما: الأسواق الأوراق المالية أو أسواق الأوراق المالية الإسلامية؟

.....
.....
.....

5. ما الفرق بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية؟

.....
.....
.....

1. اذكر أنواع سوق الأوراق المالية الكفاء باختصار؟

.....
.....
.....

1. ماهي العلاقة بين درجة المخاطرة وحجم الاستثمار، مع التعليل؟

.....
.....
.....

السؤال الثالث: سهم عادي قيمته الاسمية 63 دج سيعرض للبيع بـ 50 دج عمولة الإصدار 0.9 دج، نصيب السهم من الأرباح الموزعة السنوية 2.42 دج. المطلوب: حساب تكلفة التمويل إذا علمت أن معدل نمو الأرباح 8%.

السؤال الثالث: تقوم إحدى الشركات بتنفيذ مشروع جديد بقيمة \$200000 وبمعدل عائد 8% ولغرض توفير المال اللازم للاستثمار الجديد اقترح المدير المالي مصادر التمويل التالية:

مصادر التمويل	القيمة	التكلفة
قروض مصرفية	260000	2.5%
الأسهم الممتازة	300000	6.3%
الأسهم العادية	430000	14%
الأرباح المحتجزة	810000	8.2%

المطلوب: 1- احسب التكلفة غير مرجحة لرأس المال؟ 2- احسب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال (WACC) وغير مرجحة اعتمادًا على بيانات التمويل المتاحة؟ 3- هل يُنصح بتمويل المشروع في ضوء العائد المتوقع؟

بالتوفيق للجميع



المقياس: الأسواق المالية

الكلية / ميدان: كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

الأستاذ (ة): د. عبد الحفيظ خزان

القسم / شعبة: العلوم الاقتصادية

الدورة: الاستدراكية من 24 جانفي إلى 19 ماي

تخصص: اقتصاد نقدي ومالي

السنة الجامعية: 2025/2024

السادس: السادس

الإجابة النموذجية للاختبار الدورة الاستدراكية لمقياس الأسواق المالية

لطلبة: ثالثة لسانس اقتصاد نقدي ومالي

السؤال الأول (06 نقطة): أجب بـ: (صح/خطأ) بدون تعليل؟ كل إجابة صحيحة على سؤال بـ 0.75 نقطة

يمكن تلخيص النتائج السابقة في الجدول التالي:

8	7	6	5	4	3	2	1
صح	خطأ	صح	صح	خطأ	صح	خطأ	خطأ

1. لا يمكن تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية؟ (خطأ)
2. تعكس أسعار الأسهم في الأسواق المالية الفعالة المعلومات التاريخية فقط؟ (خطأ)
3. توجد علاقة مباشرة بين أسواق المشتقات المالية وأسواق الأصول الأساسية؟ (صح)
4. تختلف القيمة الدفترية للسهم في بداية نشاط الشركة مع القيمة الاسمية؟ (خطأ)
5. كلما زاد معدل العائد المطلوب، انخفضت القيمة الحالية للسهم؟ (صح)
6. تنخفض تكلفة الأسهم الممتازة كلما انخفضت عمولة الإصدار؟ (صح)
7. يحق لحامل السهم الممتاز التصويت في الجمعية العامة للمساهمين؟ (خطأ)
8. تكون القيمة الدفترية للسهم في بداية نشاط الشركة متساوية مع القيمة الاسمية؟ (صح)

السؤال الثاني (06 نقطة): وضح ما يلي: كل إجابة صحيحة على سؤال بـ 0.5 نقطة

4. عرف أحدهما: الأسواق الأوراق المالية أو أسواق الأوراق المالية الإسلامية؟

- **الأسواق الأوراق المالية:** هي سوق منظمة لتداول بالأوراق المالية (أسهم، سندات) بيعاً وشراءً، حيث تساهم في انتقال الأصول المالية مباشرة من الوحدات ذات الفائض (أفراد والمؤسسات الأعمال وقطاعات أخرى) إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي، بما يساهم في زيادة معدلات النمو الاقتصادي؛ ويتم التداول هذه الأصول المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين (الوسطاء الماليين) في هذا النوع من التعامل. ولا بد أن يلتزم كل طرف من أطراف التعاقد في السوق بالقوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها. وتقوم على إدارة السوق هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ تلك القوانين واللوائح في مكان ثابت ومعلوم.

- أسواق الأوراق المالية الإسلامية: هي أسواق مالية تتداول فيها الأوراق المالية (مثل الأسهم والسندات والصكوك) التي تتوافق مع مبادئ الشريعة الإسلامية. تتمثل هذه المبادئ في تجنب الأنشطة التي تتعارض مع القيم الإسلامية مثل الربا (الفائدة) والمقامرة (الغرر) والأنشطة التي تضر بالمجتمع مثل صناعة الكحول أو التبغ. (01.5 نقطة)

5. هل يمكن تجنب الأزمات المالية في المستقبل؟

العقود الآجلة (Forward Contracts): هي عقود ملزمة بين طرفين لشراء أو بيع أصل معين في وقت مستقبلي بسعر محدد. إلا أن العقود الآجلة يتم تنظيمها خارج البورصات، بين الأطراف مباشرة (بشكل خاص)، ولا يتم تداولها في أسواق مالية منظمة. أما العقود المستقبلية (Futures Contracts): هي عقود ملزمة بين طرفين لشراء أو بيع أصل معين (مثل السلع أو العملات أو الأسهم) في تاريخ مستقبلي بسعر محدد مسبقاً. يتم تداول هذه العقود في أسواق مالية منظمة مثل بورصات العقود المستقبلية؛ تتميز العقود المستقبلية بالنمطية في حين العقود الآجلة لكل عقد شروطه. (0.1 نقطة) تشترط العقود المستقبلية دفع متطلبات الهامش عند إجراء كل صفقة على العقد المستقبلي أما العقود الآجلة فلا تشترط على دفع أي متطلبات للهامش فهي تحتوي على مخاطر الطرف المقابل. (0.5 نقطة)

6. ماهي العلاقة بين درجة المخاطرة وحجم الاستثمار، مع التعليل؟

- العلاقة بين درجة المخاطرة وحجم الاستثمار علاقة عكسية؛ (0.5 نقطة)
- التعليل: فكلما زادت المخاطرة في اقتصاد ما أدى إلى عزوف المستثمرين عن الاستثمار لعدم قدرتهم على تحمل تلك المخاطر المرتفعة، وبالتالي انخفاض حجم الاستثمار، وكذلك العكس. (0.1 نقطة)

7. اذكر أنواع سوق الأوراق المالية الكفاء باختصار؟ تقسم إلى نوعين من الكفاءة هما كتالي

(1) الكفاءة الكاملة (التامة): السوق الكفاء في ظل مفهوم الكفاءة الكاملة يعني أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغييراً فورياً في السعر، بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة. (0.75 نقطة)
(2) الكفاءة الإقتصادية: سوق الأوراق المالية التي تتمتع بالكفاءة الإقتصادية هي السوق التي تتأخر فيها المعلومات قليلاً من الوصول إلى السوق، ويكون فيها تباطؤ زمني بين المعلومات الواردة إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية، بمعنى وجود فترة زمنية تحول دون استيعاب الأسعار للمعلومات المتدفقة إلى السوق على وجه السرعة. وهذا ما يُفضي إلى انحراف القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية لشيء من الوقت. (0.75 نقطة)

السؤال الثالث (02 نقطة):

- حساب تكلفة التمويل إذا علمت أن معدل نمو الأرباح 8%.

بتطبيق المعادلة:

$$\text{تكلفة التمويل} = \frac{\text{الربح المتوقع للسهم}}{\text{سعر السهم السوقي} - \text{مصاريف الإصدار (البيع)}} \times 100 + (\text{معدل نمو الأرباح}) \quad \text{..... (0.5 نقطة)}$$

نجد: تكلفة التمويل للسهم العادي = $2.42 / (0.9 - 50) \times 100 + 8\% = 12.93\%$ (01.5 نقطة)

السؤال الرابع (06 نقطة):

الأهمية النسبية $MVF \times C$	الوزن النسبي MVF	التكلفة C	القيمة السوقية MV	مصادر التمويل
0.0036100	%14.44	%2.5	260000	قروض مصرفية
0.0104958	%16.66	%6.3	300000	الأسهم الممتازة
0.0334320	%23.88	%14	430000	الأسهم العادية
0.0369000	%45.00	%8.2	810000	الأرباح المحتجزة
%8.44	%100	%31	1800000	المجموع

- حساب الوزن النسبي لكل مصدر تمويل على أساس القيمة السوقية MVF وذلك بقسمة القيمة السوقية لكل

شركة على مجموع القيم السوقية كالتالي: $MVF = MV / \sum MV$

بحيث: $MVF_1 = 260000 / 1800000 = 14.44\%$ (02 نقطة)

- حساب الأهمية النسبية بضرب التكلفة لكل مصدر تمويل مع الوزن النسبي بحيث:

$D = 0.025 \times 0.1444 = 0.00361$ (01 نقطة)

1- حساب تكلفة متوسطة بدون ترجيح: $(2.5+6.3+14+8.2)/4 = 31/4 = 7.75\%$ (01 نقطة)

2- حساب التكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال:

$$CMPC = K_D(D/D+E) + K_E(E/D+E)$$

$$CMPC = K_1 + K_2 + K_3 + K_4 =$$

$$0.00361 + 0.0104958 + 0.033432 + 0.0369 = 8.44\%$$

3- وعند المقارنة بين معدل العائد والذي يساوي 8% وبين تكلفة التمويل والبالغة 8.44%، نلاحظ بأن هذه

التشكيلة تعتبر غير مجدية. (01 نقطة)

بالتوفيق للجميع