



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة الشهيد حمه لخضر بالوادي

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير



قسم العلوم التجارية

مطبوعة دروس في مقياس

# بورصة البضائع

موجهة لطلبة سنة ثالثة مالية وتجارة دولية

من إعداد الدكتور : خضير عقبة

السنة الجامعية: 2024/2023



## فهرس المحتويات

| الصفحة | الفهرس                                          |
|--------|-------------------------------------------------|
| 03     | مقدمة                                           |
| 04     | المحور الأول : الإطار العام للبورصة             |
| 04     | أولا: نشأة وتطور البورصة                        |
| 07     | ثانيا : التركيب البنوي للبورصة                  |
| 12     | ثالثا: مؤشرات أداء البورصة                      |
| 21     | رابعا : أهم المؤشرات للبورصات العالمية والعربية |
| 27     | المحور الثاني : إجراءات وتنظيم البورصة          |
| 27     | أولا : تنظيم وسير البورصة                       |
| 28     | ثانيا : المتعاملون في البورصة                   |
| 31     | ثالثا : قواعد وإجراءات التعامل في البورصة       |
| 34     | رابعا : عمليات البورصة                          |
| 37     | المحور الثالث: مدخل التحليل الأساسي في البورصة  |
| 64     | المحور الرابع: مدخل للتحليل الفني في البورصة    |
| 77     | المحور الخامس : بورصة البضائع                   |
| 77     | أولا : ماهية بورصة البضائع                      |
| 78     | ثانيا : المتعاملون في بورصة البضائع             |
| 80     | ثالثا : قواعد وإجراءات التعامل في البورصة       |
| 84     | المحور السادس : السلع الدولية                   |
| 84     | أولا : تعريف السلع الدولية                      |
| 84     | ثانيا : خصائص وأنواع السلع الدولية              |
| 85     | ثالثا: الغرض من التعامل في السلع الدولية        |
| 86     | رابعا : التعاقد على السلع الدولية               |
| 89     | خامسا : صور وأنواع التعامل في السلع الدولية     |
| 93     | المحور السابع : العقود الآجلة                   |
| 93     | أولا: تعريف العقود الآجلة                       |
| 93     | ثانيا : خصائص العقود الآجلة                     |

|     |                                      |
|-----|--------------------------------------|
| 95  | المحور الثامن : عقود الخيار          |
| 95  | أولا : تعريف عقود الخيار             |
| 96  | ثانيا : تقسيمات عقود الخيار          |
| 103 | المحور التاسع: العقود المستقبلية     |
| 103 | أولا : تعريف العقود المستقبلية       |
| 103 | ثانيا : أنواع العقود المستقبلية      |
| 105 | المحور العاشر : عقود المبادلة        |
| 105 | أولا : تعريف عقود المبادلة           |
| 105 | ثانيا : خصائص عقود المبادلة          |
| 106 | ثالثا : أنواع عقود المبادلة          |
| 109 | المحور الحادي عشر : التسوية والمقاصة |
| 109 | أولا : المقاصة                       |
| 109 | ثانيا: التسوية                       |
| 111 | المراجع                              |

تعتبر بورصة البضائع سوق مركزياً يتم فيه تداول السلع الأساسية والسلع الجاهزة بين المشتريين والبائعين، وهي من أقدم أنواع الأسواق المالية، حيث تاريخها يعود إلى العصور القديمة حيث كانت تتم المبادلات التجارية والتجارة الدولية. وتلعب بورصات البضائع دوراً مهماً في توفير بيئة تجارية مستقرة وشفافة لتبادل السلع بين البائعين والمشتريين، فهي تعد مكاناً حيوياً للتداول والتسعير للعديد من السلع الأساسية مثل النفط، الغاز الطبيعي، الذهب، الفضة، القمح، القطن، والعديد من السلع الأخرى، ويتم تداول هذه السلع بأسعار محددة وفقاً للعرض والطلب والعوامل الاقتصادية والسياسية العالمية.

توفر بورصة البضائع فرصاً للمشاركين في السوق لحماية أنفسهم من تقلبات الأسعار من خلال استخدام آليات مثل العقود الآجلة والخيارات، فهي تقدم بيئة مالية محكمة وشفافة، مما يسهل على المستثمرين والتجار المشاركة في السوق واتخاذ القرارات المناسبة. كما تلعب دوراً هاماً في توفير آليات لتسوية المعاملات وتخفيض مخاطر التداول، كما تعتبر بورصات البضائع مؤشراً هاماً لصحة الاقتصاد العالمي، حيث يمكن استخدام تحركات الأسعار في هذه البورصات لتحليل الاتجاهات الاقتصادية العامة.

إن الهدف من انجاز هذه المطبوعة هو الإلمام بالإطار النظري للبورصة البضائع من مفاهيم وإجراءات... الخ، مع توضيح أدوات التعامل فيها وتبسيط مختلف أساليب البيوع الحاضرة والآجلة للبضائع مع كيفية تسعيرها والتعامل بها.

### المحور الأول : ماهية البورصة

إن نشأة سوق الأوراق المالية ارتبطت بظروف واحتياجات التطور الاقتصادي للدول، فهي تعتبر الركيزة الأساسية للنهوض بالاقتصاد، حيث تمثل آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي. ويشير الواقع إلى أن الأسواق المالية تلعب دورا مهما في دفع عجلة النمو الاقتصادي وذلك لدورها في تنويع مصادر التمويل وتخفيض تكاليفه.

### أولا : مفهوم البورصة

#### 1- نشأة وتطور البورصة :

ترجع كلمة بورصة (*Bourse*) إلى مصدرين أولهما إلى اسم أحد كبار التجار الأغنياء وكان اسمه فان دي بورص (*van den Bourse*) وكان يقيم في مدينة بروج البلجيكية (*Brouges*)، حيث كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار، ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع في التجار وتتم فيه عمليات الشراء والبيع.

أما الثاني فهو اسم فندق في مدينة بروج كانت تزين واجهته شعار عملة على ثلاث أكياس (*Trois Bourse*) ، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين لتصريف الأعمال، ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه الأفراد لتصريف الأعمال بالشراء والبيع.

ويعتبر المؤرخون أن عام 1339 هو تاريخ أول ظهور لمفهوم البورصة، " وتعود البدايات الأولى للظهور وتشكل أسواق الأوراق المالية إلى القرن السادس عشر ميلادي حيث عرف بإسم البورصات، وذلك عند نشأة وتأسيس الشركات المساهمة الكبرى وتقسيم رأسمالها إلى حصص متساوية سميت بالأسهم في القرن السادس عشر والسابع عشر وقامت هذه الشركات من الإقراض من الناس عن طريق أدوات الدين المعروفة اليوم بالسندات، وبعد ذلك نشأت الحروب بين الدول، الأمر الذي أعوزهم

للإقراض من الشعوب والمؤسسات أيضا بهذه الأدوات ، وكان التداول بهذه الأدوات عندما ظهرت ويتم في البورصات التي يتداول فيها السلع والأوراق التجارية، ولم يكن بينها خط فاصل ثم انشقت بعد ذلك ليتم التداول على الأوراق المالية في المقاهي وقارعة الطريق. وبعدها تأسست أول مرة بورصة الأوراق المالية في لندن عام 1773م، وتأسست بورصة باريس عام 1808م، ثم بورصة نيويورك عام 1821م ، ثم توالى إنشاء بورصات الأوراق المالية في العالم.

وحتى القرن التاسع عشر كانت عمليات التبادل والاتفاقات التجارية وعمليات البنوك والبورصات تختلط فيما بينها من الناحية العملية في نشاط واحد، هذا وقد عرف العالم نوعين من البورصات أحدهما بورصة الأوراق المالية وتتعلق بالتعامل على الأسهم والسندات، والأخرى بورصة التجارة ويقتصر التعامل فيها على المنتجات الزراعية والصناعية.

وفي القرن العشرين غدت البورصة السوق الرئيسية للأوراق المالية، وبمرور الزمن يزداد تنوع التعامل في الأوراق المالية داخل السوق، وسرعان ما تظهر الحيل ويتم التلاعب من أجل الحصول على المال والإثراء السريع، وبالفعل أمكن للكثيرين أن يحققوا أموالا طائلة، وبدأت المشاكل والتعقيدات تتفاقم الأمر الذي اقتضى تدخل الحكومات لتنظيم هذه الأسواق لحماية الاقتصاد الوطني وتأمين مصالح صغار المساهمين وذلك بسن القوانين والتشريعات اللازمة

### 2-تعريف البورصة :

هناك العديد من التعاريف التي حظيت بها البورصة، ومن بين هذه التعاريف نذكر منها :

وتعرف سوق الأوراق المالية" بأنها عبارة عن نظام يستخدم للحصول على رأس المال أو زيادته ، تمامًا مثل أي نظام آخر ، إذ يحقق هذا النظام الأهداف المرجوة منه إذا أستخدم في خلق مشاريع اقتصادية ذات جدوى اقتصادية مرتفعة ، ويمكن أن يكون هذا النظام ( السوق ) ضارًا للغاية إذا أستخدم في غير ذلك أو لتحقيق الأرباح فقط من خلال عمليات تداول الأسهم والسندات ذات الأسعار غير العادلة ، وسوق الأوراق المالية الكفاءة يساهم فيها المتعاملون بمختلف شرائحهم ، ويتم فيها تداول الأوراق المالية من خلال بيع أو شراء بين مختلف القطاعات الاقتصادية وغيرها في المجتمع الهادف تعبئة المدخرات وتنميتها وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية المختلفة. "

وتعرف أيضا " بأنها عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين ، حيث يتمكن بذلك المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق ،إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال ، ولكن مع نمو الشركات ووسائل الاتصال"

كما تعرف " بأنه الآلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراءً، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي."

وتعرف سوق الأوراق المالية " بأنها شبكة تمويل للمدى البعيد مبنية على إصدار الأوراق المالية وتداولها مما يسمح بتحريك الادخار القومي الفردي."

وتعرف أيضا: " بأنه ذلك السوق الذي يتم فيها التعامل على الأوراق المالية كالأسهم والسندات بيعا وشراء، ويتحدد السر فيها بناء على حجم المعروض منها ومدى الإقبال على شرائها فيما يعرف بآليات العرض والطلب ، ويطلق على هذا السعر سعر السوق".

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نستخلص النقاط التالية عن سوق الأوراق المالية :

✓ سوق الأوراق المالية عبارة نظام يسهر على تنظيم وإدارة مشاريع استثمارية تهدف لتحقيق الأرباح والتنمية الاقتصادية وذلك من خلال توجيه المدخرات نحو الاستثمار.

✓ سوق الأوراق المالية يمثل ذلك المجال الذي يتم فيه انتقال الأموال من أصحاب الفائض المالي إلى أصحاب العجز المالي.

✓ يعتبر سوق الأوراق المالية مصدرا للشركات لزيادة رأس مالها والحصول على رأس مال إضافي وتنويع مصادر التمويل بالنسبة لها، ومن خلال هذا السوق يتم تحديد قيمة الشركة عن طريق قانون العرض والطلب .

✓ يعتبر سوق الأوراق المالية مركز تجميع وتركيز رؤوس الأموال ثم تحويلها إلى استثمارات طويلة الأجل في الأسهم والسندات مع إمكانية تحويلها بسرعة إلى سيولة. كما أن إمكانية تصريف



هذه الأسهم والسندات جعلت البورصة تلعب دور المصدر العام لرؤوس الأموال القصيرة الأجل.

### ثانيا : التركيب البنوي للبورصة :

تنقسم البورصة إلى قسمين هما: الأسواق الحاضرة والأسواق المستقبلية.

**1- الأسواق الحاضرة:** هي السوق التي تتداول فيها أوراق مالية طويلة الأجل، يتم تسليمها واستلامها فور إتمام الصفقة، أي تسليم الأوراق المالية ودفع الثمن فور الانتهاء من إتمام الصفقة، وتنقسم إلى قسمين : السوق الأولي والسوق الثانوي

**1-1- السوق الأولية :** وقد يشمل الإصدار الجديد والمتعلق بشركات تحت التأسيس والتي تقوم بطرح أسهمها للاكتتاب العام لأول مرة، ويمثل زيادة في رأس المال للشركات القائمة والعاملة من خلال الاكتتاب العام أو إصدار السندات بغرض زيادة مواردها المالية . ويعتبر بنك الاستثمار من الشركات الهامة في السوق الأولية من حيث:

✓ يمثل أداة الوصل والوساطة بين جمهور المستثمرين المتوقعين لشراء الورقة المالية من الجهة التي قررت إصدارها.

✓ يقوم بنك الاستثمار بتمويل شراء الإصدار بهدف إعادة بيعه للجمهور.

✓ يقوم بنك الاستثمار بتسويق الأوراق المالية المصدرة من الشركات في رأس المال الأولي، نظرا لمعرفته الواسعة بالأوضاع داخل السوق.

حيث يوجد هناك نوعين من الاكتتاب عند طرح الأوراق المالية في السوق الأولي: الاكتتاب العام والاكتتاب الخاص

**أ- الاكتتاب العام :** يتم من خلاله طرح الأوراق المالية للبيع لمجموع المستثمرين في السوق .

**ب- الاكتتاب الخاص(المغلق):** يتم من خلاله طرح الأوراق المالية للبيع لعدد محدود من المستثمرين.

وتنقسم السوق الأولية إلى نوعين:

**أ- سوق التمويل المباشر :** التي تتعامل في جميع الأوراق الأولية التي تصدرها الشركات ذات العجز المالي وتسوقها مباشرة دون تدخل الوسطاء الماليين .

**ب- سوق التمويل غير المباشر :** ويقصد بها تلك الأسواق التي تتضمن جميع المعاملات التي تتم عبر الوسطاء الماليين الذين يقومون بشراء الأوراق المالية من المقترضين، ويبيعون أوراق مالية ثانوية في الأسواق الثانوية.

**1-2-السوق الثانوية :** هي السوق التي يجري التعامل فيه بالأوراق المالية التي سبق إصدارها بعبارة أخرى السوق الثانوي هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية لشركات قائمة بالفعل، وأهم ميزة لهذا السوق هو أنه يوفر للأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولى عنصر السيولة، ولهذا يقال بأن السوق الأولى يستمد فاعليته من السوق الثانوي، حيث يمكن للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية للشركات والمؤسسات من تحويلها إلى نقدية بسهولة ويسر نسبيًا، ويتحقق ذلك من خلال وجود سوق ثانوي قوي ومتطور لرأس المال، ويكون له أهمية مزدوجة لكل من المنشآت المصدرة للأوراق المالية، والمكتتبين في تلك الأوراق، كما يلي:

**أ- بالنسبة للمنشآت المصدرة :** فإن سعر الورقة المالية سوف يتحدد وفقا للمعلومات المتاحة عنها وبالتالي فإن أي إصدار إضافي للمنشأة مستقبلا سوف يتم في السوق الأولى بسعر قريب جدا من السعر الذي تباع به في السوق الثانوي. ويتم تحديد تكلفة الأموال للمنشآت التي تتداول أوراقها من خلال السوق الثانوي، فكلما زادت أسعار الأوراق المالية في السوق الثانوي كلما زادت حصيلة الإصدارات الجديدة في السوق الأولى وانخفضت تكلفة الأموال وزادت القيمة السوقية للمنشأة ككل، والعكس صحيح.

**ب- بالنسبة للمكتتبين :** فإن السوق الثانوي يمارس دورا جوهريا في تخصيص وتوجيه الموارد المتاحة لهم، فهم عندما يشترون أسهم منشأة معينة يضحون بقيمة مشترياتهم الحالية في سبيل الحصول على عوائد مستقبلية، وبالتالي فإن المنشآت التي تتوافر لها فرص استثمارية ويعلم بها المتعاملون في السوق، سوف يتوافر لها فرصا جيدة وملائمة لإصدار

أسهم جديدة، وزيادة إقبال الأفراد على الاكتتاب في أسهم منشأة يعد بمثابة شهادة أمان وضمان للمقترضين، مما يزيد من قدرة المنشأة على الاقتراض بشروط سهلة وميسرة نسبيا.

ويختلف السوق الثانوي عن السوق الأولي من حيث:

- ✓ مفتوح لعدد أكبر من المتعاملين مقارنة بالسوق الأولي.
  - ✓ أن التعامل فيه مفتوح على مدار السنة عكس الاكتتاب الأول الذي تحدد مدته.
  - ✓ تتعدد فيه المعاملات بيعا وشراء، بينما يكون اتجاه التعامل في السوق الأولي بيعا واحدا، وشراء واحدا.
- وتنقسم الأسواق الثانوية إلى أسواق منظمة وأسواق غير منظمة .

**1-2-1- السوق المنظمة :** يطلق على هذه السوق ببورصة الأوراق المالية، وتتمثل في الهيئة الرسمية التي تتولى التعامل في الأوراق المالية ويكون لها مكان محدد يتم فيه تداول هذه الأوراق، ويحدد نظام أو قانون السوق المالي شروط إدراج الشركات في هذه الأسواق ويدير عمليات التبادل الوسطاء الماليون العاملون في السوق، وتفرض لجنة إدارة السوق المالي العديد من الشروط للموافقة على إدراج الشركات في البورصة، وتختلف هذه الشروط من سوق إلى آخر ومن دولة إلى أخرى، وعلى العموم تتضمن هذه الشروط أن يكون التأسيس استنادا إلى قانون الشركات، وأن تكون الشركة قادرة على إثبات وجودها في السوق من حيث قبول تداول إصداراتها من قبل المستثمرين، وغيرها من الشروط التي تهدف إلى حماية المستثمر وسمعة السوق وعمليات التداول فيها.

**1-2-2- السوق غير المنظمة :** السوق غير منظمة هي أسواق عرفية ليس لها إطار مؤسسي أو هيكل تنظيمي محدد، وتمثل بيوت السمسة والوسطاء المالية المنتشرة جغرافيا ضمن حدود السوق ويتداول بها الأوراق غير المدرجة في السوق المنظمة وتشكل عملية التفاوض بين البائع والمشتري أساس آلية التسعير.

ويطلق عليها أيضا السوق غير الرسمية، والمعاملات التي تتم في هذه السوق بمعاملات المنضدة ، وفيها يتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة كبيرة من أجهزة الاتصال السريعة كالخطوط الهاتفية وغيرها من وسائل الاتصال الحديثة، التي تربط بين المتعاملين ، وغالبا ما ينظم المتعاملين في السوق غير المنظمة بجمعية أو رابطة تسمى بالجمعية الوطنية لتجار الأوراق المالية، ويقوم هذا الاتحاد بتنظيم العمل في هذا السوق ومنح التراخيص للسمسرة.

إن الأوراق المالية المتداولة في هذه السوق و غير المقيدة في السوق المنظمة ( البورصة) هي أوراق مالية لا تتوفر بها شروط الإدراج في السوق المنتظم، وفي الغالب تعود لشركات صغيرة الحجم محلية و التي يمتلك معظم أسهمها المؤسسين أو أفراد العائلة ، و لكن في بعض الأحيان هناك شركات كبيرة معروفة تفضل الإدراج في السوق الموازية (غير المنظمة) على رغم إمتلاكها شروط الإدراج في السوق المنظمة، و ذلك تجنباً للانكشاف على المنافسين عبر عمليات الإفصاح والإبلاغ عن المعلومات.

وتوجد العديد من الفوائد والوظائف التي تقدمها السوق غير المنظمة للمتعاملين والمتمثلة فيما يلي:

✓ بيع الأوراق المالية الخاصة بالإصدارات الجديدة، فمن المتعارف عليه أن بعض المتقدمة نجد فيها أن بنوك الاستثمار تعتمد على بيوت السمسرة أو السماسرة في بيع الأوراق المالية المصدرة، وهذه وظيفة من وظائف السوق الأولية .

✓ تقوم السوق غير المنظمة بتسييل الأوراق المالية التي يقتضي الأمر بيعها بكميات كبيرة وبسرعة فائقة. وهذا يتعدى حدوثه في السوق المنظمة بالسعر المناسب إذا ما كانت مقيدة في السوق.

✓ كما توفر السوق غير المنظمة للمتعاملين بها سهولة وسرعة تسييل الأوراق المالية بحيث تتفوق على غيرها من الأسواق المنظمة بل وتصبح منافسا لها.

✓ يحقق السمسار في السوق غير المنظمة هامش ربح مرتفع .

وتنقسم السوق غير المنظمة إلى سوقين وهما : السوق الثالثة والسوق الرابعة

**أ- السوق الثالثة:** تمثل السوق الثالثة قطاع من السوق غير المنظمة، بمعنى أن صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم خارج البورصة (أي السوق المنظمة)، ويتم التعامل من خلال أعضاء من بيوت السمسرة خارج أعضاء السوق المنظم، وهذه الأسواق على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية، ونجد أنه من حق بيوت السمسرة هذه التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة، بينما أعضاء السوق المنظمة ليس لهم حق تنفيذ أو عقد صفقات خارج السوق على هذه الأوراق المالية المسجلة فيها. ومؤسسات السمسرة في السوق الثالثة هي مؤسسات كبيرة مستعدة لبيع وشراء الأوراق المالية بكميات ومبالغ كبيرة، وبذلك فهي تنافس المتخصصين في السوق المنظمة وتستعين المؤسسات الاستثمارية الكبيرة وبعض المصارف بهذه المؤسسات في السوق الثالثة، والهدف من وراء خلق هذه السوق هو رغبة السماسرة الكبار في تخفيض التكاليف والقيود التي تفرضها السوق المنظمة.

**ب- السوق الرابعة :** يتكون هذا السوق من المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد والأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في أحجام كبيرة، ووجدت هذه الأسواق لحد من العملات الإضافية التي يدفعها البائع والمشتري إلى السمسار، وسمة هذه السوق السرعة في إتمام الصفقة وبكلفة أقل لذلك تعد هذه السوق منافسا قويا للأسواق المنتظمة، إذ يمكن التعامل بكافة الأوراق المالية في السوق.

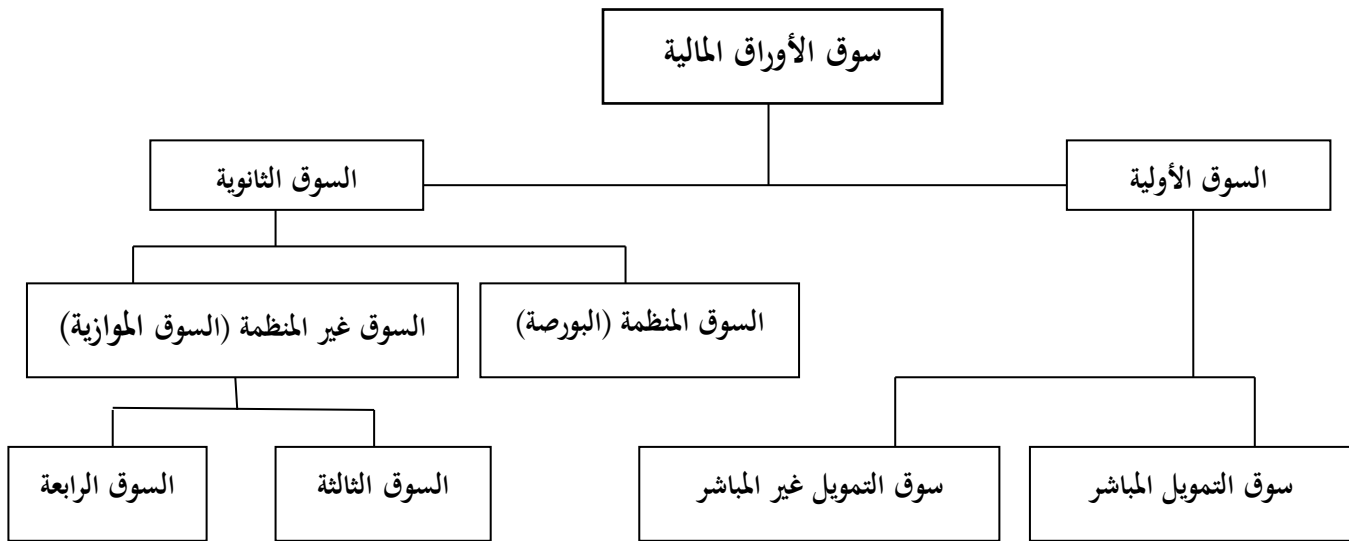
**2- الأسواق المستقبلية :** وهي الأسواق التي تتميز بالعمليات طويلة الأجل، حيث يتم عقد الصفقات وإبرامها دون تسليم أو استلام للمنتجات المتعاقد عليها أو لأثمانها، حيث لا يتم التسليم إلا بعد فترة زمنية معينة يتم الاتفاق عليها مسبقا، كما تسمح العقود الآجلة للمستثمرين بأخذ مواقع على تطور السعر في المستقبل (سلع ، سندات دين، عملات صعبة، أسهم، مؤشرات البورصة.)، ويكون الهدف إما الحد من المخاطرة ، وإما المضاربة على تغيرات الأسعار.

وتعرف هذه الأسواق أيضا بأسواق المشتقات المالية وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية الرئيسية (الأسهم والسندات)، وهنا عندما تبدو أسعاره هذه المشتقات رخيصة مثلا مقارنة بالأسعار السائدة للأسهم فإن الأخيرة تباع لتشتري المشتقات كفرصة

استثمارية بديلة، وإن هناك عدة أنواع معروفة من المشتقات، نذكر منها: - عقود الخيارات - الحقوق المتداولة - عقود المستقبل - المقايضات .

والشكل التالي يوضح تقسيمات سوق الأوراق المالية حسب تصنيف الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا .

الشكل رقم (1-1): يوضح مكونات سوق الأوراق المالية



المصدر : رمضان زياد وشموط مروان، الأسواق المالية ، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريد، مصر، 2007، ص 83.

### ثالثا : مؤشرات أداء البورصة

تعد المؤشرات المالية من أهم الأدوات التي يعتمد عليها المستثمر أو المحلل المالي لقياس أداء السوق ومعرفة الأوقات المناسبة لاتخاذ القرار الاستثماري، وإذا ما كان نشاط المنشآت التي تتداول أوراقها المالية في السوق يمثل الجانب الأكبر والرئيسي من النشاط الاقتصادي في الدولة، وكان السوق يتسم بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل يمكن أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة .

### 1- ماهية المؤشرات المالية

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى التعريف بالمؤشرات المالية وأهدافها وأهميتها والعوامل المؤثرة عليها بالإضافة إلى استخداماتها .

#### 1- تعريف المؤشرات المالية :

تعرف المؤشرات المالية على أنها "عبارة عن قيمة عددية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية ، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية بعينها مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء ، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم أو السندات أو الصناديق ... الخ، ارتفاعا وانخفاضاً، الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها.

أما عن مؤشر الأسهم فهو بالنسبة للمستثمر معياراً لقياس مستوى سوق الأسهم ككل وأيضا لقياس الأداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل".

ويعرف مؤشر السوق " على أنه تشكيلة من أسهم عدد من المنشآت يعتقد أنها عينة ممثلة للأسهم المتداولة في السوق الحاضر، ومن ثم تؤخذ حركة أسعارها على أنها انعكاس للاتجاهات المستقبلية للأسعار في تلك السوق ".

ويعرف أيضا " على انه قيمة رقمية مطلقة بصورة متوسطة أو أرقام قياسية تصلح لعمليات المقارنة والملاحظة والتتبع والقياس للتغيرات الزمنية أو التغيرات المقطعية بين المنشآت والصناعات والأسواق والأقاليم ودول العالم في مستوى زمني معين، والحاصلة في سوق رأس المال، وبشكل رئيس سوق الأسهم، سواء كانت السوق منظمة أو غير منظمة."

من خلال هذه التعاريف يمكننا تحديد تعريف للمؤشرات وهي عبارة عن أداة تقيس مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في سوق المال ،وغالبا ما

يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق المال، بما يساعد على كشف الاتجاه العام للسوق.

وتعد المؤشرات أداة نافعة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة للدولة ، حيث يوجد نوعين من المؤشرات التي تقيس الأداء داخل سوق المال (البورصة) إلى مؤشرات عامة تقيس حالة السوق بصفة عامة أو أداء السوق بشكل عام، وإلى مؤشرات قطاعية تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة.

### 2- أهمية المؤشرات المالية

تلعب مؤشرات الأسواق المالية دورا فعالا في عمليات تداول الأوراق المالية في الأسواق المالية كونه تعكس الأسعار وحركتها وتأتي أهمية المؤشرات في ما يلي:

✓ بعد تلخيص لأداء الأسواق المالية كونه يعكس أسعار أسهم الشركات في جميع القطاعات الاقتصادية، ويلخص أدائها بمعايير ومؤشرات رقمية قابلة للمقارنة، كما أن المؤشر يكشف العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية للبلد ونتائج التداول في السوق المالي.

✓ يساعد المؤشر القائمين على الأسواق المالية والمشاركين فيها بإعادة تنظيم السوق، من خلال عمليات المراجعة التي تحدد العناصر التي أدت إلى انحراف الأسعار وتصويبها باتجاه يعكس الأسعار بدقة.

✓ أداة فعالة للمقارنة مع أسعار الأسهم أو القطاع أو السوق ومع المعايير المختارة الأخرى أو مع مؤشرات الأسواق المالية في الدول الأخرى.

✓ تعد إحدى الأدوات لتحديد سعر السهم من خلال خصم التدفقات النقدية المستقبلية ويعكس المؤشر توقعات المساهمين والمستثمرين في السوق.

✓ المؤشرات أدوات مفيدة في البحوث المالية.



### 3- أهداف المؤشرات المالية والعوامل المؤثرة عليها

تهدف المؤشرات المالية إلى معرفة الاتجاه العام لحركة الأسعار في السوق المالية من حيث ارتفاعها وانخفاضها، كما أنها تساعد في اتخاذ قرارات الشراء والبيع وبعض الاستثمارات تعتمد على كأداة استثمارية يتم التعاقد على أساسها مثل عقود المشتقات المالية، وتقاس حركة التغير في المؤشرات بالنقطة التي هي عبارة عن مقدار التغير بوحدة واحدة في المؤشر أو سعر السهم صعودا أو هبوطا .

وهناك عوامل عديدة تؤثر على المؤشرات المالية من خلال تأثيرها على عمليات البيع والشراء وعلى أسعار الأسهم التي تشتق من أسعارها حركة هذه المؤشرات وتتمثل العوامل في:

- ✓ مدى دقة وشفافية الأخبار في السوق المالي.
- ✓ قدرة المتعاملين على استخدام الإشاعات في التأثير على حركة الأسعار وحجم التداول.
- ✓ التوقيت أو الزمن وطبيعة المتغيرات الاقتصادية .
- ✓ طبيعة المنافسة والمضاربة في السوق المالي (الشركات الكبيرة تؤثر على الشركات الصغيرة).

### 4- الاستخدامات الأساسية للمؤشرات :

تعد المؤشرات أداة نافعة للتنبؤ بما ستكون عليه الحالة الاقتصادية العامة، غير أن للمؤشرات استخدامات أخرى عديدة تهم المستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل في أسواق رأس المال، ونظرا لاختلاف المؤشرات من سوق إلى سوق ومن قاع إلى قطاع يؤدي ذلك إلى اختلافات اهتمامات الأطراف المستخدمة لهذه المؤشرات نظرا للدور الذي تؤديه، ومن بين تلك الاستخدامات :

#### 4-1 إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة :

إذا ما كانت التشكيلة التي اختير منها المؤشر هي عينة ممثلة للأسهم المتداولة في السوق، فلا بد أن يعكس المؤشر حركة أسعار كافة الأسهم المتداولة، وعليه يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن

التغير في عائد محفظة أوراقه المالية إيجاباً أو سلباً بمجرد معرفته لاتجاه التغير الذي طرأ على مؤشر حالة السوق ، وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدة، وبالطبع إذا ما كانت استثماراته كلها مركزة في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل مقارنة عائد المحفظة مع عائد محفظة ذلك المؤشر.

### 4-2- التنبؤ بحالة السوق :

يمكن للمحللين الماليين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات وهو ما يشير إليه بالتحليل الأساسي فإنه قد يمكنهم التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل، وهذا من شأنه اتخاذ القرار الاستثماري السليم في الوقت السليم، كذلك فإن أنصار التحليل الفني يرون أن إجراء تحليل تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد يكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليه وإذا أمكن الوصول إلى ذلك النمط فإنه يمكن التنبؤ بالتطورات المستقبلية في السوق والتي على ضوءها تتخذ قرارات الاستثمار. عند تتبع حركة المؤشر عبر عدة سنوات ماضية، وباستخدام نماذج التنبؤ فإنه يمكن التوصل إلى نمط التغيرات التي تحدث على حركة التداول والأسعار بالسوق، والتنبؤ بالتطورات المستقبلية من حيث:

- ✓ قيد وتداول الأوراق المالية في السوق .
- ✓ متوسط قيمة التداول الشهري.
- ✓ تطور تعاملات المستثمرين الأجانب في السوق سواء بائعين أو مشتريين.
- ✓ عدد الأوراق المالية المتداولة، وعدد العمليات المتوقع تنفيذها .

### 4-3- الحكم على أداء المديرين المحترفين :

وفقاً لفكرة التنويع الساذج يمكن للمستثمر العادي أن يحقق معدل عائد على محفظة مكونة من أوراق مالية مختارة عشوائياً يعادل تقريباً معدل عائد السوق الذي يعكسه المؤشر، وهذا يعني بالتبعية أن

المدير المحترف الذي يشرف على محفظة مؤسسة مالية والذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يكون لزاما عليه تحقيق معدل عائد أعلى من متوسط عائد السوق، ولتحقيق ذلك يمكن استخدام عائد أحد المؤشرات الذي يعكس عائد السوق بصفة عامة كأساس للمقارنة مع العائد الفعلي الذي حققه مدير المحفظة.

### 4-5- تقدير مخاطر المحفظة :

يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية أو ما يمكن أن نطلق عليه المخاطر ذات الصبغة العامة وتقاس تلك المخاطر بمعامل الانحدار بين معدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة. ويمكن استخدام مؤشر السوق في قياس مخاطر السوق، والتي تسمى بالمخاطر المنتظمة، وهي المخاطر التي تصيب السوق ككل ولا يمكن تجنبها، تلك المخاطر تؤدي إلى زيادة أو انخفاض النشاط وحركة التداول في السوق، ومن أهم العوامل المؤثرة في المخاطر المنتظمة:

✓ مخاطر تغير القوة الشرائية للنقود (انخفاض قيمة العملة).

✓ مخاطر تغير أسعار الفائدة بالبنوك.

✓ المخاطر الدورية التجارية والحالة الاقتصادية.

### 5- طرق وكيفية بناء المؤشرات

إن معرفة بناء المؤشر تساعد المحلل أو المستثمر على فهمه والقدرة على قراءته بما يساعده في اتخاذ القرار الاستثماري السليم ومن خلال ما يلي نتناول كيفية بناء المؤشرات المالية :

### 5-1- ملائمة العينة :

تعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب وهي : الحجم والاتساع والمصدر.

فيما يتعلق بالحجم ، فالقاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما زاد عدد الشركات التي تدخل أسهمها ضمن المؤشر، كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقا لواقع السوق .وأما الاتساع فيعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق ، والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تحيز لفئة معينة من المنشآت، أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة ، حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة ، أما فيما يخص المصدر فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر ، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية.

إن ملائمة طريقة العينة في عكسها لحالة السوق ينبع من انعدام الرغبة في تحقيق التحيز في مكوناتها (الأسهم) كما عكسته النقاط الثلاثة. وفي الوقت نفسه فإن الوقائع الاقتصادية والتاريخية تعزز جدوى ورجاحة الاعتماد على مؤشرات السوق نسبيا من خلال العنصرين الآتين:

1- القيمة السوقية : تمثل القيمة السوقية لعينة مؤشرات حالة السوق نسبة مرتفعة من القيمة السوقية للأسهم التي يجري التعامل بها في السوق.

2- الارتباط : الملحوظ بين الاتجاهات الصعودية والنزولية لمؤشرات الأسهم كما تعكسها البحوث التجريبية، يوضح بأن المؤشرات المبنية على أساس القيمة متماثلة في اتجاهات المقارنة فضلا عن تمثيلها السوق بانسجام.

### 5-2- تمثيل الأنشطة الاقتصادية والقطاعات المختلفة :

عند اختيار عينة لبنا مؤشر سوقي لا بد وأن يتضمن ذلك كل الأنشطة الاقتصادية والقطاعات الممثلة في السوق، حتى يمكن القول بان هذا المؤشر يمثل السوق فعلا، أما إذا كان المؤشر عن صناعة معينة فالأمر هنا يختلف، حيث يتضمن الأوراق المالية الخاصة بهذه الصناعة فقط، ومن الضروري أن يتم

حساب المؤشر بطريقة واضحة ومفهومة حتى يمكن تفسيره والاستفادة منه وإن يكون جميع المستثمرين والجمهور على علم بهذه الطريقة ومن ثم إمكانية استخدام المؤشر في تفسير وتحليل الظواهر المرتبطة به.

### 6- بناء المؤشر العام :

توجد العديد من الأساليب لبناء مؤشرات الأسواق ولكن هناك ثلاثة أساليب شهيرة لبناء المؤشر:

#### 6-1- المؤشرات المبنية على أساس السعر: وهو عبارة عن متوسط مجموع أسعار الأسهم

في السوق المالي مقسوما على عدد الشركات الممثلة لأسهم شركات السوق والمختارة من قبل السوق وفقا لمؤشرات تتعلق بأداء وتأثير أسهم هذه الشركات في السوق مثل مؤشر داو جونز الذي يعكس أسعار 30 شركة من كبريات الشركات الأمريكية الصناعية وتشمل الشركات الصناعية 25 % من حجم التداول في السوق المالي وهو من أكثر المؤشرات استخداما.

#### 6-2- المؤشرات المبنية على أساس القيمة: وفقا لهذه الطريقة يعطي وزنا للسهم على أساس

القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل منشأة ممثلة في المؤشر، وهو ما يطلق عليه رأس المال السوقي. وهذا يعني أن المؤشر يتجنب العيب الأساسي في مدخل السعر، إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد لوزن النسبي فهناك أيضا عدد الأسهم المكونة لرأس المال.

#### 6-3- المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية: وفقا لهذه الطريقة يتم افتراض تساوي

المبالغ المستثمرة في الأسهم المكونة للمؤشر، بمعنى المبلغ المستثمر في النوع الأول من الأسهم يساوي المبلغ المستثمر في النوع الثاني من الأسهم، وهكذا لجميع الأسهم المكونة للمؤشر، ولتحقيق ذلك فانه يتطلب تحديد جزء من السهم ( في حالة اختلاف أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر، وفي حالة تمثيل الشركة بسهم واحد في المؤشر) حتى تتساوى المبالغ في الأسهم المكونة للمؤشر.

ولكل نوع من هذه الأنواع مزايا وعيوب، ولكن فوائد المؤشرات عموماً تتمثل في إعطاء تصور شامل لأداء السوق وتحويل هذا التصور إلى أسلوب كمي يعكس اتجاه السوق سواء كان هذا الاتجاه صعوداً أو هبوطاً، ومن ضمن الفوائد المهمة للمؤشرات قياس قوة التدفقات النقدية في أسواق المال ومعرفة أثرها على السوق سلباً أو إيجاباً.

وحتى يفرق المستثمر بين اختلاف حساسية المؤشر لأداء السوق تبعاً لاختلاف بناء المؤشر، ففي مؤشر القيمة يرتفع المؤشر تبعاً لقوة الشركة متجاهلاً بذلك الشركات الصغيرة والشركات ذات الوزن الخفيف من حيث كمية الأسهم المصدرة، وبالتالي أي ارتفاع في الشركات ذات الوزن الثقيل يصاحبه ارتفاع أكبر في المؤشر المبني على أساس القيمة، يختلف الوضع تماماً في المؤشرات المبنية على أساس سعر السهم والتي تحسب عن طريق جمع أسعار الأسهم ثم قسمة هذا المجموع على عدد الشركات حيث يرتفع المؤشر تبعاً لارتفاع سهم أي شركة بغض النظر عن عدد أسهمها المصدرة أو قوتها المالية، وبهذا يتحيز المؤشر الذي يحسب على أساس السعر للأسهم ذات الأسهم المرتفعة.

وللخروج من عيوب المؤشرات المبنية على القيمة أو الأسعار ابتكر الخبراء طريقة حساب المؤشر على أساس الأسعار النسبية وحساب المؤشر على أساس الأوزان المتساوية، وبهذا فإنه يصب اتخاذ قرارات البيع والشراء بالاعتماد على المؤشرات العامة للسوق فقط إلا إذا طبق المؤشر في قطاع معين، مثلاً مؤشر قطاع الصناعة أو مؤشر قطاع الخدمات وهكذا، ثم قدم خبراء السوق ما يعرف بالمقاييس الفنية للأسهم والتي نجحت بدرجة كبيرة في إعطاء صورة مستقبلية عما سيؤول إليه حال السهم، وهذه المقاييس تتنوع بتنوع الغرض من استخدامها سواء كان الاستخدام قصير الأجل وسريع (مضاربة) أو متوسط أو طويل الأجل (استثمار)، وحساب مؤشر القوة النسبية للسهم واحد من هذه المقاييس الذي أخذت شهرة واسعة ربما لسهولة استخدامه ودقة نتائجه.

### رابعاً : أهم المؤشرات العالمية والعربية

تختلف مؤشرات الأسواق المالية من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك لاختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى ، كذلك تختلف المؤشرات حسب أساليب بنائها ولهذا سوف نتعرض إلى بعض المؤشرات العالمية والعربية.

#### 1- المؤشرات العالمية:

1-2- مؤشرات الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية : من أهم هذه المؤشرات ما يلي:

1- مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة : يعد مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة من أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً ، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 3 جويلية 1884، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز داو، الذي أصبح فيما بعد محرراً لتلك الصحيفة. وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من تسعة أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 12 سهم في 26 ماي 1898، ثم إلى 20 سهم في عام 1916. وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم. ومنذ ذلك التاريخ لم يتغير عدد الأسهم المكونة للمؤشر، ويحسب المؤشر على أساس الوزن النسبي لأسعار الأسهم داخل العينة.

ومما تجدر إليه الإشارة أنه يتم 30 شركة داخل المؤشر بمعدل سهم لكل منها ولهذا وجهت للمؤشر داو جونز عدة انتقادات موضوعية تتمثل في:

✓ يحتوي مؤشر داو جونز على 30 سهم فقط، عدد الأسهم المتداولة ببورصة نيويورك في حدود 1700 سهم، وبالتالي فإن حجم العينة لا يمثل مجتمع الأسهم المتداولة إحصائياً خاصة وأن هناك مؤشرات أخرى يصل حجم العينة فيها إلى 500 مفردة من مؤشر ستاندر اندبور.

✓ هناك تحيز إلى حجم العينة ومدى تمثيلها لمؤشر داو جونز للشركات الصناعية.

✓ يتم ترجيح أسهم مؤشر داو جونز على أساس السعر السوقي وهذا يعني أن السهم ذو السعر المرتفع يكون له وزن أكبر داخل العينة.

### 2- مؤشر ستاندر آندبور 500 (S & P 500 index):

يقيس هذا المؤشر متوسط أسهم 500 شركة أمريكية ويعطي فكرة جيدة عن اتجاهات الأسعار في سوق رأس المال الأمريكي و مؤشر ستاندر آندبور S & P 500 index لأنشطة الخدمات العامة مثل صناعة الكهرباء والاتصالات والماء، يحتوي المؤشر على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في سوق رأس المال المنظم وغير المنظم أو كلاهما، ويتكون من أربعة مجموعات رئيسية كل مجموعة من 40 شركة صناعية و 40 شركة خدمات وكهرباء وماء والاتصالات وفي مجال شركات الخدمات المالية والبنوك والتأمين، وتمثل هذه المجموعات 80% من أسهم بورصة نيويورك.

### 2- مؤشرات الأسواق المالية البريطانية :

هناك مؤشرات الأكثر استخداما وشهرة في البورصات البريطانية وهما :

✓ مؤشر فاينانشل تايمز

✓ مؤشر فاينانشل تايمز ال 30

✓ مؤشر فاينانشل لكثافة الأسهم

### 2-1- مؤشر فاينانشل تايمز 100 FT-SE 100 Share index: يعد هذا المؤشر

أحدث مؤشر يتم حسابه ونشره في بريطانيا ويعرف كذلك باسم (Footis) ويتكون من 100 سهم من الأسهم القائمة والمتداولة ببورصة لندن حيث تمثل هذه الأسهم 100 شركة من أكبر شركات المساهمة من حيث القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المتداولة.



وأنشئ هذا المؤشر في 30 ديسمبر 1983، للاستجابة لاحتياجات المتدخلين إلى مؤشر ممثل لاتجاه البورصة البريطانية وفي نفس الوقت يمكن حسابه بسرعة، رأت سلطات البورصة أن العدد 100 هو العدد الأمثل من الأسهم المكونة لهذا المؤشر، إذ يمكن أن يمثل تلك البورصة ويتم حسابه بسرعة، ولقد أنشئ هذا المؤشر لتغطية النقص الذي يمتاز به مؤشر فاينانشل تايمز للشركات الصناعية الذي تتكون عينته من 30 شركة فقط تابعة كلها لقطاع الصناعة، كما تتوفر بورصة لندن على مؤشرات تايمز بكافة الأسهم الذي نشر حوالي 704 سهم في سنة 1989، فلقد أعطيت له القيمة 1000 نقطة في سنة الأساس (1983/12/30)، وأصبح بعد ذلك يتداول في كل من سوق العقود المستقبلية.

### 2-2- مؤشر الفاينانشيال تايمز (*Financial Times Stock Exchange*):

وهو مؤشر يقيس التغير في متوسطات قيمة 30 شركة كبرى قوية من الشركات التي تقود السوق في النشاط الصناعي والتجاري والمشكلة في بورصة لندن ، ومنذ عام 1984 هناك مؤشر FT-SE 100 وهو مؤشر يحتوي على أسهم 100 شركة انجليزية كبرى ليعطي صورة واضحة دقيقة عن قيمة التحركات في سوق المال ، ويستخدم هذا المؤشر في أسواق الخيار، والأسواق المستقبلية.

### 2-3- مؤشر فاينانشال لكثافة الأسهم: يضم هذا المؤشر مجموعة من المؤشرات الفرعية كل

منها يختص بصناعة معينة أو قطاع معين، والتي تمثل في مجموعها قيمة المؤشر العام ويسمح هذا المؤشر بجودة مقاييس نوعية يمكن استخدامها كمؤشرات عامة لمحافظ الاستثمارية النوعية، ويقصد بها تلك المحافظ التي تحتوي على أسهم شركات تعمل في قطاع نوعي معين، كذلك يمكن استخدام المؤشر العام لكثافة الأسهم في حساب معامل المخاطرة المنتظمة التي يطلق عليها معامل بيتا *Beta* وهناك العديد من صناديق

الاستثمار الإنجليزية التي تكون محافظ استثماراتها بالاعتماد على مكونات أسهم هذا المؤشر مضروبا .

### 3- مؤشرات السوق المالية الفرنسية :

#### 3-1- مؤشر كاك **CAC40**: وهو الأكثر شهرة واستعمالا بحيث يغطي 40 مؤسسة سنة

الأساس (1991) ويمكن القول أن المشرفين عليه يرجون من إنشائه توفير معلومات دقيقة قدر الإمكان وفي أسرع وقت اتجاه البورصة الفرنسية لتلبية احتياجات المتعاملين، بالنظر للعينة التي تكون المؤشر نجد أن الشركات مقسمة إلى 8 قطاعات : المنتجات القاعدية، قطاع البناء، التجهيزات، سلع استهلاكية معمرة، سلع استهلاكية غير معمرة، مواد غذائية، الخدمات، ومؤسسات مالية. وعلى العموم يحتوي مؤشر كاك 40 على أهم المؤشرات الفرنسية.

#### 3-2- مؤشر كاك **CAC** لكافة الأسهم : يعبر عن سوق الأوراق المالية ككل، وهو مؤشر

أكثر تمثيل يتم استعماله من طرف شركة البورصات الفرنسية ويتكون من 300 مؤسسة في سنة 1991، وقيمة المؤشر في سنة الأساس 100 نقطة وذلك بتاريخ 1981/12/31.

### 4- مؤشرات السوق المالية اليابانية :

#### 4-1- مؤشر نيكاي (**Niekkei index**): وهو من المؤشرات الرئيسية بسوق طوكيو حيث

أنشئ سنة 1950 ويحتوي على 225 شركة يابانية كبيرة فبالرغم من شهرة هذه المؤسسة إلا أن طريقة حسابه جعلت العديد من الملاحظين يشك في مصداقية تمثيله لاتجاه الأسعار في البورصات اليابانية فهو يحسب بجمع أسعار الـ 225 شركة ويقسم المجموع على عددها، أي هو بكل بساطة الوسط الحسابي للعينة المكونة له. ويستخدم هذا المؤشر لقياس مدى

التغير المحقق في حجم الأوراق المالية ويستخدم كأساس للمتاجرة في أسواق الخيار والأسواق المستقبلية.

**4-2- مؤشر توبيكس *TOPIX* 1968:** وأعطى له قيمة 100 بنفس التاريخ، لقد تم إنشاؤه بتاريخ 04 الذي أعتبر سنة الأساس وهذا المؤشر يعتبر أهم من سابقه لأنه يعطي 1165 مؤسسة تمثل كل القطاعات.

### 5- المؤشرات العربية :

هناك العديد من المؤشرات العربية نذكر من أهمها :

### 5-1- مؤشر بورصة عمان:

يقوم سوق عمان المالي باحتساب عدة أرقام قياسية وأهمها الرقم القياسي العام المرجح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة، يضم 100 شركة من الشركات المدرجة في البورصة من جميع القطاعات، ويتم إعطاء وزن للشركات الداخلة في تكوينه على أن لا يزيد وزن أي شركة 10% من إجمالي القيمة السوقية لشركات العينة. وما يميزه أنه يعطي تمثيل أفضل لتحركات أسعار الأسهم في السوق، ويستند احتساب هذا الرقم على الترجيح بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول في الشركات، وليس بعدد الأسهم الكلي المدرج لكل شركة. تم اختيار الرقم 1000 نقطة ، كقيمة أساس له في نهاية سنة 1999.

### 5-2- مؤشر بورصة دبي:

يطلق على المؤشر العام لسوق دبي *DFNGE* ولغرض حسابه يتم مراعاة ما يلي :  
يتم قياس وزن الشركة في المؤشر بعدد الأسهم الحرة المتاحة للتداول فقط وذلك من خلال استبعاد أسهم المؤسسين وكبار المساهمين وأسهم الحكومة، ومجموع الأملاك التي تبلغ 5% أو أكثر في رأس مال الشركة . ويعتمد المؤشر الجديد للسوق في احتساب القيمة السوقية على أساس آخر سعر تداول للورقة المالية،

الأمر الذي سوف يضمن أن يعبر المؤشر عن آخر اتجاه لحركة الأسعار في السوق، وتم وضع حد أقصى لوزن الشركة الواحدة في المؤشر بحيث لا يتجاوز 25% وهو ما سوف يعمل على الحد من تأثير حركة الأسعار لشركة ذات القيمة السوقية المرتفعة على حركة المؤشر.

### 3-5- مؤشر بورصة السعودية :

يطلق على المؤشر العام لبورصة السعودية *TASI*، حيث يقوم المؤشر في السوق السعودية مستوى الأسعار العام للشركات مقوماً بالقيمة السوقية للأسهم الحرة لكل الشركات المدرجة في السوق ، حيث يستبعد في حساب المؤشر أي سهم غير متاح للتداول، وعليه تستبعد الأسهم المملوكة من الحكومة ومؤسساتها، الشريك الأجنبي إذا كان محذورا عليه البيع دون موافقة جهة إشرافية، الشريك المؤسس خلال فترة الحظر، من يملك 10% أو أكثر من أسهم شركة مدرجة بالسوق المالية السعودية .

بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية، بإعداد مؤشر الأسهم المحلية منذ بدء إصدار نشرات الأسهم من قبل مؤسسة النقد وذلك ابتداء من 28 فيفري 1985، وهذا التاريخ مهم إذ أنه تاريخ الأساس لحساب المؤشر ،حيث عدت قيمته في ذلك الوقت 100 نقطة فقط، وقد تم تعديل هذه القيمة المرجحة في جانفي 1999 لتصبح 1000 نقطة في سنة الأساس (1985).

### المحور الثاني : إجراءات وتنظيم البورصة

يمكن توضيح تنظيم وسير سوق الأوراق المالية من خلال النقاط التالية:

✓ تنظيم وسير البورصة

✓ المتعاملون في البورصة

قواعد وإجراءات التعامل في البورصة

أولاً: تنظيم وسير سوق الأوراق المالية

#### 1- إدارة سوق الأوراق المالية :

يختلف تنظيم إدارة سوق الأوراق المالية من دولة إلى أخرى وذلك حسب الأنظمة الاقتصادية والسياسية لكل دولة، وسنحاول التركيز بشكل عام على بعض المبادئ والتنظيمات المتواجدة بشكل أساسي لدى معظم الأسواق العالمية، فيما يلي :

#### 1-1- لجنة أو مجلس إدارة البورصة:

تكون مهمة لجنة البورصة الأساسية تنمية وتنظيم سوق الصكوك المالية والعمل على زيادة وحماية مصالح حاملي الأسهم والسندات المالية. وتهتم بالأعضاء والوسطاء والمشاركين في البورصة، وغالبا ما يوجد لها رئيس ومجموعة أعضاء يتراوح عدد الأعضاء بحسب كبر حجم البورصة، ويتم تحديد مهام بناء على قرار من وزارة المالية، وتكون مدة اللجنة أربع سنوات في معظم البورصات.

#### 1-2- اللجنة العليا أو هيئة الأوراق المالية:

تختلف من بورصة إلى أخرى، إلا أنها غالبا ما تختص باتخاذ كافة الإجراءات الكفيلة بتطبيق القوانين والأنظمة والإجراءات ذات العلاقة، وتتكفل هذه اللجنة بحماية المدخرين وضمان حسن سير عمليات التداول و إصدار نشرات و بيانات و معلومات عن التداولات و على عكس الهيئة المنظمة

فإن هذه اللجنة تهتم فقط بإدارة بورصة واحدة (الأسواق المنظمة)، ومن حق هذه اللجنة الاعتراض على إدراج أوراق مالية أو أدوات مالية داخلها، كما تمتلك هذه اللجنة الحق في توقيف الأعضاء في حال تجاوز القواعد كما يقوم مجلس إدارة البورصة بوضع النظام الخاص بالبورصة (النظام الداخلي للسوق )، ولا يحق لأي شخص أو مجموعة من الأشخاص فتح بورصة، إلا أنه يحق ذلك للاتحادات المهنية والنقابات ( غرة التجارة والصناعة وإتحاد المنتجين). وتتشكل الهيئة العليا للبورصة من:

### 1- الجمعية العامة: تتكون من أعضاء البورصة العاملين، حيث تختص بانتخاب لجنة أو

مجلس إدارة البورصة والتصديق على الميزانية العمومية والحسابات الختامية ومناقشة كافة الأعمال والأنشطة.

### 2- هيئة التحكيم: تختص بالفصل في جميع المنازعات التي قد تحدث بين الأعضاء بشرط

أن يكون هناك اتفاق على التحكيم وتكون قراراتها ملزمة للأطراف المتنازعة.

### 3- مجلس التأديب: يكون برئاسة رئيس لجنة البورصة أو نائبه، وعضوية أحد الأعضاء

العاملين، ويختص بالفصل في المخالفات وفقا للقوانين والأنظمة القائمة.

### 4- مندوب الحكومة: يقوم بمراقبة تنفيذ القوانين المعمول بها، وحضور اجتماعات الجمعية

العامة وجلسات لجنة البورصة.

## ثانيا : المتعاملون في البورصة :

يتدخل في سوق الأوراق المالية العديد من الفاعلين الأساسيين الذين تختلف أدوارهم وطريقة عملهم في سوق الأوراق المالية.

### 1- طريقة التعامل في سوق الأوراق المالية

يتم التعامل بالأوراق المالية في الأسواق المالية على اختلاف أنواعها أو مستوياتها من قبل جمهور المتعاملين على أساس شراء وبيع عدد محدود، أو على أساس الأوامر التي يصدرها العملاء للسماسة ،

ولتي تختلف باختلاف أهداف وتوقعات هؤلاء العملاء ، فمنها ما يكون لأحسن سعر ، ومنها ما يكون لأحسن سعر محدد ومنها ما يكون عند أقل خسارة ، أو على أساس البيع قصير الأجل ، والذي يتمثل في قيام عميل باقتراض سهم من قبل عميل آخر ، لبيعه في السوق ، وعند انخفاض سعره يقوم بشرائه من السوق، وإعادته إلى المالك الأصلي ، وهنا يتحقق مكسب للمقترض من خلال فرق الأسعار بين عملية البيع والشراء، ومكسب للمالك بنسبة يتم الاتفاق عليها مسبقا ، وبالطبع فإن السمسار يقوم بأداء عمله من واقع الترخيص له بذلك رسميا من الجهات الحكومة الرقابية في الدولة ، ويقوم السمسار بأداء هذه الخدمة مقابل عمولة متفق عليها مسبقا.

### 2- الفئات التي يقوم عليها السوق :

تتمثل الفئة التي يقوم عليها السوق في فئة المستثمرين ، وفئة المصدرين ، وفئة الوسطاء الماليين.

#### 2-1- فئة المستثمرين: تتضمن فئة المقرضين أو المستثمرين الأفراد أو المؤسسات المالية،

ويقصد بالأفراد الذين تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية، كما يقصد بالمؤسسات المالية البنوك وبيوت السمسرة وشركات الاستثمار القادرة على استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية تعود عليهم بعوائد عالية ومخاطر ضئيلة. حيث أن الغرض من الاستثمار هو كسب عائد في صورة فوائد أو أرباح، وقد يأخذ هذا العائد شكل ربح رأسمالي ناتج عن إعادة بيع الاستثمار بمبلغ يزيد عن سعر شرائه الأصلي، ويكون الربح الذي يتوقع المستثمرون الحصول عليه في المستقبل عاملا رئيسيا في القرارات التي يتخذونها للاكتتاب في إصدار ما دون غيره.

#### 2-2- فئة المصدرين: وهي فئة مستخدمي الأموال في السوق وتتمثل في الأفراد

والشركات التي يزيد مصاريفها أو نفقاتها عن دخولها وترغب بتغطية الاستثمار أو العجز لديها، بالاقتراض المباشر أو بيع الأوراق المالية. أما بالنسبة للأفراد، فيمكن

الافتراض من المؤسسات المالية في صورة القرض المباشر، حيث تتطلب في هذه الحالة أن يكون هناك عقدا مبرما بين المقرض والمقترض وعادة ما يدون في هذا العقد القيمة الاسمية للقرض والمدة الزمنية للقرض وسعر الفائدة وتواريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض.

### 2-3- فئة الوسطاء الماليين: تقوم فئة الوسطاء الماليين في سوق الأوراق على فئة

السماسة وتابعيهم وتشتمل على السماسر - المندوب الرئيس - الوسيط.

أ- السماسر: هو شخص ذو دراية وكفاءة في شؤون الأوراق المالية ويقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية في المواعيد الرسمية لحساب العملاء مقابل عمولة يتلقاها من البائع والمشتري ، ويعتبر أيضا مسؤول عن صحة كل عملية. يقوم الوسطاء في السوق المالية بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهة المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، وقد يقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصا بحسب قانون السوق المالية وأنظمتها وتعليماتها.

وينقسم السماسر أو شركات السمسرة إلى ثلاثة أنواع أو ثلاثة مجموعات هي: (سماسر الخدمات الكاملة - سمسار الخصم - سمسار الخصم المخفض)، والفرق بين هذه الأنواع يتمثل في مستوى الخدمة المقدمة ، والعمولة التي يتحملها العميل . والفرق أن سمسار الخصم المخفض يقع على عاتقه فقط تنفيذ الأوامر وحماية حساب المستثمر سواء كان ذلك من خلال الاتصال التليفوني مع المستثمر أو من خلال موقع على شبكة الانترنت، أما السماسر الخدمات الكاملة فيقع على عاتقه تقديم الاستشارات بشأن أنواع الأوراق المالية واستراتيجيات الاستثمار المناسبة للمستثمر، وإعطاء نصائح بشأن الأوراق المالية التي يوصي بتجنبها ، أما سمسار الخصم فتقع أعباءه ومسئوليته في منطقة وسط بين سمسار الخدمات المتكاملة ، وسمسار الخصم المخفض.

وللسماسر وظائف رئيسية تتمثل فيما يلي:



- البيع والشراء لصالح العملاء مقابل عمولة محددة من قبل كل من البائع والمشتري
- القيام بدور حلقة الوصل بين الشركة المصدرة وجمهور المكتبتين مقابل عمولة محددة وبموجب اتفاقية يتعهد فيها بتغطية كل أو بعض الإصدار الجديدة .
- ترويج الإصدارات الجديدة دون الالتزام بتغطية أو شراء جزء من الإصدارات وبيعها للمستثمرين .
- تقديم الاستشارات والإشراف على الاستثمارات لدى العميل، وحسب ما تقره الاتفاقية المبرمة بينهما.

ب- **المندوب الرئيس:** وهو من مساعدي السمسار مهمته تنفيذ الأوامر في المقصورة، وهو يعمل بأجر ولحساب السمسار ولا يجوز أن يشتغل إلا باسم السمسار الذي يتبعه ولحسابه وتحت مسؤوليته، ويجب إن تتوفر فيه شروط معينة لي يمارس مهامه، ويحظر عليه تحت طائلة التوقيف عن العمل أو شطب اسمه من أن يكون طرفا في العمليات التي يعقدها السمسار أو يعمل لحسابه الخاص.

ت- **الوسيط:** وهو أيضا من مساعدي السمسار وهو بمثابة أداة الاتصال بين العميل والسمسار، حيث يتلقى أوامر البورصة من العميل ويبلغها للسمسار الذي يعمل لديه وهو مسؤول أمام السمسار عن جميع العمليات المعقودة بواسطته بنسبة حصته التي لا تتجاوز نصف قيمة السمسرة عن العمليات المعقودة بواسطته.

### ثالثا :قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية:

تمثل قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين . لذلك، فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتسيير الاتصال بين الأطراف المعنية، وتمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة، كما تساهم القواعد والإجراءات السليمة في رفع كفاءة السوق.

### 1- الأوامر (orders):

هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر.

ويمكن تقسيم هذه الأوامر إلى:

### 1-1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ (*Price Limit of orders*):

تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه حيث يضع في تنفيذ الصفقة من عدمه حيث العميل سعرا معينا لتنفيذ الصفقة، ومن عيوبه أن سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد وبالتالي لا تنفذ الصفقة، حتى وإن كان سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد فإن قاعدة الوارد أولا ينفذ أولا، قد يعني عدم إمكانية تنفيذ الأمر بالسعر المعلن إذا كان ترتيبه متأخرا، وفي هذا الصدد يوجد بديلين من الأوامر:

أ- **أوامر السوق:** يستدل من هذا الأمر بأن المستثمر يرغب في الشراء أو البيع بأفضل سعر يجري التعامل عليه حاليا، ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فإنه يعني الشراء بأقل سعر بينما أمر السوق بالبيع بمعنى البيع بأعلى سعر يجري التعامل به، يعني هذا أن أوامر السوق تحدث إذا كان المستثمر يرغب في الشراء أو البيع الفوري وبكميات قليلة، بحيث لا تحدث تغييرا ملموسا في السعر الذي يتم التعامل به في السوق.

ب- **الأوامر المحددة:** في الأوامر المحددة يطلب العميل من السمسار أن يبيع أو يشتري كمية محدودة ومعينة من الأوراق المالية بسعر محدد فلا يتم تنفيذ هذا الأمر إلا إذا تحقق هذا الشرط، ومن مساوئ هذا الأمر قد لا تتاح الفرصة لتنفيذ هذا الأمر بالرغم من الفوارق السعرية القليلة بين

السعر المحدد والسعر السوقي، ويمكن أن يكون هذا الأمر يوميا أي يتم التعامل به خلال يوم واحد أو لعدة أيام، ويظل هذا الأمر إذا لم يتم تنفيذه في الوقت المحدد، أو أن يكون الأمر ساري المفعول وغير محدود حتى يتم إلغائه.

ت- **الأمر بسعر الفتح أو بسعر الإقفال:** بمقتضى هذا الأمر يطلب المستثمر من السمسار أن يبيع أو يشتري له عدد معين من الأوراق المالية بسعر الفتح (السعر الذي تبلغه الورقة المالية المعينة عند افتتاح التعامل في السوق)، أو سعر الإقفال (السعر الذي يتحدد للورقة المالية المعينة في آخر جلسة التداول قبيل إقفال السوق).

1-2- **الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:** تلك الأوامر التي يكون فيها الزمن هو الفاصل في تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها ، تتراوح مدة الأمر بين يوم، أو أسبوع، أو شهر أو قد يكون الأمر مفتوحا وتشمل ما يلي:

1-2-1- **الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:** يقصد بالأوامر المحددة لوقت التنفيذ تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفاصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها، وقد تكون مدة الأمر يوما أو أسبوعا أو شهرا، أو قد يكون الأمر مفتوحا أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه.

1-2-2- **الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة:** يقصد بالأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة الأوامر التي تحدد سعرا معيناً للتنفيذ، غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوما أو شهرا أو أكثر، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر ومزايا الأوامر المحددة للزمن .

1-2-3- **الأمر المفتوح في حدود سعر معين:** لا يحدد فترة التنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه، ويقوم السمسار باغتنام الفرصة وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع، وعادة ما يضع المستثمر حدا

أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر، ومن مزاياه يعرف المستثمر مقدماً وإلى حد كبير السعر الذي سيحصل عليه في البيع أو الشراء.

### 1-3- الأوامر الخاصة : تتمثل الأوامر الخاصة فيما يلي:

1-3-1 أمر الإيقاف: يقصد بأمر الإيقاف الأمر الذي لا ينفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعده. وفي هذا الصدد يوجد نوعين من أوامر الإيقاف :

✓ أوامر تتعلق بالبيع (*Stop-Loss order*): يصبح لزاماً على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المحدد أو انخفض عنه .

✓ أوامر تتعلق بالشراء (*Stop-Buy order*): يقضي بأن يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو زاد عنه، فلو أن التوقعات تشير إلى مستقبل مبشر بشأن أسهم شركة ما أو أنه قد سبق له إبرام صفقة بيع على المكشوف حينئذ يمكن إصدار أمر إيقاف.

1-3-2 أوامر الحرة (المطلقة): تصدر هذه الأوامر لتعطي حرية التصرف للوسيط في تنفيذ الصفقة وكما يراها الوسيط مناسبة لمصلحة الزبون، ففي هذه الأوامر لا تتحدد نوع، سعر أو كمية الأوراق المطلوبة.

ويوفر هذا النوع من الأوامر قدر كبير من المرونة للسمسار وحرية التصرف بسرعة لاقتناص الفرص المناسبة دون تكليف نفسه عناء استشارة المستثمر، كما يلجأ له المستثمر في حالة عدم رغبته في متابعة استثماراته أو عدم كفاءته، إلا أن هذا الأمر يتطلب وجود ثقة عالية في قدرة وحكمة السمسار في تنفيذ العمليات.

### رابعا : عمليات البورصة :

تتمثل عمليات البورصة سواء كانت البيع أو الشراء في عمليات عاجلة وأخرى آجلة .

### 1- العمليات العاجلة:

وهي العملية التي تنفذ عقودها من طرف البائع والمشتري، حيث أن كل منهما يلتزم بهذا التنفيذ، حيث يسلم البائع الأوراق المالية فوراً أو خلال فترة زمنية وجيزة جداً. وبذلك يلتزم المتعامل في السوق العاجلة أو السوق النقدية بأن يسدد فوراً ثمن الأسهم المشتراة أو أن يتخلى عن الأسهم التي بحوزته فور عقد الصفقة واستلامه ثمنها. حيث يوجد في العمليات العاجلة شرط أساسي هو إلزامية حيابة الأوراق المالية موضوع الصفقة وذلك لتسليمها إلى السماسرة المكلفين بتنفيذ الأوامر في سوق الأوراق المالية.

وتجرى هذه العمليات في الأسواق العاجلة مهما كانت كمية الأوراق المالية، ويعتمد المتعاملون للتعامل الآجال للأسباب الآتية:

✓ للاحتفاظ بها والاستفادة منها عند توزيع الأرباح.

✓ للمضاربة على ارتفاع أسعارها فيبيعونها عند تحسن أسعارها في السوق مع الملاحظة أن أسعار الأوراق المالية عادة ما تكون مرتفعة في الأسواق الآجلة مقارنة بأسعارها في السوق العاجلة.

### 2- العمليات الآجلة: وهي العملية التي يتم عقدها مباشرة، ولكن تؤجل تصفيتها لموعد قادم،

وبذلك لا يتم دفع الثمن أو تسليم الأوراق المالية في السوق الآجلة لدى عقد الصفقة ولكن بعد فترة معينة حسب الاتفاق المبرم بين الطرفين. حيث أن أنظمة البورصة حددت واشترطت على المتعاملين في السوق الآجلة تقديم تأمين مالي لحين تنفيذ الصفقة نهائياً ويسمى هذا التأمين (تأمين التغطية). والعمليات الآجلة هي التي لا يتم فيها تسوية مراكز البائع والمشتري فوراً وإنما بعد أجل معين يتفق عليه عند إجراء عمليات الصفقة ويقصد بهذا النوع المضاربة للاستفادة من تقلبات الأسعار خلال الفترة التي تصل فيها العمليات قائمة دون تصفية، ويعتبر المشتري في العملية الآجلة مضارباً على الصعود، وإذا كان يتوقع ارتفاع الأسعار في الأجل القصير، وهو يربح إذا ما تحققت توقعاته في هذا الشأن حلول موعد

التصفية الذي يمكن عنده أن يبيع ما سبق وأن اشتراه، أما عن البائع فهو في هذه الحالة مضاربا على الهبوط حيث يتنبأ بانخفاض الأسعار عند حلول موعد التصفية ويشترى ما سبق أن باعه من قبل، فقد تحقق ربحا إذا ما تحققت توقعاته في هذا الشأن.

### 2-1- أنواع العمليات الآجلة:

حيث يشترط في الأوراق المالية التي تشملها عمليات السوق الآجلة إن تكون موجودة بكثرة وأن يكون تداولها مألوفة بصورة دائمة وأهم العمليات التي تجرى بها التعامل في السوق الآجلة العمليات التالية:

1- **العمليات الباتة والقطعية أو عمليات بسيطة :** يحدد تنفيذها بموعد ثابت موضوع الصفقة ولا يمكن الرجوع عن تنفيذ العملية إلا للمتعاملين في العمليات الباتة تأجيل موعد التسوية النهائية حتى موعد تسوية لاحقة.

2- **العمليات الآجلة بشرط التعويض :** وهي العمليات التي يلتزم بها كل من البائع والمشتري بتصفيتها في تاريخ معين، على أنه يحق لأحد الطرفين عدم تنفيذ العملية وذلك مقابل تخليه عن مبلغ من المال المتفق عليه مسبقا كتعويض، ويتنازل عن تنفيذ الصفقة، وتنقسم العمليات الآجلة بشرط التعويض إلى :

أ- **العمليات الشرطية للمشتري :** يجب إن يكون الخيار فيها للمشتري بين استلام الصكوك وبين التخلي عن التعويض، ويكون البائع ملزما بالقرار النهائي للمشتري ويجب أن تتضمن أوامر السوق المتعلقة بالعمليات الآجلة شرط التعويض ثلاثة عناصر وهي السعر ، مقدار التعويض، أجل التصفية .

ب- **العمليات الشرطية للبائع :** في هذا النوع من العمليات يحق للبائع في يوم جواب الشرط تنفيذ الصفقة أو التنازع عن تنفيذها مقابل تعويض متفق عليه مسبقا.

### المحور الثالث: مدخل التحليل الأساسي في البورصة

#### أولاً : مفهوم التحليل الأساسي :

شهدت الثلاثينات بداية التحليل الأساسي عندما بدأت لجنة الأوراق المالية والبورصات وفقاً لقانون بورصة الأوراق المالية لعام 1934، وكانت هذه اللجنة مخولة بتنظيم السوق وتمت معاقبة أي خطوة للتلاعب بالسوق بشدة. في عام 1934 نشر غراهام ودود أيضاً كتاب تحليل الأمن في جامعة كولومبيا، حيث أكد هذا الكتاب أنه من خلال تحليل كامل للشركة ، حيث يمكن الحصول على عوائد جيدة ويمكن العثور على قيمة السهم، واقترحوا امتلاك الأسهم على المدى الطويل.

هناك العديد من تعاريف التحليل الأساسي نذكر منها :

يعرف التحليل الأساسي "على أنه طريقة لمعرفة السعر المستقبلي للسهم الذي يرغب المستثمر في شرائه، ويتعلق الأمر بفحص القيمة الجوهرية للشركة لمعرفة ما إذا كان سعر السوق الحالي عادلاً أم لا ، سواء كان سعره باهظاً أم لا. وتعتقد أن تحليل الاقتصاد والإستراتيجية والإدارة والمنتج والوضع المالي والمعلومات الأخرى ذات الصلة ستساعد في اختيار الأسهم التي ستتفوق على السوق وتوفر مكاسب ثابتة للمستثمر. إنه فحص القوى الأساسية التي تؤثر على مصلحة الاقتصاد والقطاعات الصناعية والشركات، يحاول التنبؤ بالحركة المستقبلية لسوق رأس المال باستخدام إشارات من الاقتصاد والصناعة والشركة، ويتطلب هذا دراسة السوق من منظور أوسع."

كما يعرف التحليل الأساسي بأنه " طريقة لتقييم الأوراق المالية من خلال محاولة قياس القيمة الجوهرية من خلال دراسة العوامل الاقتصادية والمالية وغيرها من العوامل النوعية والكمية ذات الصلة، المحللون الأساسيين يحاولون دراسة كل ما يمكن أن يؤثر على قيمة الأمن ، بما في ذلك عوامل الاقتصاد الكلي (مثل الاقتصاد الكلي وظروف الصناعة) والعوامل الفردية المحددة (مثل الحالة المالية وإدارة الشركات)."

### ثانيا : أهمية التحليل الأساسي:

- يكتسي التحليل المالي الأساسي أهمية كبيرة في تقييم أداء وأسهم الشركات من خلال:
- مواكبة التطور الاقتصادي والتكنولوجي الذي تشهده الساحة الاقتصادية، والذي يؤثر على المحيط الداخلي والخارجي للشركة، خاصة فيما يتعلق بالابتكارات المالية الجديدة.
- التأثير الكبير لظاهرة التضخم على أسعار الأسهم، أضف إلى ذلك معدلات الفائدة المتفاوتة التي تقرها المصارف التجارية، خاصة وأن هذه الأخيرة أصبحت تتميز باستقلالية نوعية في أدائها المصرفي نظرا لتأثيرها الكبير في السوق المالي.
- الانتشار الواسع للشركات التي تنتج نفس المنتج، أو تنتج منتجات بديلة، أو تعمل داخل نفس القطاع، مما عجل بظهور منافسة شديدة بين هذه الشركات، لذا تبنت هذه الأخيرة مؤشرات جديدة من أجل تقييم أدائها، وخير مثال على ذلك نجد مؤشر الصناعة.
- السياسات الحكومية وتدخلها في نشاط الشركة خاصة فيما يتعلق بمعدل الضريبة، أو الدعم الذي تقره لقطاع معين، أو السياسات الجمركية، التي لها تأثير كبير على أرباح الشركات وعلى مقدرتها في جلب المواد الأولية أو تسويق إنتاجها خارجيا.
- تحليل معدل النمو الاقتصادي، خاصة وأن هذا الأخير يلعب دورا هاما في مستوى الطلب على منتجات الشركة، وبالتالي سترتفع نسبة المبيعات، والنتيجة ارتفاع في سعر أسهمها والعكس صحيح.
- تحديد العلاقة الاقتصادية ما بين سعر الأسهم وإجمالي الأرباح، والقيام بعمليات التنبؤ لمستقبل الشركة وذلك بعد تحديد مختلف التحديات التي قد تعرقل نشاطها الاستثماري.
- تلعب هذه المؤشرات دورا هاما في قياس الفشل المالي للشركات، مع إمكانية التنبؤ بذلك قبل حدوثه، ما يجنبها الوقوع في أخطار مالية قد تعصف بمستقبلها في المستوى المتوسط والبعيد.



### ثالثا: أهداف التحليل الأساسي

تكمن أهم أهداف التحليل الأساسي فيما يلي :

- التنبؤ بتوجه الاقتصاد الوطني لأن النشاط الاقتصادي يؤثر على أرباح الشركات ومواقف المستثمرين وتوقعاتهم وأسعارهم الأمنية في نهاية المطاف.
- تقدير التغيرات في أسعار الأسهم من خلال دراسة القوى العاملة في الاقتصاد الكلي، وكذلك التأثيرات الخاصة على الصناعات والشركات.
- تحديد الوقت المناسب والأوراق المالية المناسبة للاستثمار

### رابعا : افتراضات ومداخل التحليل الأساسي

سنتطرق في هذا المطلب إلى تحديد افتراضات ومزايا وعيوب التحليل الأساسي.

#### 1- افتراضات التحليل الأساسي :

يستند التحليل الأساسي لعدة افتراضات تتمثل فيما يلي:

✓ لكل ورقة مالية قيمة ذاتية في أي لحظة زمنية :

فالحلل الأساسي يعتقد أن لكل ورقة مالية قيمة ذاتية غير مكتشفة ، فإذا أمكن لأحد تأكيد هذه

القيمة فالقرار حينئذ بالشراء أو البيع يكون سهلا، لاكتشاف هذه القيمة فالحلل الأساسي يفترض

المضاعف  $X$  أساسا أن القيمة = المكاسب المستقبلية

فالحلل الأساسي يكتشف أنه إذا كانت التوزيعات النقدية ستدفع، أو أن الأسهم مقبلة على زيادة

قيمتها فالمصدر الوحيد لهذه التوزيعات (التممين الرأسمالي) هو المكتسبات المستقبلية للشركة. لذا فالحلل

الأساسي يحاول حساب كم تكون المكتسبات المستقبلية قيمتها اليوم، كما المسماة أيضا الحاضرة

للدخل المستقبلي.

✓ القيمة الذاتية للورقة المالية دالة لكلا من العائد والمخاطرة :

يحدد المستثمر القيمة السوقية المناسبة وهي القيمة التي يجب أن يشتري بها وتباع هذه الورقة في وقت معين، وهو ما يعرف بتقييم الورقة المالية ، وفي هذه الحالة يحدد المستثمر معدل العائد المطلوب، وهو أدنى عائد يطلب أو الواجب تحقيقه لتحفيز المستثمر على استثمار أمواله في هذا الأصل ومقارنته بمعدل العائد المتوقع على هذا الاستثمار، يتكون معدل العائد المطلوب من معدل العائد الخالي من الخطر بالإضافة إلى علاوة الخطر ، باعتبار أن المستثمر يتجنب المخاطر بطبعه ولا بد من تحفيزه للاستثمار، وفي الأصل الخطر ومعدل العائد الخالي من الخطر هو العائد على ورقة مالية خالية من المخاطر وعادة ما يقاس بمعدل العائد على الأوراق الحكومية ، أم العائد المتوقع فيتمثل فيما يتوقعه المستثمر من ربح موزع للسهم بالإضافة إلى المكاسب الرأسمالية المتوقعة في نهاية الفترة ( عادة سنة) منسوبا إلى ثمن الشراء، أو أنه مجموع حاصل ضرب العوائد المحتملة لاستثمار معين في الاحتمالات المقابلة لها، أما العائد المحقق وهو العائد الذي يحوز عليه المستثمر جراء اقتنائه للأصل.

### ✓ تحديد القيمة الذاتية يستلزم معرفة العوامل الأساسية المؤثرة فيها :

والتي تتمثل في عوامل متصلة بالحالة الاقتصادية العامة وإلى عوامل متصلة بالصناعة التي تنتمي الشركة إليها وأخيرا عوامل خاصة بالشركة ذاتها.

### ✓ إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية :

يستند التحليل الأساسي على فكرة إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية بأسعار الأوراق المالية من خلال تحليل المعلومات الواردة، وبالتالي يمكن التعرف على الأرباح والمخاطر المستقبلية، مما يمكن المستثمر من تحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بسعر السوق.

### ✓ القيمة الذاتية للورقة تحدد قرار الاستثمار في الورقة المالية:

عندما تكون القيمة الحقيقية للورقة المالية أعلى من سعر التداول ، يكون القرار الرشيد هنا هو شراء هذه الورقة لأنه يتوقع ارتفاع قيمتها في السوق في المستقبل ، أما إذا كان السعر في السوق أكبر من قيمتها الحقيقية، فينبغي التخلص منها لتجنب تحقيق خسائر محتملة لأنه يتوقع انخفاض قيمتها في المستقبل.

### ✓ سوق الأوراق المالية كفء على الأقل في شكلها الضعيف :

ففي ظل معرفة جميع المتعاملين بالمعلومات السائدة في السوق، وهي الحالة التي توفرها السوق كاملة الكفاءة سوف يكون معدل العائد الذي يحققه المستثمرون قريبا من معدل العائد المتوقع

(القيمة السوقية للأوراق المالية تعكس قيمتها الحقيقية)، أما في ظل عدم تماثل المعلومات لدى المتعاملين (حالة سوق غير كفؤ) يفشل المتعاملون في السوق المالي في اتخاذ قرارات استثمارية سليمة يترتب عليها اختلاف معدل العائد المحقق من معدل العائد المتوقع (انحراف القيم السوقية للأوراق المالية عن قيمتها الحقيقية).

### 2- المداخل الرئيسية للتحليل الأساسي :

أثناء إجراء تحليل أساسي ، عادةً ما يستخدم المستثمرون أحد الأساليب التالية أو كليهما:

#### 1- التحليل من أعلى إلى أسفل:

في هذه الحالة ، يحقق المحلل في كل من المؤشرات الدولية والوطنية الاقتصادية ، مثل معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي وأسعار الطاقة والتضخم وأسعار الفائدة، والبحث عن أفضل الأصول ثم يتحول إلى تحليل إجمالي المبيعات ومستويات الأسعار والمنافسة الأجنبية في قطاع معين من أجل تحديد أفضل شركة في هذا القطاع.

#### 2- التحليل من أسفل إلى أعلى:

وهو المنهج التصاعدي حيث في هذه الطريقة يبدأ المحلل في تحليل البحث داخل قطاع معين بغض النظر عن الصناعة / المنطقة، حيث يتم إجراء التحليل الأساسي بهدف التنبؤ بأداء الشركة في المستقبل، ويعتمد على الاعتقاد بأن سعر السوق للأصل يميل إلى التحرك نحو "القيمة الحقيقية" أو "القيمة الجوهرية"، وبالتالي إذا كانت القيمة الجوهرية للأصل أعلى من القيمة السوقية ، فقد يكون هناك موقف يكون فيه وقت الشراء، خلاف ذلك يجب على المستثمرين البيع.

### خامساً: التحليل الأساسي نقاط القوة والمزايا والعيوب

سنتطرق في هذا المطلب إلى نقاط قوة التحليل الأساسي وكذلك إلى مزاياه وعيوبه.

#### 1- نقاط القوة للتحليل الأساسي :

تتمثل نقاط قوة التحليل الأساسي فيما يلي:

✓ الاتجاهات طويلة الأجل:

يعد التحليل الأساسي مفيداً للاستثمارات طويلة الأجل استناداً إلى الاتجاهات طويلة الأجل، إن القدرة على تحديد وتوقع الاتجاهات الاقتصادية أو الديموغرافية أو التكنولوجية أو الاستهلاكية على المدى الطويل يمكن أن تفيد المستثمرين وتساعد في اختيار مجموعات أو شركات الصناعة المناسبة.

### ✓ اكتشاف القيمة :

سيساعد التحليل الأساسي السليم في تحديد الشركات التي تمثل قيمة جيدة، إن بعض المستثمرين الأسطوريين يفكرون على المدى الطويل والقيمة، وبالتالي يمكن أن يساعد التحليل الأساسي في الكشف عن الشركات ذات الأصول القيمة ، والميزانية العمومية القوية ، والأرباح الثابتة ، والبقاء في السلطة.

### ✓ الفطنة التجارية :

واحدة من المكافآت الأكثر وضوحاً ، ولكن أقل ملموسة من التحليل الأساسي ، فهو تطوير فهم شامل للأعمال ، بعد إجراء مثل هذا البحث والتحليل المضني ، سيكون المستثمر على دراية بالدوافع الرئيسية للإيرادات والأرباح وراء الشركة ، حيث يمكن للأرباح وتوقعات الأرباح أن تكون محركات قوية لأسعار الأسهم. ويمكن أن يساعد الفهم الجيد للمستثمرين في تجنب الشركات التي تكون عرضة للنقص وتحديد الشركات التي تواصل تقديمها.

### ✓ محرك للقيمة:

بالإضافة إلى فهم الأعمال ، يسمح التحليل الأساسي للمستثمرين بتطوير فهم الدوافع القيمة الرئيسية داخل الشركة، حيث يتأثر سعر السهم بشدة بالمجموعة الصناعية من خلال دراسة هذه المجموعات ، ويمكن للمستثمرين وضع أنفسهم بشكل أفضل لتحديد الفرص عالية

المخاطر (التقنية) ومنخفضة المخاطر (المرافق) ، الموجهة نحو النمو (الكمبيوتر) والقيمة المدفوعة (النفط) ، غير الدورية (السلع الاستهلاكية) ، الدورية (النقل) الخ.

### ✓ الاعتماد على أساس اقتصادي :

يوفر التحليل الأساسي إطارًا تحليليًا لاتخاذ قرارات الاستثمار الرشيد، حيث يصر التحليل الأساسي على أنه لا ينبغي لأحد شراء أو بيع سهم على أساس النصائح والشائعات، حيث يدعو النهج الأساسي المستثمر إلى اتخاذ قرار شراء أو البيع على أساس تحليل مفصل للمعلومات حول الشركة ، والصناعة التي تنتمي إليها الشركة والاقتصاد. وهذا يؤدي إلى الاستثمار المستنير، حيث يمكن أن يكون التحليل الأساسي ذا قيمة ، ولكن يجب التعامل معه بحذر حيث يركز على أن المستثمر يجب أن يكون على دراية بالمحلل الذي يقف وراء التقرير، لدينا جميعًا تحيزات شخصية ، ولكل محلل نوع من التحيز، حيث يجب على المستثمر التعرف على معنى التقييمات وتتبع سجل المحلل قبل القفز إلى نتيجة. بيانات الشركات والبيانات الصحفية للشركة معلومات جيدة ، ولكن يجب قراءتها بدرجة جيدة من الشك لفصل الحقائق عن التظليلات، والبيانات الصحفية لا تحدث عن طريق الصدفة، يجب أن يصبح المستثمرون قراء ماهرين للتخلص من المعلومات المهمة وتجاهل التظليل.

### سادسًا: مميزات وعيوب التحليل الأساسي :

#### 1- مميزات التحليل الأساسي : تكمن مميزات التحليل الأساسي فيما يلي:

✓ التحليل الأساسي يدرس العوامل الاقتصادية والسوقية الحقيقية في تقييم قيمة الأسهم مع التحليل الأساسي ، فإنه يسعى إلى فهم الاتجاهات في الاقتصاد وقطاع الأعمال والشركات لتحديد ما إذا كان يتم تسعير الأسهم إلى حد ما بالنظر إلى الظروف الاقتصادية السائدة، ويبدأ التحليل الخاص بك عن طريق دراسة التوقعات الاقتصادية لتحديد أي مجموعات الصناعة من المرجح أن تستفيد، إن فهم المجموعة لا يقل أهمية عن اختيار قادة الصناعة ، فإن الشركات الكبرى في صناعة راكدة أو متراجعة لن تكون اختيارات حكيمة، يختتم التحليل

بدراسة القادة في الصناعات الناشئة ، والنظر في الإحصاءات الرئيسية ، والإدارة وخطط العمل.

✓ والميزة الثانية للتحليل الأساسي هي حقيقة أن أسعار الأسهم يتم تحديدها من خلال أداء الشركات وآفاقها لتحقيق الربح. لذلك إذا قمت بإجراء توقعات دقيقة والتوقعات حول الأرباح المستقبلية ، فمن المحتمل أن يكون تقييم أسعار السوق للأسهم دقيقًا نسبيًا.

✓ للتحليل الأساسي ميزة أخرى تتمثل في أنه هي المنطق الاقتصادي والقدرة على البقاء بمعايير الاستثمار ، وهو أن السهم هو خيار استثمار جيد عندما تكون قيمته السوقية أقل من قيمته الحقيقية ، أي عندما يكون بأقل من قيمته الحقيقية والعكس صحيح ، لا ينصح بشراء السهم عندما تكون قيمته السوقية أعلى من قيمتها الحقيقية.

## 2- عيوب التحليل الأساسي :

تكمّن عيوب التحليل الأساسي فيما يلي :

✓ إن التحليل الأساسي يحتاج إلى جعل الأسهم تختار بطريقة مدروسة وأحكام ذاتية ، كما هو تعريف للقيمة العادلة، قد يحتاج إلى استخدام معايير مختلفة لتقييم مجموعات الصناعة المختلفة ، والتي ستكون أيضًا عملية استهلاك للوقت.

✓ إن الضعف الرئيسي للتحليل الأساسي هو أنها تستغرق وقتًا طويلاً، حيث لا يمكنك تحديد موقع واستيعاب المعلومات بسرعة.

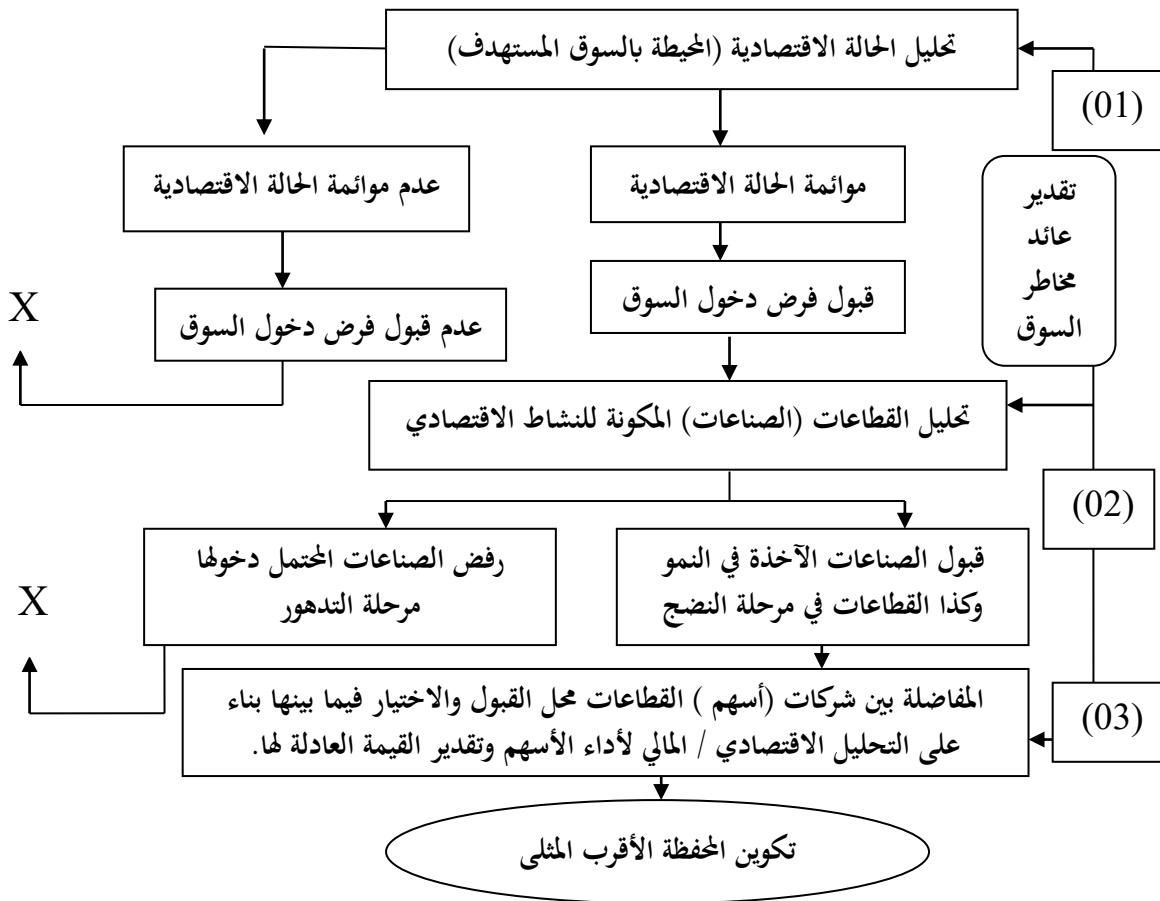
✓ فعيّب التحليل الأساسي يتعلق بفرضية السوق الفعالة، نظرًا لأن جميع المعلومات حول الأسهم هي معلومات عامة، باستثناء المعلومات الداخلية غير القانونية، كما تعكس أسعار الأسهم تلك المعرفة، إذا كانت أسعار الأسهم تعتمد على جميع المعلومات المعروفة ثم لا يمكن

## مطبوعة بورصة البضائع

الاستهانة بها أو المبالغة فيها، لكن تدفقات المعلومات غير كاملة ، وإذا كان لديك ممارسة العناية الواجبة سوف تكون أكثر نجاحاً من أولئك الذين لا يفعلون ذلك.

✓ التحليل الأساسي هو أن عملية التحليل معقدة وطويلة ومستهلكة للوقت والتي ستكون صعبة بالنسبة للمستثمر العادي، والأهم من ذلك أن التحليل الأساسي لم يكن قادراً على التنبؤ بحجم الحركة ولكنه قدم تنبؤات متحيزة فقط لاتجاهات تحركات أسعار الأسهم.

الشكل يوضح منهجية ومراحل التحليل الأساسي



المصدر: محمد محمود أحمد شليبي، أثر التغير في متغيرات الاقتصاد الكلي على أداء سوق الأوراق المالية

، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر، 2011، ص68

### سابعاً : مراحل منهج التحليل الأساسي

إن المدخل الأساسي في تحليل الأوراق المالية هو التحليل الذي يعتمد على استخدام الأساليب العلمية للوصول إلى القيمة العادلة للسهم في السوق، وأدت الأدبيات ذات الصلة بتحليل أداء الأسواق المالية على وجود ثلاثة مراحل أساسية لمنهجية التحليل الأساسي، والتي يمكن إجمالها في تحليل بيئة النشاط الاقتصادي وتحليل ظروف الصناعة وتحليل ظروف الشركات .

#### 1- تحليل بيئة النشاط الاقتصادي

يعد الأداء الكلي للنشاط الاقتصادي بمثابة الحيز الشامل الذي تعمل فيه سوق الأوراق المالية، وهنا تؤكد الأدبيات على وجود اتجاه تبادلي بين أداء النشاط الاقتصادي الكلي وسوق الأوراق المالية، وبالتالي فإن التأكد من سلامة البيئة الاقتصادية التي يعمل فيها سوق الأوراق المالية يعد عنصراً موضوعياً لاتخاذ القرار الاستثماري ، وبهذا الفهم فإن هذه المرحلة من التحليل الأساسي تعد أساساً في المفاضلة بين عدة أسواق والاختيار فيما بينها، وتركيزاً على تحليل البيئة الاقتصادية الكلية فإنه يتم من خلال مجموعة من المتغيرات والسياسات المختلفة للنظام الاقتصادي، يمكن إدراجها في النقاط التالية:

- المرحلة التي يمر بها النشاط الاقتصادي من دورة الأعمال.

- اتجاهات السياسات المالية والنقدية.

- تحليل مستويات الأسعار ومستويات التوظيف.

- الناتج المحلي الإجمالي

- أسعار الصرف



### 1-1- المرحلة التي يمر بها النشاط الاقتصادي من دورة الأعمال:

تعرف الدورة الاقتصادية أو دورة الأعمال بأنها "تقلبات في المستوى العام للنشاط الاقتصادي، ويمكن قياس هذه التقلبات من خلال بعض المتغيرات مثل معدل البطالة ومعدل التغير في الناتج القومي الإجمالي الحقيقي، حيث يعتبران الاقتصاديين "آرثر بارن" و " ويسلي ميتشال" أن دورة الأعمال تتكون من تلك التوسعات تليها تلك الإنكماشات التي تحدث انخفاض في وقت واحد تقريباً في العديد من القطاعات، تليها فترات الركود الاقتصادي، ثم انتعاش واسع النطاق الذي من شأنه توليد مرحلة من التوسع في الدورة القادمة، وأن مؤشرات الدورة تتمثل في القمم والانخفاضات في النشاط الاقتصادي الكلي معبرا عنه بالتحركات التي تحصل في مجالات التشغيل والإنتاج والمبيعات ، وعرف آخرون الدورة الاقتصادية بأنها (بأنها تأرجح في مجموع الناتج القومي والدخل والعمالة والذي يدوم عادة لفترة تتراوح ما بين سنتين إلى عشرة سنوات والتي تتصف بتوسع معظم قطاعات الاقتصاد أو انكماشه).

يفرق عادة الاقتصاديون بين أربع مراحل أساسية للدورات الاقتصادية، فتمثل فيما يلي:

#### ✓ مرحلة الانتعاش :

ويطلق عليها البعض "التوسع" أو الاستعادة وفيها يميل المستوى العام للأسعار إلى الثبات ، أما النشاط الاقتصادي في مجموعه فيتزايد ببطء، وينخفض سعر الفائدة، ويتضاءل المخزون السلعي، و تتزايد الطلبات على المنتجين لتعويض ما أستنفذ من هذا المخزون، ومن سمات هذه المرحلة توسع ملحوظ في الائتمان المصرفي مع توسع في التسويات والإيداعات.

#### ✓ مرحلة الرواج :ويطلق عليها "القمة"وتتميز بارتفاع مطرد في الأسعار، وتزايد حجم

الإنتاج الكلي بمعدل سريع، وتزايد حجم الدخل ومستوى التوظيف، في هذه المرحلة

## مطبوعة بورصة البضائع

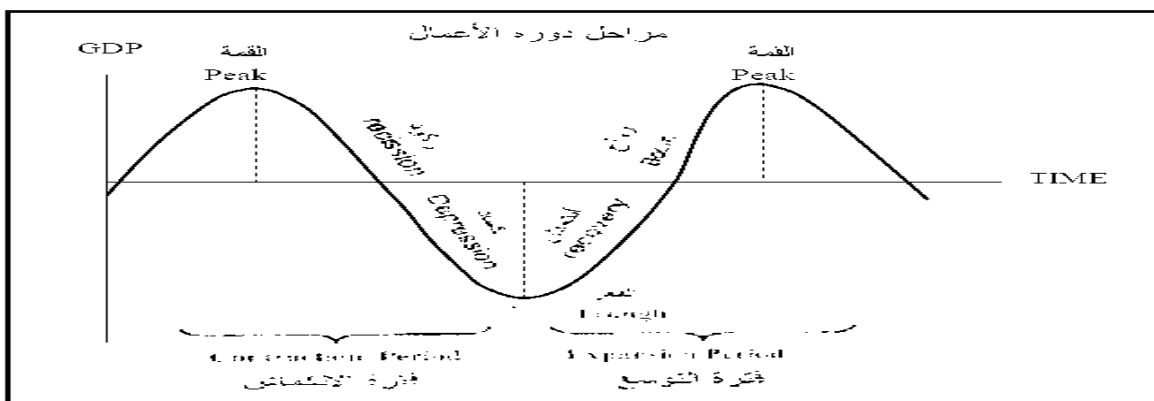
الطاقة تصبح مستغلة بالكامل، ويبدأ ظهور النقص في العمال و بعض المواد الخام الأساسية.

✓ **مرحلة الأزمة:** ويطلق عليها مرحلة "الركود" وتتميز بهبوط الأسعار، و ينتشر الذعر التجاري، وتطلب البنوك قروضها من العملاء، وترتفع أسعار الفائدة، وينخفض حجم الإنتاج والدخل، وتزيد البطالة، كما يتزايد المخزون السلعي. ومن سمات هذه المرحلة انخفاض التسهيلات المصرفية وارتفاع نسبة الاحتياطي النقدي لدى البنوك وضعف التسويات والإيداعات المصرفية.

✓ **مرحلة الكساد:** وتتسم بانخفاض الأسعار، وانتشار البطالة، وكساد التجارة والنشاط الاقتصادي في عمومها، ويطلق عليها مصطلح القاع وهي الجزء الأسفل من النشاط الاقتصادي الذي يصبح سيئا بدرجة كبيرة.

ومما لا شك فيه أن تعيين المرحلة التي يمر بها النشاط الاقتصادي في الدورة الاقتصادية وكذا التوقع بالمرحلة القادمة التي سيكون بصدها يعد محمدا رئيسيا في قرار الاستثمار ببورصة الأوراق المالية، وذلك نتيجة لما يعكسه نمط هذه المرحلة على أداء الشركات المتداول أسهمها، إضافة إلى تأثير نمط تلك المرحلة أيضا على سيكولوجية المتعاملين الاقتصاديين داخل السوق.

الشكل : يوضح مراحل دورة الأعمال



Source:MC. Vaish, Macro economic Theory , 1981, P513

### 2-تحليل ظروف الصناعة

يعتبر تحليل ظروف الصناعة الخطوة الثانية في التحليل الأساسي، وتكمن أهمية تحليل ظروف الصناعة في التباين بين أداء الصناعات المختلفة، و بالتالي يوضح التحليل الصناعات المتميزة التي يمكن الاستثمار في المنشآت التي تنتمي إليها. خاصة أن هناك بعض الدراسات التي أثبتت أن هناك تماثلا في ربحية المنشآت داخل الصناعة الواحدة. ويرتكز تحليل القطاع أو الصناعة على عدة جوانب مختلفة، ويمكن إيضاحها إجمالاً على النحو التالي: تحليل العوامل الوصفية للقطاع - تحليل دورة حياة الصناعة.

#### 2-1- تحليل العوامل الوصفية للقطاع :

إن تحديد العوامل الوصفية للقطاع تتمثل فيما يلي:

الأداء التاريخي - التأثيرات الحكومية - حجم الطلب والعرض - التغيرات الهيكلية - هيكل المنافسة - المتغيرات الاجتماعية على تحليل ظروف القطاع.

#### ✓ الأداء التاريخي :

تتمثل دراسة العلاقة بين المتغيرات الحالية والتغيرات الماضية في معدلات نمو المبيعات وذلك لإمكانية إجراء المفاضلة بين الماضي والحاضر ولكن لا بد أن تأخذ العوامل التالية في الاعتبار عند إجراء التحليل التاريخي وهي:

✓ مدى استفادة الصناعة من فترات الازدهار في الاقتصاد القومي ومدى قدرتها على مواجهة حالة الركود الاقتصادي، فإذا كانت ضعيفة في الماضي فليس هناك ما يبرز زيادة قدرتها في المستقبل، وقد أشار راد كليف إن استقرار مبيعات الصناعة في الماضي يعني استقرارها في المستقبل والعكس.

✓ النمو السريع شيء والربحية شيء آخر فإذا لم توجد رقابة جيدة على التكاليف فإن النمو قد يعني انخفاض الربحية.

✓ لابد من تحليل نسبة التكاليف المختلفة مثل : تكلفة العمالة، تكلفة المواد الخام ، التكلفة الصناعية، تكلفة إدارية إنتاجية العامل ، أسعار المنتجات معدل دوران الأصول .

✓ إذ أن قراءة الأداء التاريخي للصناعة سيدعم المحلل في تتبع درجة النمو أي التقلب لمعدل نمو الصناعة، كما ستدعمه ذلك في إدراك مدى قدرة هذه الصناعة على مواجهة فترات الكساد وكذا قدرتها على الاستفادة من فترات الازدهار.

### ✓ التأثيرات الحكومية :

ويقصد بها مدى تدخل الحكومة في شؤون هذه الصناعة حيث تتصف بعض المنشآت بوجود درجة عالية من التدخل الحكومي نظرا لأن تأثيرها مباشر على النشاط الاقتصادي وعلى المجتمع ككل مثل : البنوك، شركات الأدوية، المرافق العامة، كذلك قد يكون هناك تدخل حكومي في صورة وضع عقبات كبيرة أمام نمو الصناعة في صورة تقييد للأسعار أو تحديد لطبيعة المنتجات ولمستوى الجودة أو قد يكون هناك تدخل في صورة تقديم إعانات مالية وعينية أو فرض رسوم جمركية لحماية الصناعة المحلية، هذا بجانب الدور الأساسي والهام للحكومة وهو العمل على تنمية علاقات دولية تسهم في النهوض بالصناعة.

ولا ينبغي أن يقتصر المحلل على دور الحكومة في التدخل، بل عليه أيضا أن يهتم بتحليل قدرة الحكومة على تهيئة مناخ من الثقة والتعاون مع غيرها من الحكومات، فالعلاقة القوية التي تربط بين دولة ما وغيرها من الدول، ولها تأثير أيضا على حجم السوق الأجنبي المتاح أمام صناعات تلك الدولة، ولعل هذا يفسر الجهود التي تبذلها وزارة الخارجية لعقد اتفاقات الشراكة مع العيد من الدول.

### ✓ حجم الطلب والعرض :

من الجوانب الهامة التي ينبغي أن ينبغي بها التحليل الأساسي هو دراسة الطلب والعرض لمنتجات الصناعة، فمن المهم إن يتعرف المحلل على ما إذا كان الطلب على المنتجات الصناعية في ارتفاع أو في انخفاض أو لم يطرأ عليه تغيير، وأيضا ما إذا كانت الطاقة غير كافية، حينئذ على المحلل

أن يتعرف على إمكانيات الصناعة في تغطية الزيادة في الطلب، وإذا ما ثبت عدم قدرة الصناعة على مواجهة تلك الزيادة في الطلب، فسوف يعد هذا نذير بدخول منتجين جدد، وهو ما قد يترتب عليه زيادة كبيرة في العرض واحتدام المنافسة بين منشآت الصناعة، وهو ما يتوقع أن يكون له أثرا عكسيا على ربحية المنشآت القائمة، وعلى أسعار أسهمها بالتبعية.

### ✓ التغيرات الهيكلية :

فرضت التحولات التكنولوجية التي شاهدها البيئة الاقتصادية بداية من القرن العشرين ضرورة حتمية لأخذ هذه التحولات في الاعتبار أثناء تحليل الصناعة، وذلك للوقوف إلى مدى أن تكون هذه التحولات التكنولوجية إحدى الفرص التي يمكن أن يستفيد منها منتج الصناعة أو أن تكون تهديدا لهذا المنتج، ويؤكد هذا الفهم أن الثورات التكنولوجية المتعاقبة قد ساعدت على نهوض بعض الصناعات، بينما ساعدت من جانب آخر على تلاشي صناعات أخرى.

### ✓ هيكل المنافسة :

إحدى الاعتبارات الهامة التي يجب أخذها في الاعتبار أثناء تحليل الصناعة، هو نمط المنافسة الذي يحيط بيئة هذه الصناعة، وربط هذا النمط من المنافسة بالعوائد المتوقعة لها، وتحليل البيئة التنافسية للصناعة يشمل على مجموعة من المحددات.

## 2-2- تحليل دورة حياة الصناعة

وهي تعبر عن دورة المنتج الرئيسي الذي تقدمه الصناعة فكل صناعة تمر بمراحل دورة حياة مثلها مثل أي منتج من المنتجات وهذه المراحل تتمثل في :

### ✓ مرحلة الظهور :

هي مرحلة ولادة المنتج الجديد أو صناعة جديدة وهنا تكون مبيعات الصناعة أقل ما يمكن، وتتصف هذه المرحلة بوجود درجة مرتفعة من عدم التأكد بشأن المبيعات والأرباح لوجود رغبة دائمة

لدى المنتج نحو إدخال التحسينات على المنتج طبقا لرغبات المستهلك، في هذه المرحلة تحقق المنشأة خسائر وتتفق كثيرا على الإعلان، وتتصف أسعار الأسهم هنا بأنها تكون عند أدنى حد لها نظرا لعدم وجود أي دلائل تشير إلى ازدهار الصناعة في المستقبل.

ففي هذه المرحلة قد تحقق الصناعة انطلاقا واختراقا للسوق بما يحقق عوائد مستقبلية مرتفعة، فيما يصاحب ذلك احتمالات أخرى لمواجهة الفشل والخروج مبكرا، وعليه فان هذه المرحلة تكون مناسبة لبعض المستثمرين الذين لديهم استعداد لمواجهة مزيد من المخاطر في سبيل الحصول على عوائد عالية، بينما يتجنب هذه المرحلة المستثمرين الدفاعيون وهم من لديهم رغبة التنازل عن أي عائد لأجل تجنب طفيف من المخاطر.

### ✓ مرحلة النمو السريع :

في هذه المرحلة تظهر أنواع مختلفة من المنتج ويزداد حجم المبيعات بشكل ملحوظ وتزايد معه الأرباح المتولدة، غير أن الجانب الأكبر من الأرباح عادة ما يحتجز للمساهمة في تمويل مزيد من الأجل، كذلك يميل الاتجاه في هذه المرحلة نحو الاقتراض لتدعيم الموارد الذاتية، فيزداد العرض وتنخفض الأسعار وينخفض معها هامش الربح، ويبدأ معدل نمو تجدد المنشآت صعوبة في الاستمرار، وهي مخاطر ينبغي أخذها في الحسبان.

### ✓ مرحلة النضوج:

هذه المرحلة تمثل نهاية سنوات النمو السريع في حجم المبيعات حيث يكون السوق قد تشبع تماما ليصل معدل نمو الصناعة إلى مستوى نمو الدخل الوطني، ويصبح النمو تحسينات جزئية في المنتجات وهنا تصل أسعار الأسهم لهذه الصناعة إلى أقصى حد لها ولا يوجد احتمال لزيادتها في المستقبل.

وعليه فان الصناعة في هذه المرحلة ستكون مصدر جذب لفئة المستثمرين الساعون للحفاظ على مستويات مستقرة من الدخل وتجنب مخاطر محتملة، بينما يتجنبها المستثمرون الساعون لتحقيق أرباح رأسمالية عالية مع الاستعداد لمواجهة مزيد من المخاطر المحتملة.

### ✓ مرحلة الاستقرار:

تعتبر هذه المرحلة من أطول مرحلة يصل فيها معدل نمو الصناعة إلى معدل نمو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه هذه الصناعة، ويتشبع السوق بمنتجات هذه الصناعة، وخلال هذه المرحلة يمكن للمستثمرين أن يقدرُوا النمو بسهولة لأن المبيعات تنمو جنباً إلى جنباً إلى جنب مع الاقتصاد، إلا أن نمو الأرباح يختلف باختلاف الصناعة، وكذلك تختلف الشركات داخل الصناعة الواحدة وذلك لاختلاف القدرات الإدارية والرقابة على التكاليف وهوامش الربح المحققة، ومعدلات العائد على رأس المال، وتساوي معدلات العائد مع المستويات التنافسية الأخرى بل من الممكن أن تقل، ويتم دفع توزيعات أرباح الأسهم لأن الشركات في هذه الصناعة قد تواجه صعوبة في العثور على فرص لإعادة الاستثمار.

### ✓ مرحلة التدهور:

حيث تتصف هذه المرحلة بانخفاض المبيعات وكذلك انخفاض الأرباح بمعدل أعلى أو أسرع من انخفاض المبيعات، ما لم تبدأ الصناعة في تطوير ذاتها واستخدام موارد جديدة لإنتاج منتجات جديدة محل المنتجات القائمة وهي تمثل فترة حدوث انخفاضات كبيرة في أسعار الأسهم وكذلك توزيعات الأرباح وبفضل إجراء عمليات بيع على المكشوف للأسهم في هذه المرحلة ولا ينصح بإجراء عمليات الشراء للأسهم.

### 3- تحليل ظروف الشركة

يتمثل في تحليل أداء المالي للشركة المزمع الاستثمار في سهمها، فبعد نجاح المستثمر في تقييم أداء النشاط الاقتصادي والتحقق من سلامة البيئة الاقتصادية فإنه ينصرف إلى تحليل مجموعة القطاعات وذلك للوقوف على الصناعات الأكثر نشاطاً ومن ثم الأعلى عائداً، وبعد تحديد القطاعات يأتي تكوين المحفظة من خلال ترجيح مجموعة من الأسهم من بين القطاعات، وهنا يأتي دور المرحلة الأخيرة من التحليل التي يتم فيها تقييم الورقة المالية لشركات القطاعات.

### 3-1- تعريف التحليل المالي وأهدافه :

#### ✓ تعرف التحليل المالي:

يعرف التحليل المالي على انه " دراسة تفصيلية للبيانات والقوائم المالية للشركات من أجل الحصول على معلومات تستعمل في اتخاذ القرارات، وبذلك التخطيط للمستقبل لتحقيق الاستخدام الأمثل للموارد المتاحة، وتقييم أداء الشركات ومن ثم كشف الانحرافات وإيجاد نقاط القوة والضعف للسياسة المالية التي تنتهجها، وبالتالي المساهمة في التوفيق بين السيولة والربحية وذلك لضمان حمايتها من مخاطر عدم تسديد التزاماتها للدائنين من خلال الأموال المستخدمة في عملية الاستغلال والاستثمار، وزيادة قدرتها التنافسية ومدى استمراريته في السوق.

وكما يعرف على أنه الوسيلة الهادفة إلى تحديد مجموعة من العلاقات والمقاييس على شكل نسب مالية أو اتجاهات تلخص أنشطة المشروع التشغيلية والاستثمارية والتمويلية وما تظهرها القوائم المالية ومصدر المعلومات الأخرى مع شرحها وتفسيرها ووضعها في خدمة قرارات الجهات ذات العلاقة .

#### ✓ أهداف التحليل المالي:

يهدف التحليل المالي إلى ما يلي:

- ✓ الحكم على أداء وكفاءة الإدارة
- ✓ التعرف على حقيقة الوضع المالي للمنشأة
- ✓ تقييم الخطط والبرامج التقييمية المطبقة
- ✓ بيان قدرة المنشأة على خدمة ديونها وقدرتها على الاقتراض
- ✓ المساعدة في اتخاذ القرارات الخاصة بالرقابة والتقييم
- ✓ الحكم على جدوى الاستثمار في المنشأة
- ✓ بيان وضع ومستوى المنشأة في القطاع الذي تنتمي إليه.



✓ الحكم على مستوى أنظمة الرقابة المستخدمة .

### 3-2- تحليل القوائم المالية :

تعد القوائم المالية المصدر الأهم لتزويد المحلل المالي بالمعلومات التي تمثل جميع جوانب المنشأة وتصف عملياتها، والمحلل المالي يستخدمها لتفسير الأرقام في تلك القوائم المالية، وهي عدة أنواع:

✓ **قائمة الدخل** : تبين هذه القائمة الأرباح أو الخسائر المتحققة في المؤسسة خلال فترة زمنية محددة، وهي تبين مقدار الإيرادات المتحققة فعلا وكذلك النفقات المتحققة مقابل الحصول على تلك الإيرادات، والفرق بينهما يشكل الربح أو الخسارة في المؤسسة.

✓ **الميزانية العمومية** : هي عبارة عن صورة المؤسسة في لحظة معينة من حياتها، تبين الموارد المتاحة لها، واستخدامات الموارد وتنقسم إلى جانبين هما:

✓ **الجانب الأيمن**: ويمثل الموجودات وهي عبارة عن الأصول التي تمتلكها المؤسسة .

✓ **الجانب الأيسر**: يمثل المطلوبات التي حصلت عليها المؤسسة لاستخدامها في تمويل موجوداتها المختلفة.

✓ **التدفقات النقدية** : وهي من القوائم المهمة لحسابات المؤسسة، والتي تبين مقدار التدفق النقدي

الداخل وكذلك التدفق النقدي الخارج من المؤسسة، والفرق بين التدفق النقدي الداخل والتدفق

النقدي الخارج يكون السيولة النقدية المتوفرة للمؤسسة، وبين مدى قدرتها على مواجهة متطلبات

التزامات المؤسسة النقدية خلال تلك الفترة التشغيلية. وتأتي أهمية تحليل التدفقات النقدية من أهمية

القائمة نفسها حيث يستطيع المحلل المالي من خلال هذا التحليل أن يحكم على الأداء المالي

للمنشة كما يمكنه أيضا الحكم على مدى ملائمة التدفقات النقدية وكفايتها لاحتياجات المنشأة،

بالإضافة إلى ما يوفره هذا التحليل من معلومات مهمة عن مصادر التدفق النقدي في المنشأة وما قد

يوفره عن إمكانية التنبؤ باستمراريتها أو فشلها.

### 3-3- تحليل القوائم المالية المقارن :

تعتبر القوائم المالية من أكثر التقارير المحاسبية أهمية نظرا لاحتوائها على معلومات تبين المركز المالي والنقدي للمنشأة في فترة محددة، كما أن هذه القوائم موزعة بشكل موحد يسهل عملية المقارنة على المحلل المالي. وهذا ويمكن إجراء التحليل المالي المقارن من خلال القوائم المالية السابقة بشكل رأسي وبشكل أفقي.

#### ✓ تحليل الرأسي أو العمودي :

يتمثل في استخدام النسب المالية والذي يركز على دراسة العلاقة الإجمالية بين بنود القوائم المالية أي تحديد العلاقة بين كل بند في الميزانية لمجموع الأصول والعلاقة بين كل بند من بنود جدول الحسابات النتائج برقم الأعمال (المبيعات)، حيث يهدف هذا التحليل إلى تقييم الكفاءة الاقتصادية للمؤسسة لنشاطها وقدرتها على تحقيق الربحية ومواجهة الالتزامات الطويلة والقصيرة الأجل، كما تمثل النسب المالية العلاقة بين بندين من نفس القائمة المالية (الميزانية، جدول حسابات النتائج، قائمة التدفقات النقدية)، علاقة بندين محاسبين قائمتين مختلفتين ، والنتائج المالية لا يمكن أن يكون له معنى إلا إذا تم مقارنته بنسب نموذجية أو معيارية لمعرفة الموقف ووضع مالية المؤسسة وأدائها الاقتصادي.

#### ✓ تحليل الأفقي أو التاريخي :

يقصد بالتحليل الأفقي مقارنة الأرقام الواردة بالقوائم المالية لعدة فترات محاسبية متتالية، حيث أن المقارنة ستتم بين قيمتي البند ذاته ولكن على مدار سنتين ماليتين متتاليتين أو أكثر، وكلما زادت عدة سنوات المقارنة كلما أصبحت الأرقام أكثر دلالة ويطلق على هذا التحليل بتحليل الاتجاهات، ويقوم عادة المحلل المالي من خلال هذا التحليل برصد سلوك واتجاهات البنود المختلفة من خلال إيجاد التغير فيها بالقيم المطلقة و النسب المئوية على حد سواء، و هو ما يساعده بشكل أفضل على إنجاز تحليله.

### 3-4- تحليل النسب المالية

تعتبر النسب المالية من أهم أدوات التحليل المالي للقوائم المالية وأكثرها انتشارا في أوساط المحللين الماليين، و هي من أقدم هذه الأدوات حيث ظهرت في منتصف القرن التاسع عشر عندما كان يستعين فيها آنذاك المستخدمون و أصحاب الصلة لاتخاذ قراراتهم الاقتصادية، ولعل أهم ما ساعد على انتشار النسب بين المحللين والمستخدمين سهولة استخراجها وفهمها وإمكانية الاعتماد عليها في تقييم الأداء و أوجه النشاط المختلفة.

هناك أنواع عديدة من النسب المالية التي تساعد المحلل المالي على تحليل وضع المؤسسة وسندكر أهم النسب المالية والتي يمكن تقسيمها إلى مجموعات أساسية :

#### ✓ نسبة السيولة :

تقيس نسبة السيولة مقدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل تجاه دائئيتها عندما يحين اجل استحقاق هذه الالتزامات وترتبط هذه الأصول السائلة التي يمكن تداولها في الأسواق وتحويلها إلى نقدية بسهولة وسرعة عند سعر السوق، وتعرف أيضا بالنسب التي تقيس مدى قدرة الشركة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل عند استحقاقها باستخدام أصولها السائلة والشبه سائلة (الأصول المتداولة) دون تحقيق خسائر، أي السهولة والسرعة في التحويل إلى نقد جاهز دون خسائر. ومن أهم نسب السيولة المشار إليها:

✓ نسبة السيولة : وهذه النسبة تعمل على قياس توازن المؤسسة المالي من خلال إظهار درجة تغطية الأصول المتداولة في المؤسسة المطلوبات المتداولة (الخصوم) فيها، ويمكن إيجاد النسبة من خلال المعادلة التالية :

$$\text{نسبة السيولة} = \left( \frac{\text{الأصول المتداولة}}{\text{المطلوبات المتداولة}} \right) \times 100$$

## مطبوعة بورصة البضائع

✓ نسبة السيولة السريعة: هناك بعض الجهات تطلب أن تكون نسبة السيولة بشكل أكثر دقة بحيث يتم استثناء أصعب عناصر الأصول المتداولة تحولا إلى نقد، وغالبا ما يكون عنصر المخزون، وهذه النسبة تسمى نسبة السيولة السريعة، ويمكن إيجادها من خلال المعادلة التالية:

$$\text{نسبة السيولة السريعة} = (\text{الأصول المتداولة} - \text{المخزون} \div \text{المطلوبات المتداولة}) \times 100$$

إن الشركة الأكثر سيولة هي الأكثر جاذبية من حيث قدرتها على الوفاء بالالتزامات والتي تشكل أرضية صلبة ضد أي خلل أو تخلف عن الوفاء بالدين، والشركة ذات الآمال العريضة التي تفشل في تحقيق السيولة قد تواجه خطر الإفلاس في حال عدم تمكنها من تسديد الالتزامات قصيرة الأجل. لذلك تلجأ الشركات الاهتمام بنسب السيولة التي تساعد الشركات على تجنب خطر الوقوع في العسر المالي والاستعداد لدفع الالتزامات عند مواعيد استحقاقها، حيث إن نسب السيولة تعتبر مؤشرا جيدا للحكم على مقدرة الشركات على المدى الطويل.

### ✓ نسبة النشاط :

وهي تقيس مدى زيادة أو انخفاض نشاط الشركة في تحريك استثماراتها، ومدى كفاءتها في استخدام أصولها لإنتاج أكبر قدر ممكن من السلع والخدمات وتحقيق أكبر عدد ممكن من المبيعات، ومن أهم النسب ما يلي :

$$\text{✓ معدل دوران الأصول} = \text{صافي المبيعات} \div \text{إجمالي الأصول}$$

$$\text{✓ معدل الأصول الثابتة} = \text{صافي المبيعات} \div \text{الأصول الثابتة}$$

$$\text{✓ معدل دوران المخزون} = \text{المبيعات} \div \text{متوسط المخزون}$$

وتؤثر نسب النشاط على العوائد، أي أن زيادة معدلات الدوران لهذه النسب يزيد من الأموال المتاحة للشركة، وبالتالي زيادة الاستثمارات والفرص الاستثمارية ما يعكس إيجابيا على أسعار الأسهم بالارتفاع، وحيث إن زيادة نسب النشاط قد تؤدي إلى زيادة لأسعار الأسهم أو انخفاض أسعار

## مطبوعة بورصة البضائع

الأسهم، حيث إن زيادة نسب النشاط تؤدي إلى ارتفاع الإنفاق الاستثمار مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وارتفاع أسعارها السوقية وارتفاع عوائدها، بمعنى آخر إن الزيادة بنسب النشاط تؤدي إلى زيادة الأرباح مما ينعكس إيجابيا على أسعار الأسهم والعائد (علاقة طردية).

### ✓ نسبة الاقتراض :

ويطلق عليها أيضا نسبة المديونية لأنها تعتبر إحدى مصادر التمويل خارج نطاق حقوق الملكية، فالدين يعتبر وسيلة من وسائل الحصول على التمويل اللازم للتوسع، ولكن خدمة الدين قد تستنزف بشكل كبير موارد السيولة النقدية اللازمة للتشغيل، وهذه النسبة تبين للمالكين كفاءة سياسات التمويل التي تتبعها إدارة المشروع ، بينما تكون للدائنين مؤشر على مقدار هامش الأمان الموفر لهم عن ديونهم لدى الشركة، وهي توضح الأنواع المختلفة التي يتكون منها إجمالي أموال الشركة لمعرفة مدى التناسب فيها بين الملكية والمديونية ومصادر التمويل الداخلية ومصادر التمويل الخارجية ، وتمثل النسب التغطية فيما يلي:

$$✓ \text{ معدل التمويل بالقروض} = \frac{\text{إجمالي الديون}}{\text{إجمالي الأصول}}$$

$$✓ \text{ نسبة الديون لحقوق الملكية} = \frac{\text{إجمالي المطلوبات}}{\text{حقوق المساهمين}}$$

$$✓ \text{ نسبة الالتزامات الطويلة الأجل} = \frac{\text{الالتزامات الطويلة الأجل}}{\text{الأصول الثابتة}} \%$$

$$✓ \text{ نسبة الالتزامات قصيرة الأجل} = \frac{\text{الالتزامات قصيرة الأجل}}{\text{الأصول المتداولة}} \%$$

حيث أن الاعتماد على القروض في تمويل جانب من أنشطة الشركة عندما يصاحبه تكلفة منخفضة فإنه تعظيم ربحية الشركة، وذلك من منطلق أن هذا التمويل من المفترض أنه سينصرف إلى توسعات في الطاقة الإنتاجية للشركة، وهو ما سيولد قيمة مضافة مستقبلا تنعكس بصورة إيجابية

## مطبوعة بورصة البضائع

على ربحية الشركة، غير أن زيادة القروض عن حد معين وفي ظل تكلفة إقراض غير مقبولة قد يهدد بخطر الإفلاس للشركة أو حتى تعرضها لتعثر مالي.

✓ **نسبة الربحية :** من المؤكد أن المستثمر يعطي اهتماما خاص بربحية السهم، على أساس أن النمو في تلك الربحية عادة ما يصحبه زيادة في القيمة السوقية للسهم، إضافة إلى احتمال زيادة ما يحصل عليه حامله من توزيعات. وتعرف الربحية على أنها النسب التي تقيس كفاءة إدارة الشركة في استغلال الموارد استغلالاً أمثل لتحقيق الأرباح، وهو مؤشر لتحسن أداء الشركة المالي، ويؤكد مدى قدرة الشركة على مواكبة النمو والتطور العالمي، ومن أهم نسب الربحية:

✓ هامش مجمل الربح :  $\text{مجمّل الربح} \div \text{صافي المبيعات} \times 100$

وتحدد هذه النسبة معدل ربحية المبيعات بعد خصم تكلفة المبيعات.

✓ **هامش الربح التشغيلي :** يتميز هامش الربح التشغيلي بالقدرة على مقارنة الربح فيما بين الشركات المختلفة، بصرف النظر على اختلاف طريقة احتساب تكلفة المبيعات.

حيث أن الزيادة بنسب الربحية يمكن أن يكون له أثر إيجابي على أسعار الأسهم، فالزيادة المتوقعة بنسب الربحية تزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل مع الأسهم، وبالتالي ارتفاع أسعارها وزيادة عوائدها، أي أن تحقيق الشركة للربح المناسب يساعد على الحفاظ على أسعار أسهم هذه الشركات في الأسواق المالية، وبالتالي تعظيم القيمة السوقية، وقد أشارت الكثير من الدراسات على أن العلاقة بين العوائد والأرباح علاقة طردية.

✓ **نسبة السوق :**

تعرف هذه النسب بنسب الاستثمار ونسب الأسهم حيث يلجأ إليها المستثمرون في الأسواق المالية والمتعاملون فيها، حيث يتسنى لهم المفاضلة بين خيارات الاستثمار المتاحة والتعرف على اتجاهات

## مطبوعة بورصة البضائع

الأسعار السوقية للأسهم في السوق المالي، وتضم هذه النسب في كثير من الأحيان إلى النسب الربحية، لما للأخيرة من أثر هام على هذه النسب. وتتمثل النسب فيما يلي:

✓ عائد السهم العادي: تبين هذه النسب الربح الذي يتحقق عن كل سهم عادي خلال الفترة المالية، وتعتبر هذه النسبة من أهم نسب السوق ويلجأ إليها المستثمرون الحاليين والمرتقبين، ولحساب عائد السهم تستخدم الصيغة البسيطة التالية :

عائد السهم العادي = (صافي الدخل - توزيعات الأسهم الممتازة) ÷ المتوسط المرجح للأسهم العادية

✓ نسبة سعر السهم إلى ربحيته: تعرف هذه النسبة بمضاعف عائد السهم لأنه إذا استخرجت النسبة وجرى ضربها بأحدث قيمة للأرباح المتحققة عن السهم، فعنده يمكن للمحلل المالي على تقدير لما يجب إن تكون عليه قيمة السهم في السوق، لذ فهي مؤشر جيد للتعرف على اتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم السوقية في الأسواق المالية، وتأخذ هذه النسبة الصيغة التالية :

نسبة سعر السهم إلى ربحيته = سعر السهم السوقية ÷ عائد السهم × 100

✓ القيمة الدفترية للسهم العادي: توضح هذه النسبة نصيب السهم العادي من حقوق المساهمين، أي نصيبه من رأس المال المدفوع وعلاوات الإصدار والاحتياطات والأرباح المحتجزة خلال السنوات الماضية من عمر الشركة، ويفضل أصحاب الأسهم نسب عالية للقيمة الدفترية للسهم وهو ما يشكل عامل اطمئنان لهم. وتحسب القيمة الدفترية للسهم العادي من خلال النسبة التالية:

القيمة الدفترية للسهم = حقوق المساهمين ÷ عدد الأسهم العادية

## مطبوعة بورصة البضائع

✓ القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية : تحسب هذه النسبة بالمرات، حيث الحصول على نسبة عالية مؤشر جيد، ويعني أن نظرة المستثمرين وتقييمهم لأداء المنشأة جيداً، مما انعكس على ارتفاع السعر السوق للسهم، أما المؤشر المتدني فيعني أداء غير جيد من قبل المنشأة من وجهة نظر المستثمرين، مما انعكس على السعر السوقي للسهم فانخفض إلى حد عدم وصوله إلى القيمة الدفترية للسهم، وتحسب من خلال النسبة التالية:

$$\text{القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية} = \text{سعر السهم السوقي} \div \text{القيمة الدفترية للسهم}$$

✓ ريع السهم : يحسب ريع السهم لتقدير عائدات المساهمين بالنسبة إلى السعر السوقي للسهم، ويمكن احتساب ريع السهم بالنسبة التالية :

$$\text{ريع السهم} = \text{نصيب السهم العادي من التوزيعات} \div \text{سعر السهم السوقي}$$

وتقارن هذه النسبة بالعائد على السهم وتستخدم للحكم على فرص الاستثمار البديلة حيث المؤشر العالي لريع السهم يجعل المستثمرين يتوقعون نمواً بطيئاً للتوزيعات على أسهمهم .

✓ نسبة التغطية : تقيس نسبة تغطية المخاطر المالية وقدرة التحمل المالي، فهي لا تقتصر على قياس قدرة المنشأة على تغطية أعباء الدين فحسب بل إنها تشمل قياس القدرة على تغطية توزيعات الأسهم الممتازة ومن أمثلة نسب التغطية:

$$\text{معدل تغطية أعباء خدمة الديون : ( صافي الربح قبل الضرائب وحقوق الأقلية في الأرباح + إجمالي أعباء الفوائد )} \div \text{(إجمالي أعباء الفوائد + أقساط القروض)}$$

والهدف من هذا المعدل هو إنه كلما ارتفع كلما دل على تحسن الموقف المالي للشركة.

$$\text{معدل تغطية الأسهم الممتازة ( صافي الربح قبل الضرائب وحقوق الأقلية في الأرباح + إجمالي أعباء الفوائد )} \div \text{(إجمالي أعباء الفوائد + توزيعات الأسهم الممتازة)}$$



وعليه فان هذا المعدل يقيس هامش الأمان لتوزيعات الأسهم الممتازة وذلك باعتبار أن توزيعات الأسهم الممتازة عبئاً ثابتاً كالفوائد إلا أنها تخصم من الأرباح وليس من الإيرادات.

### المحور الرابع : مدخل للتحليل الفني في البورصة

يعتبر التحليل الفني إحدى منهجي التحليل الاستثماري في البورصة، فهو يساعد على فهم حركة الأسعار في الأسواق المالية المختلفة، حيث يعتبر أحد أهم الأدوات المستخدمة كأساس عقلائي في اتخاذ قرارات التداول ووضع خطط المضاربة والاستثمار.

#### أولا : مفهوم التحليل الفني

إن مصطلح التحليل الفني المستخدم في سوق الأوراق المالية له معنى خاص يختلف عن التعريف الموجود في القاموس لهذه الكلمة ، فهو يشير إلى دراسة وضع السوق نفسه وليس دراسة الأسهم التي يتم التعامل عليها في السوق .

يعرف التحليل الفني " على أنه أسلوب يتم من خلاله تسجيل بيانات التداول الفعلية والتاريخية على خرائط وذلك من خلال متابعة تغيرات الأسعار وجم المعاملات وأحجام التداول وغيرها لسهم معين أو مؤشر معين، باعتبارها وسيلة لفهم الحركة القائمة، ثم يقوم بعد ذلك استنتاج الاتجاه المستقبلي المحتمل من خلال الصورة التاريخية للماضي. "

ويعرف أيضا " بتحليل سوق الأوراق المالية أو التحليل الداخلي لأنه يعتمد على بيانات وسجلات السوق للكشف عن الطلب والعرض على الأسهم أو سهم معين أو السوق ككل لذا فانه يعتمد على أن السوق ذاته مصدر جيد للمعلومات أي أن السوق يحكي ما يدور فيه أو يكشف عن نفسه. "

ويعرف أيضا " على أنه فن التعرف على التغيرات التي تطرأ على اتجاهات الأسعار في مرحلة مبكرة من الوقت، وذلك بهدف الاحتفاظ بوضع استثماري يتوافق مع الاتجاه الساري حتى يتحول مسار الأسعار في اتجاه آخر. "

ويعرف أيضا " على انه تحليل المؤشرات المستخدمة لقياس أداء السوق أو الأسهم في الماضي وتوقع الأداء المستقبلي بناء على طبيعة حركة الانخفاض والارتفاع في المؤشر، ويعد التحليل الفني البديل الممكن للمستثمر عن استخدام أسلوب التحليل الأساسي في توقيت اتخاذه قرار البيع أو الشراء، وان الأسواق المالية لا تتسم بالكفاءة تمثل أرضية خصبة لاستخدام أساليب وقواعد التحليل الفني. "

وعليه فإن التحليل الفني وسيلة تساعد المستثمر من خلال دراسة الرسوم البيانية وما تفرزه من مؤشرات فنية ونماذج فنية من تحديد أوقات الدخول والخروج من السهم أو السوق بشكل عام، وهو الوقت الملائم لشراء وبيع السهم من خلال دراسة التغيرات في سعر السهم خلال فترة ماضية على أمل اكتشاف لتلك التغيرات يسمح بإمكانية التنبؤ بحركة السهم في المستقبل، فهو يعطي نتيجة عن خط اتجاه الأسعار السوقية للسهم.

### ثانيا : مركز قوة التحليل الفني :

لا تنشأ قوة المركز الفني للسوق من فراغ وإنما تحكمها مجموعة من الأسس والعوامل تعد أساسيات لقوة هذه السوق، بحيث تتاح أمام المستثمرين فيها الكثير من الأدوات الاستثمارية التي تمكنهم من التعامل معها، واهم هذه العوامل التي تعطي قوتها للمركز الفني للسوق هي:

1- التوسع في عمليات البيع على المكشوف يقود إلى الشراء عاجلا أو آجلا.

2- بعد انخفاض الذي يحقق أرباحا للبائعين على المكشوف يكون السوق عادة في مركز فني قوي لعدة أسباب، وهذا الانخفاض يكون قد أدى إلى التخلص من عدد كبير من المشترين على حساب أصحاب التأمينات الضعيفة، ومن ثم فلا خطر من وجود تصفية إجبارية جديدة، وهذا ما يحدث عادة في العديد من الأسواق المالية في افتتاحه بداية أسبوع التعامل حيث أن المضاربين يكونون قد غطو مركزهم يوم الإغلاق في الأسبوع الذي يسبقه .

3- بعد فترة تجمع الأسهم الورقية (الورقة المالية) نظرا لأنها قد انتقلت من أيدي ضعيفة إلى أيدي قوية أي من جمهور المستثمرين إلى كبار المتعاملين، فأن الخطوة التالية ارتفاع السعر.

4- إن عمليات التحكم في السوق لرفع سعر سهم معين، تؤدي إلى خلق مركز قوي لسوق هذا السعر ومقابل هذه العوامل التي تنشأ قوة في المركز الفني للسوق فإن هناك جملة عوامل أخرى يؤدي حدوثها إلى ضعف المركز الفني للسوق منها:

✓ بعد التوسع الزائد عن الحد من عمليات شراء الأسهم (الأوراق المالية) يتوقع رد فعل أي لحظة في المستقبل القريب.

✓ بعد ارتفاع سعر سهم إحدى شركات الأعمال لفترة من الزمن، يجد عدد كبير من أوامر إيقاف الخسائر، وقد وضعت بأسعار أقل من السعر السوقي لحماية المتعاملين من خطر الانخفاض المفاجئ في السعر، وإذا انخفض السعر قابلاً تحولت هذه الأوامر إلى أوامر سوق وبالتالي يعتبر السوق في مركز ضعيف إذا كانت أوامر وقف الخسائر قريبة التنفيذ.

✓ عمليات التلاعب التي يقوم بها المضاربون بالنزول يؤدي إلى رد فعل يسبب انخفاض أسعار الأسهم مما يؤدي إلى مركز ضعيف للسوق.

### ثالثاً : الإطار التحليلي للتحليل الفني

يتحدد الإطار التحليلي للتحليل الفني من خلال عدة طرق أو نماذج في مقدمتها تبرز تحليل الخرائط أو الرسوم والمؤشرات، والشموع اليابانية، رغم أن تحليل الخرائط تعد أكثر من نماذج التحليل الفني استخداماً، لدرجة أصبح من يهتم بالتحليل الفني يشار له بمحلل الخرائط.

وتقتضي الإشارة إلى إن هدف جميع المشاركين في السوق المالي سواء أكانوا مستثمرين أم محللين، هو تحقيق العائد، ويرى المحللون الفنيون أن تحقيق العائد لا يمكن أن يأتي بالقدرة على معرفة عدة أمور من أهمها:

✓ القدرة على تحديد أفضل الأسهم للاستثمار فيها.

✓ القدرة على تحديد اتجاه السوق أو اتجاه الأسهم.

✓ القدرة على تحديد أنسب الأماكن لدخول السوق والخروج منه.

وفيما يلي توضيح فني لهذه الأمور:

### 1- القدرة على تحديد أفضل الأسهم للاستثمار فيها: إن العديد من المستثمرين الذين

يستخدمون أسلوب التحليل الفني يدعون أنهم قد حصلوا على معدلات مرتفع من العائد في العديد من الاستثمارات، وبالإضافة إلى ذلك أن كتاب الرسائل الإخبارية يعتمدون في توصياتهم على التحليل الفني، وأخيرا حتى الشركات الاستثمارية الكبرى التي تستخدم عددا كبيرا من المحللين الأساسيين تستخدم أيضا العديد من المحللين الفنيين لتقديم النصيحة الاستثمارية، وهكذا يتضح أن العديد من المحترفين والمستثمرين الأفراد في مجال الاستثمار يؤمنون ويستخدمون القواعد الفنية في اتخاذ قرارات الاستثمار.

### 2- القدرة على تحديد اتجاه السوق أو اتجاه الأسهم : من الافتراضات التي يقوم عليها أسلوب

التحليل الفني أنه باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث للأسعار من وقت لآخر فإن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين وتستمر على ذلك لفترة طويلة.

ويستطيعوا المحللون الفنيون تحديد الاتجاهات المتوقعة لحركة الأسهم بأساليب مختلفة منها البسيطة ومنها المتطورة ومن هذه الأساليب:

### ✓ الأسلوب المجرد البسيط : وهو بالنظر إلى الرسم البياني الذي يمثل حركة السهم، يستطيع أي

مستثمر معرفة الاتجاه العام لحركة الأسهم صعودا ونزولا، فإذا كانت حركة السهم تتجه صعودا فإن المحللين الفنيين يفترضون أن هذه الحركة ستستمر إلى أن يعطي السوق إشارة واضحة إلى تغيير الاتجاه. ويستطيع أي مستثمر الحصول على الرسم البياني لحركة أي سهم من الموقع الإلكتروني لذلك السوق الذي يتعامل معه.

✓ أسلوب المعدلات المتحركة: والمقصود بالمعدل المتحرك هو معدل إغلاق سعر سهم لفترة محددة من الزمن فلو أردنا معرفة المعدل المتحرك لسهم لمدة عشرة أيام لسهم معين فما علينا إلا أن نجمع قيمة إغلاقات هذا السهم للعشرة أيام السابقة ونقسم النتيجة على عشرة .

✓ أسلوب خطوط الاتجاه : ويتم هذا الأسلوب عن طريق محاولة رسم خط يلامس أكبر عدد من الأسعار الدنيا لحركة السهم لأكثر فترة ممكنة أو خط يلامس أكبر عدد من الأسعار العليا لحركة السهم لأكثر فترة ممكنة، واتجاه هذا الخط يمثل اتجاه حركة السهم المتوقعة .

✓ استخدام المؤشرات الفنية المتخصصة في تحديد اتجاهات الحركة: حيث يوجد العديد من المؤشرات الفنية التي تعطي المحلل إشارات واضحة للحركات المتوقعة، ومن هذه المؤشرات، مؤشر الماكد ومؤشر أشرطة بولنجر باند ومؤشر الانحراف المعياري وغيرها من المؤشرات .

3- القدرة على تحديد أنسب الأماكن لدخول السوق والخروج منه : حيث يعتبر التحليل الفني وسيلة تساعد المستثمر من خلال دراسة الرسوم البيانية وما تفرزه من مؤشرات فنية من تحديد أوقات الدخول والخروج من السهم أو السوق بشكل عام، وهو الوقت الملائم لشراء وبيع السهم من خلال دراسة التغيرات في سعر السهم خلال فترة ماضية على أمل اكتشاف نمط لتلك التغيرات يسمح بإمكانية التنبؤ بحركة السهم في المستقبل، فهو يعطي نتيجة عن خط اتجاه الأسعار السوقية للسهم، أي يحاول التحليل الفني تفسير العلاقة بين السعر والزمن من خلال دراسة تاريخ السعر وحركته، أي أنه يعتمد على معرفة ما هو السعر الحالي، وما هو تاريخ حركة السعر، ومن ثم يقوم برسم هذه العلاقة بيانياً، ويستنتج منها مؤشرات فنية لها دلالات معينة على الخرائط توضح سلوك السهم، فنجد ما يشير إلى الدخول أي تحديد نقطة الشراء ومنها يشير إلى الخروج أي تحديد نقطة البيع.

رابعاً: التحديات التي تواجه التحليل الفني :

من أهم التحديات التي تواجه التحليل الفني ما يلي:

✓ إن عدم تكرار النماذج السابقة للأسعار أو العلاقات بين المتغيرات في السوق وأسعار الأسهم هو التحدي للتحليل الفني، وعليه يمكن أن يفشل هذا الأسلوب في سهولة اتخاذ القرارات في السوق المالية مما دفع إلى استخدام أكثر من قاعدة تعامل تؤدي إلى اتفاق بينها حتى يستطيع التنبؤ بنموذج السوق المستقبلي.

✓ أن تصبح تنبؤات ذاتية التنفيذ لأن تصرفات العديد من الفنيين قد تدفع بالسعر إلى نفس ما تم التنبؤ به بالضبط، ولكن هذا السعر سيكون مؤقتا وسرعان مما يعود إلى سعر التوازن الحقيقي.

✓ إن نجاح قواعد التعامل القائمة عن التحليل الفني سيشجع العديد من المستثمرين على تبنيها وهذه الشهرة والمنافسة سوف تجعل قيمة هذا الأسلوب متعادلة، فان التركيز على قاعدة تعامل فنية محددة سيحاول البعض التوقع قبل النموذج للسعر أو يدمر نموذج السعر التاريخي المتوقع أو تنخفض الأرباح عن طريق تغيير السعر بصورة أسرع.

✓ إن اختيار القواعد الفنية يتطلب قدرا كبيرا من الحكم الموضوعي وقد يؤدي إلى الوصول إلى نتائج متشابهة ولكن ربما تكون التغيرات مختلفة لنفس النماذج وبالتالي اتخاذ القرار سيكون مختلفا .

✓ إن قواعد التعامل الفني تتغير بمرور الزمن، وعلى المحلل أن يقوم بتطوير قواعد التعادل الفني بمرور الوقت وبما تناسب مع البيئة الجديدة.

### خامسا : فلسفة وافتراضات وفروع التحليل الفني

سننتقل في هذا الفصل إلى فلسفة وافتراضات التحليل الفني

#### 1- فلسفة التحليل الفني :

يقوم التحليل الفني على ثلاثة فرضيات تبني عليها فلسفته تتمثل فيما يلي :

✓ **سلوك السوق يتجاهل كل شيء :** تعتبر من أهم المبادئ فهي تضع حجر الأساس للتحليل الفني، وتتمثل في التركيز على حركة السوق، فدراسة حركة الأسعار هي الهدف الأول للمحلل الفني والتي منها يستطيع أن يتنبأ بالاتجاه المستقبلي للأسعار، فهو يعلم أن أي عامل مهما كان اقتصادي أو سياسي أو نفسي فهو منعكس في سعر السهم، وعليه فإن حركة السعر تعكس حالة العرض والطلب والتي تشكل أساس اتجاه الأسواق، فإذا كان الطلب أكثر من العرض فهذا سيؤدي إلى ارتفاع السعر والعكس صحيح.

كقاعدة لا يشغل المحلل الفني نفيه بالسبب وراء ارتفاع الأسعار أو نزولها، فغالبا عندما تكون بداية اتجاه سعري أو عند نقطة تحول حرجية، لا يمكن لأي شخص تبرير سلوك السوق بشكل دقيق في هذه المرحلة المعينة، في حين أن طريقة التحليل الفني وبشكل مبسط يبررها بشكل منطقي أن سلوك السوق يتجاهل كل شيء فاتجاه السوق حينها يتجاهل جميع الجوانب بما فيها العناصر الأساسية، ويمكن القول أيضا أنه بما أن جميع ما يؤثر على سعر السوق سوف ينعكس على سعر السوق ، إذن فسلوك السعر هو كل ما نحتاجه، وذلك عن طريق دراسة الرسوم البيانية للسعر مع دعم هذه الدراسة بالمؤشرات الفنية .

والمحلل الفني لا يحاول التذكي على السوق أو اختراع التوقعات وإنما يستخدم الأدوات والتقنيات الفنية لمساعدته في عملية دراسة سلوك السوق، فهو يعلم بان هناك أسباب وراء ارتفاع أو نزول السوق ولكنه لا يؤمن بأن معرفة هذه الأسباب يعتبر ضروريا في عملية الخروج بالتوقعات.

✓ **الأسعار تتحرك في اتجاهات :** يعتبر مفهوم الاتجاهات أحد الركائز الأساسية للتحليل الفني، فالغرض الرئيسي من دراسة سلوك سعر السوق عن طريق الرسوم البيانية هو للتعرف على اتجاهات السعر في أوقات مبكرة خلال تطورها لغرض المتاجرة مع هذا الاتجاه، حيث يميل السعر للتحرك في اتجاهات ويستمر الاتجاه لفترة زمنية طويلة قبل أن يتغير وذلك يعد أمر



منطقي فالدورات الاقتصادية تستمر وقتا طويلا ما بين الانتعاش والكساد لذلك فالاتجاهات السعرية تمتد طويلا.

وبالتالي يمكن للمستثمر تتبع الاتجاهات إلى أن تظهر شواهد قوية تشير إلى حدوث تغيرات ذات دلالة في ذلك الاتجاه تستدعي اتخاذ قرار سواء بيع أو شراء السهم، ولا يكفي هنا حدوث قراءة واحدة في الاتجاه المعاكس للحكم بأن هناك تغيير حقيقي، إذ يجب التأكد من التعامل عادة ما تكون مصاحبة للاتجاه الصعودي في الأسعار وعلى العكس من ذلك فانخفاض حجم التداول يكون مصاحبا للاتجاه النزولي في الأسعار.

لذلك فدور المحلل الفني هو أن يحرص دائما في التعرف على الاتجاه الحالي للسوق ومن ثم المتاجرة في هذا الاتجاه، لذلك ليس من الغريب أن نجد أن أحد أشهر الأقوال في أسواق المال أن الاتجاه صديق المتأخر.

✓ **التاريخ يعيد نفسه :** جزء كبير من تركيبة التحليل الفني ودراسة سلوك السوق هو في الحقيقة دراسة للسلوك البشري، وكمثال على ذلك ننظر للأنماط الرسوم البيانية والتي تم التعرف عليها وتصنيفها خلال المائة سنة السابقة سوف نجد أنها تعكس أنماط للسلوك البشري وتبين صورة لأشكال حالة الارتفاع والانخفاض النفسية للسوق، ونظرا لعمل هذه الأنماط الجيد في الماضي فإنه يفترض بأنها ستستمر على نفس العمل الجيد في المستقبل، فهي تعتمد على دراسة السلوك البشري والذي يتجه دائما لما تعود عليها بعدم تغييرها فتصبح كالعادة، وبطريقة أخرى يمكن تفسير عبارة التاريخ يعيد نفسه بأن الطريق لفهم المستقبل هو دراسة الماضي، أو أن المستقبل هو مجرد تكرار لما حصل في الماضي.

### سادسا: افتراضات التحليل الفني :

يقوم التحليل الفني على جملة من الافتراضات تبنى عليها فلسفته تتمثل فيما يلي:

✓ تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية في ضوء تفاعل قوى العرض والطلب.

✓ تتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب، منها عوامل رشيدة وأخرى غير رشيدة، حيث تتضمن العوامل الرشيدة المعلومات المالية الخاصة بالسهم، والتي تنعكس آثارها في سلوك المستثمرين بالسوق، وعوامل غير رشيدة مثل الآراء والأمزجة والتخمين... الخ، ويقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل بشكل تلقائي مستمر لتحديد الأسعار الملائمة.

✓ الأسعار تتحرك في اتجاهات ومسارات معينة، وهي تميل إلى الاستمرار في نفس اتجاهها وعدم تغييره.

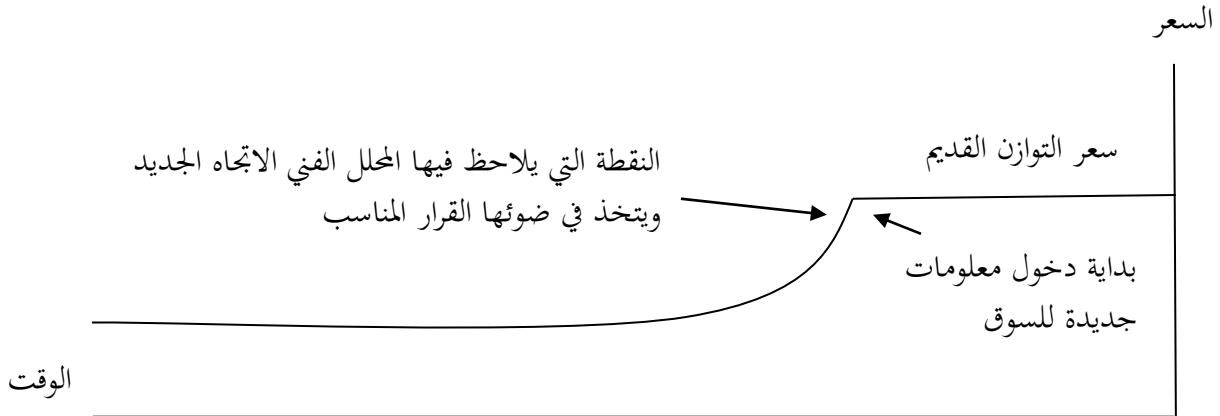
✓ يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى تغيير في اتجاه الأسعار، ونلاحظ التغيرات آجلاً أو عاجلاً في حركة السوق دون الحاجة إلى معرفة أسباب ذلك.

يرى Reilly and Brown أن الفرضيتين الأولى والثانية مقبولتان من قبل المحللين الفنيين

وغير الفنيين على حد سواء، وبما أن الفارق الوحيد في الرأي يتعلق بتأثير عوامل غير عقلانية، فإن الجميع يتفق على أن السوق يزداد باستمرار كل هذه العوامل.

على الجانب الآخر هناك اختلاف كبير في الرأي نشأ حول الافتراض الثالث والرابع ، وذلك عن سرعة تغير أسعار الأسهم مقارنة بالتغيرات في العرض والطلب ويتوقع المحللون الفنيون أن تتحرك أسعار الأسهم في اتجاهات تستمر لفترة طويلة ، ويرجع السبب في ذلك إلى أن المعلومات الجديدة التي تؤثر على العرض والطلب لا تدخل إلى السوق في نقطة زمنية معينة، ولكنها تدخل السوق خلال فترة زمنية ممتدة، ويحدث ذلك بسبب اختلاف مصادر المعلومات التي تصل إلى المستثمرين، فوفقاً لهذه المعلومات، فإن سعرها يتحرك نحو نقطة توازن جديدة، إلا أنه يتم الانتقال إلى سعر التوازن الجديد بالتدرج، والذي يعكس التدفق التدريجي للمعلومات.

الشكل يوضح: النقطة التي يلاحظ فيها المحلل الفني الاتجاه الجديد



المصدر: طارق عبد العال حماد، (التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية) الدار الجامعية، مصر، 2000، ص 152 .

### سابعاً : فروع التحليل الفني

ينقسم التحليل الفني إلى ثلاثة فروع أساسية وهي:

#### 1- مؤشرات نفسية:

تتحكم المؤشرات النفسية في تصرفات الكثير من المستثمرين، ومثال ذلك ما يطلق عليه المستثمر الصغير، وصناديق الاستثمار، ومتخصص الصالة، وتشبه التصرفات في هذه الحالة سياسة القطيع، والتي تتحرك من طرف عند المضاربة النزولية بالبورصة إلى الطرف الآخر عند المضاربة على الصعود بالبورصة.

#### 2- مؤشرات لتتبع تدفق الأموال:

تحليل المراكز المالية لمجموعات المستثمرين المختلفة في محاولة لقياس المقدرة على شراء أو بيع الأسهم، ولأن كل عملية بيع تسبقها عملية شراء، فإن هذا المؤشر يصور حجم وكمية الطلب (عروض الشراء) ومقارنتها بحجم وكمية العرض (عروض البيع)، أي دراسة التوازن بين العرض والطلب (أو البيع والشراء).

#### 3- مؤشرات هيكل السوق :

هذه المؤشرات توضح اتجاه المؤشرات السعرية المختلفة واتساع السوق ودوراته وحجم سوق الأوراق المالية، وذلك من أجل تحديد منطقية وصحة الاستثمار في حالة الصعود والاستثمار في حالة الهبوط.

ثامنا: مميزات وعيوب التحليل الفني

### 1- مميزات التحليل الفني :

هناك جملة من العوامل ساعدت على انتشار التحليل الفني خاصة في السنوات الأخيرة بسبب مجموعة من الخصائص المتميزة التي يتمتع بها هذا التحليل عن غيره من أساليب التحليل المالي الأخرى. ومن أهم مميزات أسلوب التحليل الفني هي :

✓ سهولة تعلمه وتطبيقه حيث أنه لا يحتاج إلى كثير من المعلومات والدراسات عند التحليل، كما أن المعلومات التي يحتاجها المحللون الفنيون تكون متوفرة وباستمرار حتى في الصحف اليومية، كما أن هذا الأسلوب متاح لجميع المستثمرين بغض النظر عن ثقافتهم الاستثمارية .

✓ يؤكد أصحاب التحليل الفني على أن هذا التحليل يخلق طابع منظم في عملية المتاجرة بالأسهم، حيث يحدد أسعار الدخول والخروج من السوق بالربح أو الخسارة وهذه ميزة مهمة جدا بدلا من الدخول والخروج من السوق بعشوائية.

✓ إن التحليل الفني يركز على دراسة الأسعار وتحركات السوق وبسبب ذلك فهو يضمن الطريقة السهلة والمباشرة لمعرفة العلاقة بين العرض والطلب.

✓ إمكانية تطبيق الأسلوب الفني على جميع الفترات الزمنية سواء القصيرة أو المتوسطة أو حتى الطويلة على عكس التحليلات الأخرى التي تخص بدراسة الأسهم على مدى الطويل.

✓ تفوق التحليل الفني في تفسير جميع الحركات التي تؤثر في الاتجاه العام لحركة الأسهم بالإضافة إلى تفوقها بالتنبؤ بهذه الحركات.

✓ يعتبر التحليل الفني الأداة المثالية للمستثمرين الذين يعتمدون في استثماراتهم على المدى القصير أو المتوسط.

✓ يحتاج التحليل الفني إلى بيانات أقل من السعر والحجم كما يركز على تحديد انعكاس الاتجاه.

عكس المالية المحاسبة البيانات كبيرة بصورة تعتمد لا أنها هي الفني للتحليل رئيسية وأهم ميزة

أهمها: المحاسبة البيانات تلك تواجه مشاكل لوجود وذلك التحليل الأساسي

✓ أنها لا تحتوي على قدر كبير من المعلومات التي يحتاجها محللو الأوراق المالية مثل: تفاصيل المبيعات والمصروفات حسب خطوط الإنتاج أو العملاء والمناطق الجغرافية.

✓ يحتمل اختلاف الطرق والسياسات المحاسبية المستعملة عند إعداد القوائم المالية في الشركات، والتي

تؤدي إلى نتائج وقيم كثيرة مختلفة، ونتيجة لهذا فإن المستثمر سيواجه متاعب في مقارنة بيانات الشركة سواء التي تنتمي إلى نفس الصناعة أو التي تنتمي إلى صناعات مختلفة.

✓ هناك العديد من العوامل النفسية والمتغيرات غير الكمية التي لا تظهر في البيانات المالية مثل ولاء

العملاء، الموقف العام للمستثمر تجاه صناعة معينة المخاطرة الناتجة من القيود أو الضرائب على المنتجات

## 2- عيوب التحليل الفني :

من أهم عيوب التحليل الفني ما يلي:

✓ يتأثر كثيرا بالتقييم أو المنظور الشخصي لمن يقوم بعملية التحليل، فالانطباعات المسبقة عن الحالة قد تعطي قرارات خاطئة .

✓ في بعض الحالات يكون التحليل التقني متأخر قليلا في اختيار التوقيت، فمثلا بوجود أخبار

مهمة أو أرباح قد يتأخر المحلل في اتخاذ القرار حتى يجد أو يرى تأكيد تبرر القيام بذلك.

- ✓ بوجود عامل التنبؤ قد تختلف قرارات المتخصص بالتحليل التقني للمنحنى نفسه على الرغم من وجود قواعد عامة والأسباب كثيرة.
- ✓ بالنسبة لتحليل الأسواق الناشئة عموماً يعتبر التحليل الفني الوسيلة الأفضل لاتخاذ القرار وذلك لقلّة البيانات التاريخية نسبياً بالإضافة لقلّة المتابعين والتخصصين بهذا النوع من التحليل حيث أن زيادة المعرفة العامة بهذا النوع من التحليل يزيد من أهميته وإمكانية تطبيقه.
- ✓ فالعيب الرئيسي للتحليل الفني هو أنه لا يوجد تأكيد أكاديمي أو علمي وأنه لا يمكن التحقق من صحة أي الحجج المنطقية، حيث لا يوجد شيء كما يقولون حول تشكيل الرسم البياني الذي يجعل بالضرورة الأسهم تتحرك بطريقة يمكن التنبؤ بها ، ومن ناحية أخرى إذا آمن عدد كافٍ من المتابعين بالقوة التنبؤية للمخطط فسوف يشاركون في نشاط البيع والشراء الذي سيجعل التنبؤ حقيقة.

### المحور الخامس : بورصة البضائع

#### أولا : ماهية بورصة البضائع

#### 1- تعريف بورصة البضائع : مفهوم سوق أو بورصة السلع الدولية: هي عبارة عن منظمة أو

مؤسسة مكونه من أشخاص (أعضاء البورصة) للتعامل في السلع الدولية تقوم بتوفير مكان للمتاجرة وتحت قواعد معينة ويقول آخر بورصة السلع الدولية: هي عبارة عن جمعية من التجار تعني بتنظيم السوق بين البائعين والمشتريين للسلع الدولية التي لا توجد في مقر السوق ولكن التعامل يتم عن طريق المستندات والغرض الأساسي من المتاجرة في بورصة السلع الدولية هو الوقاية من الخسارة المالية وذلك عن طريق البيع والشراء بشكل آجل.

#### 2- الأهمية الاقتصادية لبورصة البضائع : تُولي الدول أهمية اقتصادية كبيرة لبورصات البضائع

لدعم اقتصادياتها وتعزيز الأنشطة الصناعية والزراعية، بما يمكنها من تحريك عجلة الاقتصاد.

تمكن بورصات السلع الدول من تحقيق عدة أهداف أهمها ما يلي:

✓ دفع عجلة الأنشطة الاقتصادية عن طريق إدراج وتداول السلع المرتبطة بالقطاعات

الاقتصادية في البورصة، مما يمكن من رفع الأداء الاقتصادي من جهة، وتحقيق العائد

الاستثماري المرجو للمستثمرين والمؤسسات من جهة أخرى.

✓ تعمل بورصات السلع كجهة موثوقة لتحديد المستويات السعرية التي تعكس أسعار السلع

الأساسية في البورصة بصورة شفافة تمكن المستثمرين من التداول تحت مظلة قوانين وآليات

عمل منظمة.

✓ توفر بيانات عن الكميات المعروضة والمطلوبة من السلع الأساسية، وتحدد أسعارها ومواسم الطلب عليها ، على وجه الخصوص تلك القابلة للتخزين وفق مواصفات المخازن المؤهلة .

✓ تسهم في رفع مستويات الشفافية ومراقبة آلية العرض والطلب للسلع الأساسية، علاوة على إبرام العقود المستقبلية أو عقود الخيارات على هذه السلع في المستقبل بما يمكن المتعاملين في البورصة من التخطيط الاستثماري، من جهة ، والتحوط من مخاطر تقلبات الأسعار التي قد تحدث قبل تاريخ التسليم، من جهة أخرى.

✓ إدارة ورصد عمليات إنتاج وتصدير السلع، من خلال العقود الحاضرة أو الآجلة.

✓ المساهمة في تحريك رؤوس الأموال، من خلال تداول السلع بين المتعاملين في البورصة.

✓ تحقيق التسعير العادل للسلع من خلال التواصل المباشر ما بين حلقات تداول السلع خارج نطاق البورصة، الأمر الذي يحد من تباين الأسعار.

✓ الحد من التلاعب بأسعار السلع من خلال مراقبة عروض البيع والشراء ذات الحدود السعرية غير المبررة، وإلغاء عمليات التداول المخالفة لقوانين وقرارات البورصة.

✓ تنويع الأدوات الاستثمارية من خلال تداول سلع القطاعات الزراعية والصناعية والتجارية.

✓ رفع معدلات الشفافية والتنافسية بين المتعاملين في البورصة، وخفض معدلات الاحتكار للسلع، حيث يخضع تداول السلع بالبورصة لآليات العرض والطلب، بحيث يتم تحديد أسعار السلع بشكل يومي، ويكون موحد لجميع المتعاملين.

ثانيا : المتعاملون في بورصة البضائع : وهم ما يلي:

1 - الأعضاء الأساسيون: وتمنح العضوية لمن يريد التعامل من المنتجين والموزعين والشركات

التجارية وشركات التصدير والاستيراد والسماسة وذلك وفق الآتي:



- يدفع العضو رسوماً عالية لإدارة البورصة للتمتع بحق العضوية.

- يشترط أن يكون لديه رأس مال عامل لا يقل عن 2 مليون دولار.

- يفتح حساب جارى لدى إدارة البورصة بمبلغ معين للتعامل عليه.

وفى مقابل كل ذلك يتمتع العضو بتخصيص مكان له في البورصة (محطة متاجرة) وممثل مقيم لإدارة المعاملات وله حق البيع والشراء مباشرة دون وسيط (المدخل المباشر للمتاجرة) ولهم حق الترشيح لمجلس إدارة البورصة كما لهم حق التصويت في الاجتماعات العامة، والأعضاء الذين ليس لهم ممثل في السوق أو محطة متاجرة يمكنهم التعامل من خلال السماسرة مع إعطائهم ميزة تخفيض الهوامش المدفوعة لبيت التسوية لإجراء معاملاتهم وكذا نسبة العمولة للسماسرة أصغر لهم من العملاء العاديين.

**2- الأعضاء المساعدون:** وهم ليس لهم حق التعامل المباشر وإنما يتعاملون من خلال الوسطاء (السماسرة) وليس لهم حق الترشيح لمجلس إدارة البورصة كما ليس لهم حق التصويت، ولكنهم يتمتعون بميزة تخصص الهوامش ونسبة العمولة مثل الأعضاء الأساسيين.

**3- السماسرة:** وهم الوسطاء الذين تتم بواسطتهم عمليات البيع والشراء بين المتعاملين مقابل عمولة بصفتهم وكلاء عنهم وهم أعضاء أساسيون في البورصة.

**4- بيت التسوية:** وهو جهاز في البورصة يتألف من أعضاء السوق، وتقع عليه مسئولية ضمان تنفيذ الصفقات حيث يتم إنشاء صندوق ضمان يتم تمويله بجزء من الرسوم التي يحصل عليها من أطراف التعاقد، ويتابع حركة التعاقد خطوة بخطوة ويدفع أي التزامات يتخلف أي متعامل عن أدائها.

**6- المتعاملون العاديون:** وهم أي شخص أو مؤسسة أو بنك يريد التعامل في السلع الدولية ويجب أن يتم تعامله من خلال عضو في البورصة سمسار أو عضو رئيسي.

**7- المخازن :** الأماكن التي يتم فيها تخزين السلع التي يتم التعامل عليها في البورصة . لا يشترط وجود المخازن في مقر البورصة، ولكن توجد شبكة عالمية من المخازن التجارية تتواجد حسب

موقعها الجغرافي، بحيث تكون مقيدة لدى البورصات المعتمدة، بحسب نوع السلعة المتخصصة في تخزينها. يتم في هذا الإطار، التواصل والتنسيق الدائم بين كل من البورصات والمخازن لمتابعة عمليات استلام وتسليم السلع.

### ثالثا : قواعد وإجراءات التعامل في بورصة البضائع

تمثل قواعد وإجراءات التعامل في بورصة العقود الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين. لذلك، فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتسيير الاتصال بين الأطراف المعنية، وتمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة، كما تساهم القواعد والإجراءات السليمة في رفع كفاءة السوق.

#### 1- تسعير البورصة

تتولى لجنة الأسعار وضع تسعيرة البورصة اليومية وتتضمن هذه التسعيرة:

- 3- أسعار الفتح ومتوسط أسعار الفتح .
- 4- الأسعار المتتالية للعمليات التي تمت خلال الجلسات .
- 5- أسعار المتتالية للعمليات التي تمت خلال الجلسات.
- 6- أسعار جميع الاستحقاقات في ساعات معينة.
- 7- أسعار الإقفال مع متوسط أسعار الإقفال المختلفة.
- 1- تخصص الدقائق العشرة الأولى لافتتاح السوق لتحديد أسعار الفتح وتسجل العمليات التي تعقد خلال العشرة الدقائق المذكورة على حدة وتعتبر أسعار التي يجري عليها التعامل أسعار للفتح وكل مشتري وبائع يعقدان صفقات خلال المدة المخصصة للفتح يجب أن يدونا صفقاتهما في بطاقة.

ويبين متوسط هذه الأسعار بمعرفة لجنة الأسعار مع عمل حساب الكميات التي يحصل التعامل بوجه التقريب وبدون هذا السعر على اللوحة وبالنشرة الرسمية التي تصدرها اللجنة.

2- على أثر تحديد أسعار الفتح تقوم لجنة الأسعار بتدوين الأسعار المتتالية للصفقات التي يتم عقدها وبوضع جدول المواعيد من نصف ساعة إلى نصف ساعة بحيث يشير الإلمام بجمع الأسعار التي جرى التعامل عليها في فترة معينة من الجلسة.

3- وتحدد الأسعار في فترات معينة وهي فيما يلي :

8- 10:00، 11:45، 12:15، 12:45، 13:00، 13:15.

وتستخدم هذه الأسعار في تحديد أسعار الصفقات التي تدون بدون تحديد السعر ساعة عقد الصفقة. وقد أنشئت هذه الأسعار لتخفيف الضغط عن عمليات البيع على سعر الإقفال.

4- يجرى تحديد سعر الإقفال بنفس الطريقة المتبعة في تحديد أسعار الفتح وابتداء من الساعة 12:45 يأخذ في وضع أسعار الإقفال وتدون الأسعار التي يتم التعامل عليها وتعتبر أسعار إقفال الساعة 13 لكل من الاستحقاقات على التتابع. وتدخل لجنة الأسعار في حسابها جميع الأسعار التي يجري التعامل عليها والكميات التي يتم عقد الصفقات عنها بوجه التقريب، كذلك يعمل حساب العروض والطلبات ويقدر متوسط السعر لكل استحقاق، إلا أن السعر المتوسط لا يستخرج من حساب دقيق لمختلف الأسعار التي جرى التعامل بها بل وضع يوضع على مطلق تقدير لجنة الأسعار.

تقبل الاعتراضات في العشر دقائق التي تلي تعليق السعر وقد تمضي أكثر من عشر دقائق أخرى إلى أن تصدر لجنة الأسعار قرارها.

## 2- أوامر البورصة

هي عبارة عن تعليمات يمنحها المستثمر للوسيط المالي بغرض شراء أو بيع البضائع المتداولة في البورصة، وتختلف أوامر الشراء والبيع باختلاف سعر ووقت التنفيذ، ولهذا على المستثمر أن يوضح بشكل دقيق للوسيط المعلومات المتعلقة بالسعر ومدة صلاحية الأمر، وتعتبر هذه المعلومات أساسية عند تحديد أي أمر أو تسليمه للوسيط قصد تنفيذه، كل أمر يأتي من المستثمر لا بد أن

يكون مكتوبا بشكل دقيق لكي ينفذ بطريقة جيدة من طرف الوسيط، وهذا الأخير هو الوحيد الذي له صلاحية تنفيذ الأوامر.

ويجوز إن تكون أوامر البورصة في أشكال عديدة وهي لا تختلف بمضمونها عن أوامر بورصة الأوراق المالية إلا فيما يتعلق بموضوع الصفقة، واهم أنواع أوامر بورصة البضائع ما يلي:

### 1- الأمر بالسعر الأحسن : لا يتضمن الأمر بالسعر الأحسن أي حد للسعر. ويمكن

صياغته كما يلي (اشترؤا 250 قنطار قطن بالسعر الأحسن)، فإذا تلقى السمسار مثل هذا الأمر قبل فتح السوق قام بتنفيذه قبل سعر الفتح، أما إذا استلمه أثناء الجلسة فيكون تنفيذه بالسعر الجاري عليه التعامل وقت استلامه، وهذا الاصطلاح لا يعني أحسن أسعار اليوم ومن الممكن أن يتفق في بعض الأحيان أن الأمر الصادر بالسعر الأحسن والذي يتم تنفيذه على وجه قانوني، يتضح أنه نفذ بأسوأ سعر في الجلسة.

### 2- الأمر بالسعر الفتح (السعر المتوسط): لا يتضمن الأمر بسعر الفتح أي حد للسعر

لا إذا كان واجب التنفيذ بسعر فتح السوق ومعظم عمليات سعر الفتح تتم بالسعر الذي تعينه لجنة الأسعار كسعر متوسط وليس من الممكن تنفيذ جميع الأوامر الصادرة بسعر الفتح بأول سعر يجري عليه التعامل، إذ كثيرا ما يتعذر ذلك، وفي أغلب الأحيان لا يمكن التنفيذ إلا بالسعر الثاني أو الثالث أو الرابع وهذا التنفيذ قانوني أيضا. إلا أنه إذا ثبت أن الأمر كان في الإمكان تنفيذه بأول سعر وأنه لم ينفذ نتيجة خطأ أو إهمال من السمسار فإنه يعد مسئولا عن ذلك، ولا يتألف سعر الفتح في نيويورك من سعر واحد بل من سلسلة من الأسعار تسمى *Rang* وتعتبر جميع الأسعار التي يجري عليها التعامل عند الفتح وتسجل على هذا النحو (30.50، 30.60).

### 3- الأمر بسعر الإقفال: لا يتضمن الأمر بسعر الإقفال أي حد للسعر إلا بشرط أن يتم

تنفيذه بسعر الإقفال.

- 4- **الأمر المحدد:** الأمر المحدد هو أمر لا يجوز تنفيذه إلا بسعر معين أو ابتداء من ذلك السعر صعودا وهبوطا طبقا لما إذا كان الأمر يتعلق بعملية بيع أو شراء، مثال ذلك (اشترؤا 80.25 ريالاً قطن مارس بسعر 80.25 ريالاً).
- فالسمسار ملزم بتنفيذ هذا الأمر إذا كان سعر قطن مارس في وقت استلامه 80.25 أو أقل . ولتحديد أخطار مركز من المراكز يمكن أن يقترن أمر البورصة بتقيد وقف الخسارة (stop loss) وهو عبارة عن أمر بالبيع إذا هبط السعر إلى حد معين أو دونه أو بالشراء إذا صعد السعر إلى مستوى معين أو فوقه.
- 5- **الأمر المقيد :** الأمر المقيد هو يتوقف تنفيذ بعضه على تنفيذ البعض الآخر وهذا الأمر يتضمن عادة حدا للسعر.
- 6- **أمر للتقدير :** الأمر للتقدير هو أمر يوكل تنفيذه لعدم تنفيذه إلى السمسار وتقديره لإمكانيات السوق وهو :
- إما أن ينفذه فوراً .
  - أو يترقب اللحظة التي يرى أنها أنسب لتنفيذه .
  - أو لا ينفذه على الإطلاق .

### المحور السادس : السلع الدولية

#### أولاً : مفهوم السلع الدولية:

هي السلع التي يتم تداولها في أسواق السلع العالمية المنظمة بإشراف هيئات حكومية ومن خلال وسطاء متخصصين يتولون التنسيق بين طلبات البيع وطلبات الشراء باستخدام عقود نمطية تشتمل على الشروط المختلفة للتداول مع النص على زمن التسليم ومكانه».

- وبعض المراجع الأجنبية تكتفي بوضع قيدين فقط على التعريف فتقول إن السلع الدولية: «هي السلع الأساسية التي يتم المتاجرة بها في بورصة السلع الدولية».

#### ثانياً : خصائص وأنواع السلع الدولية:

كما سبق القول فإنه يتم التعامل في السلع الدولية على سلع محددة ذات خصائص مميزة وهذه الخصائص حددت على أساس أن التعامل في هذه السوق يتم في الأغلب على عقود مستقبلية، وبالتالي يجب أن يتوافر في السلع الدولية الخصائص التالية:

أ- أن تكون السلع قابلة للتنميط من حيث الكمية والجودة والمواصفات لأن التعامل يتم عليها في صورة عقود متماثلة.

ب- أن يوجد طلب نشط على السلعة، حتى يمكن أن تتم عليها عمليات التسوية والمقاصة المستمرة بما يحقق السيولة للسوق.

ج- أن تكون السلعة قابلة للتخزين لفترات تناسب إجراء العمليات عليها في التواريخ اللاحقة.

د- أن تكون السلعة ذات قيمة مقارنة بحجمها.

وبتطبيق هذه الشروط أو الخصائص نجد أن السلع الدولية تشمل الأنواع التالية:

- 1- المعادن: مثل الألمنيوم، والنحاس، والزنك، والقصدير، والنيكل، بلاتينيوم، الرصاص، والصفائح، والبلاديوم، والذهب والفضة والبلاتين، والمعادن المركبة من معدنين والنفط ومشتقاته مثل زيت التدفئة والجازولين والغاز الطبيعي.
- 2- المحاصيل والمنتجات الزراعية (الحبوب) والأغذية: مثل الذرة والقمح والقطن والكاكاو والبن والأرز والشعير والصويا والسكر، والفستق والبندق واللوز والمشمش المجفف وجوز الهند، وعصير البرتقال وزيت الصويا والبطاطس والبصل.
- 3- المواشي واللحوم وخاصة لحوم الخنزير.
- 4- سلع أخرى مثل الخشب والخيش والمطاط.

### ثالثاً: الغرض من التعامل في السلع الدولية:

إذا كان الغرض من البيوع العادية (دولية أو محلية) هو شراء السلع بغرض استخدامها سواء لنشاط استهلاكي أو إنتاجي أو للتجارة فيها لمن حرفته التجارة وعادة يتم تسليم الثمن واستلام السلعة استلاماً فعلياً مادياً، فإنه في بيوع السلع الدولية يتم التعامل بها لعدة أغراض هي الحاجة للسلعة لاستخدامه في النشاط، أو المتاجرة بها، أو للاستثمار، أو للمضاربة أو التحوط، وقد يظن البعض أن الأغراض متساوية في التعامل أو بينها شبه كبير ولكن الحقيقة أن التعامل من أجل الحصول على السلعة لاستخدامها في النشاط الصناعي لا يكاد يذكر، وأنه إذا كانت المضاربة والتحوط والاتجار والاستثمار في السلع الدولية تقوم من حيث الشكل والظاهر على البيع والشراء إلا أنه من حيث الجوهر يوجد اختلاف بينهما:

✓ فالمضاربة *Speculation*: تعني «بيع وشراء لا حاجة لهذه السلعة ولكن للاستفادة من فروق الأسعار» وعادة لا تم تسليم ولا تسلم للبديلين والتعامل بها يكون في عقود مستقبلية.

✓ أما التحوط أو الوقاية *Hedging* فهي «بيع وشراء كمية متساوية من نفس السلعة في نفس الوقت»، وذلك بأن يبرم الشخص عقد شراء مستقبلي لسلعة ما ولحمايته من انخفاض الأسعار عند التصفية أو التنفيذ يبيع عقداً مستقبلياً مماثلاً، أو العكس، فهو عقد مستقبلي مضاد للعقد المستقبلي الذي أبرمه.

✓ أما التجارة فهو شراء سلعة وإضافة منافع لها زمانية بالتخزين لفترة أو مكانية بالنقل من مكان إلى مكان، أو عينية بالتعبئة والتغليف، ثم بيعها، ويكون فيها تسليم واستلام فعليين.

والاستثمار في السلع الدولية يقوم على الشراء والتنبؤ بالغللات المتوقعة طوال فترة بقائها لديه، وهي بذلك أقرب للتجارة، أما ما يحدث فهو أن يعطى العميل للسمسار أمر شراء بالنقد وأمر شراء بالبيع معاً ولا يوجد فاصل زمني أو يوجد فاصل صغير جداً بين الشراء والبيع، والعملية بهذا الشكل ليست تجارة أو استثماراً بل هي أقرب إلى المضاربة التي تقوم بشكل أساسي على الشراء والبيع بصفقات سريعة بغرض الاستفادة من تغيرات الأسعار، والمضارب هو الشخص الذي يشتري السلعة لا بغرض استخدامها بل بغرض بيعها بسعر أعلى في أسرع وقت ممكن. فهي أقرب إلى المقامرة على تغير الأسعار منها إلى التجارة العادية أو الاستثمار.

### رابعا : التعاقد على السلع الدولية:

1- **تعريف العقد :** العقد في معناه العام فقهاً وقانوناً هو ربط بين كلامين ينشأ عنه حكم شرعي بالتزام لأحد الطرفين أو لكليهما، أو هو توافق إرادتين على إنشاء التزام أو نقله أو إنهائه. ولذا كان من أهم أركان العقد ركن الصيغة الذي يعنى به التعبير عن إرادة العاقدين في إبرام الصفقة بكل وسائل التعبير من كلام وكتابة وإشارة ورسالة ورسول .. وغير ذلك.

والتعاقد على السلع الدولية يتم كالآتي:



- 1- كما سبق القول فإن التعامل في بورصات السلع الدولية يتم من خلال الوسطاء (السماسرة) ماعدا الذين يتمتعون بعضوية البورصة -و وعددهم قليل - فيمكنهم التعاقد بأنفسهم مباشرة وبالتالي فالسماسرة يتعاقدون بصفقتهم وكلاء بأجر - عمولة - عن البائعين والمشتريين، ويمكن أن يكون السمسار وكيلاً عن كل من البائع والمشتري في ذات الصفقة، كما يمكن أن يكون أصيلاً عن نفسه بائعاً أو مشترياً ووكيلاً عن الطرف الآخر.
  - 2- التعاقد يتم بآلات الاتصال الحديث (التليفون - الإنترنت - الفاكس).
  - 3- لا توجد عقود مكتوبة في عمليات السلع الدولية بل توجد وثائق ملكية للسلعة المباعة في صورة حسابات إلكترونية للعميل يسجل فيها ما يشتريه أو يبيعه إلى جانب أذن تسليم البضاعة أو شهادة المخزن.
  - 4- تتولى إدارة البورصة إجراءات التعاقد في حالة البيع المستقبلي وهو الغالب سواء التعاقد الأصلي أو التعاقدات العكسية المتتالية من خلال وثائق الملكية التي لا يذكر فيها اسم البائع أو اسم المشتري حيث لا توجد علاقة مباشرة بين البائع والمشتري وإنما تتم العملية في صورة حسابات إلكترونية تعبر عن المراكز المالية لكل عميل.
  - 2- محل العقد: ويتمثل في كل من السلعة والتمن وفيما يلي البيانات عن كل منهما في حالة السلع الدولية:
  - 2-1- السلعة: من حيث: الكمية والمواصفات:
- يتم التعامل كما سبق القول على أنواع محددة من السلع بصور نمطية من حيث الكمية والمواصفات في صورة عقد موحد.

✓ من حيث تسليم السلعة: من المعروف أنه يوجد نوعين من التسليم (القبض) تسليم فعلي مادي وذلك بنقل السلعة المباعة إلى المشتري وحيازته لها، وتسليم (قبض) حكومي، ويكون بنقل الملكية والتمكن من التصرف، والذي يحدث في بورصات السلع الدولية أن التسليم الفعلي المادي يكون أقل من 1% والتسليم الحكومي هو الغالب حيث يعطى المشتري سند ملكية في صورة إذن تسليم أو شهادة مخزن ومع مراعاة أن هذا السند يظل عادة لدى السمسار حتى وقت تصرف المشتري في السلعة تفيد بأن له كمية من السلع بمواصفات معينة في مخزن معين، وهذا في البيع الحاضر أما البيوع الآجلة وهى الغالبة فإن التسليم للسلع فيها يكون في المستقبل فيتحدد في وثائق الملكية التاريخ المستقبلي للتسليم يحدد بصورة نمطية.

✓ من حيث وجود السلع محل التعامل: إن السلع الدولية موجودة في المخازن المسجلة عالمياً، ولكن قد يتم أبرام عقود بيع بكميات أكبر من الموجود منها (البيع على المكشوف) وعلى الأخص في العقود المستقبلية التي تمثل النسبة الغالبة حوالي (98%) من العقود وذلك اعتماداً على أنه لا يتم في العادة تسليم السلع وإنما تجرى عملية تصفية للعقود بعقود معاكسه كما سبق القول.

✓ حدود المعاملات: يتم تحديد الحد الأقصى لعدد عقود المضاربة التي يمكن أن تكون في حوزة مستثمر واحد وذلك للحد من التصرفات غير الأخلاقية التي قد يعهد إليها بعض المتعاملين.

### 2-2- الثمن: وتتناوله على الوجه التالي:

✓ نوع العملة التي يتم بها التسعير ودفع الثمن، وهى في الأصل الدولار الأمريكي ويمكن التعامل في بعض البورصات بعملات بديلة محددة في الين الياباني - والإسترليني الإنجليزي - واليورو الأوربي.

✓ السعر: قابل للتفاوض طبقاً لظروف العرض والطلب وطريقة وموعد دفع الثمن.

## مطبوعة بورصة البضائع

✓ حدود الأسعار: بما أن التعامل في بورصات السلع الدولية يقوم على أساس جني فروق الأسعار ومن أجل أن لا يستغل المضاربون الفرصة ويتلاعبون بالأسعار لجني المزيد من فروق الأسعار، لذلك تفرض البورصات حداً أقصى للتغيرات السعرية كل يوم بحيث إذا زاد أو نقص السعر عن هذا الحد في يوم ما توقف البورصة التعامل حتى اليوم التالي، ويختلف الحد المقرر في كل بورصة، فهو على سبيل المثال في بورصة لندن للمعادن محدد لكل المعادن (أدنى تغير للسعر 50 سنت أمريكي لكل طن) وفي بورصات شنغهاي حددت تعليمات الأسعار بالنسبة لمعادن النحاس والألمونيوم والرصاص والزنك بها  $(+ 3\%)$  وللخارصين والنيكل  $(+ 2\%)$ .

✓ دفع الثمن: في التعاملات الحاضرة يتم دفع الثمن عند التعاقد عن طريق التحويلات البنكية وعادة ما يتم دفع الثمن أولاً للسمسار عند إرسال أمر الشراء، كما يكون للمتعاملين الدائمين حساب جاري لدى السمسار للدفع منه، أما في التعاملات الآجلة وهي الغالبة فإنه يتم تحصيل هامش بمثابة ضمان جدية أو مقدم نوايا حسنة بنسبة تتراوح بين 5% - 20% من قيمة العقد يدفعه كل من البائع والمشتري ولا يعد هذا الهامش مقدم ثمن بل هو تأمين يدفع لإدارة البورصة لضمان وفاء كل طرف بالتزامه عند تصفية العقد، والهامش نوعين: الأول: الهامش المبدئي والثاني هامش الصيانة وهو مبلغ إضافي يلزم بدفعه الطرفان في حالة ما إذا تغير السعر.

ومن ذلك يتضح أنه في حالة العقود الآجلة بنوعيتها لا يتم دفع الثمن أصلاً لأن مصير العقد هو التصفية والمحاسبة على فروق الأسعار.

### خامساً: صور وأنواع التعامل في السلع الدولية:

يمكن التمييز بين نوعين رئيسيين للتعامل يندرج تحت كل منهما صور مختلفة كالاتي:

1-التعاملات الحاضرة أو الحالة أو النقدية: وهي التي يتم التعامل فيها على سلع حاضرة بالمخازن العالمية المسجلة بالبورصات ويتم تسليمها واستلام الثمن عند التعاقد مع مراعاة

ظروف التبادل بحسب بعد المكان ووسيلة الاتصال وأيام الإجازات، ويمكن أن تتم بصورتين:

**الصورة الأولى:** أن يتم التسليم المادي الفعلي للسلعة للمشتري ونقلها.

**الصورة الثانية:** أن يتم التسليم الحكمي للسلعة بواسطة المستندات وتظل بالمخازن حتى يتم التصرف فيها بالبيع.

**الصورة الثالثة:** الشراء بالهامش (*Margin Buying* (الجزئي): وهي صورة تقوم على شراء سلعة بمبلغ معين على أن يتم سداد الثمن بجزء يدفعه المشتري والباقي يسدد بقرض يحصل عليه من السمسار الذي يقترضه بدوره من البنوك وذلك مقابل فائدة، وذلك مضاربة على صعود الأسعار التي يتوقعها المشتري فيبيع السلعة ويسدد القرض وفوائده ويسترد الباقي في صورة الجزء الذي دفعه والربح نتيجة ارتفاع الأسعار، وإذا لم يتحقق توقعه وانخفضت الأسعار فإنه يسترد ما دفعه ناقصا الخسارة.

**الصورة الرابعة:** البيع على المكشوف *Uncovered sale* وهو أن يبيع أحد الأطراف سلعة ليست عنده على أن يقوم السمسار بتسليم السلعة من عنده أو يقترضها من الغير مقابل رهن يقدمه البائع، ويظل الثمن لدى السمسار يستفيد به، وتتم هذه الصورة مضاربة على هبوط الأسعار فيشتري السمسار بالثمن سلعة مماثلة، والفرق بين ثمن البيع وثن الشراء يمثل ربحا يحصل عليه البائع، وإن لم يتحقق توقعه وارتفعت الأسعار توجد خسارة يدفعها العميل من الرهن.

ويمكن أن يطلق البيع على المكشوف على من يبيع سلعة ليست عنده على أن يسلمها في وقت لاحق.

2- **التعاملات الآجلة:** ويندرج تحتها عدة صور هي:

**الصورة الأولى:** عقد المتاجرة الفوري - *Spot*:

وهو العقد الذي يتم فيه التسليم بعد ثلاثة أيام من اليوم التالي لنتيجة التبادل وحتى نهاية الشهر في بعض البورصات أو إلى اليوم العاشر في بعض البورصات الأخرى على أن يدفع المشتري جزءاً من الثمن عند التعاقد تحدده إدارة البورصة.

### الصورة الثانية: العقود المستقبلية – *Futures* :

وهي أوامر أو طلبات لشراء سلع أو أوراق مالية بأسعار يتفق عليها وقت الشراء ولكن الدفع (للثمن) والاستلام (للسلع) يكون في وقت لاحق، وتفسير ذلك وما يتم من إجراءات بخصوصها أنها عقود على شراء أو بيع كمية من السلع بسعر محدد عند التعاقد على أن يتم التسليم – للسلعة والثمن – في تاريخ لاحق، ويلتزم كل من الطرفين – البائع والمشتري – بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى البورصة ضماناً للجدية ويفتح لكل منهما حساباً بذلك يتم تعديله يومياً حسب تغير الأسعار، ويمكن لأي من الطرفين تصفية العقد بإجراء عقد عكسي فإن كان بائعاً أبرم عقد شراء وإن كان مشترياً أبرم عقد بيع بنفس الصنف والكمية ويحصل أي منهما على فرق الأسعار بين يوم التعاقد ويوم التصفية، إلى أن يحين تاريخ التنفيذ وعادة لا يحدث تسليم للسلعة ولا الثمن وإنما تتم التصفية بين آخر بائع وآخر مشتري.

وتتشابه كل من العقود الفورية والمستقبلية طبقاً للنظام الأمريكي كما سبق ذكره والاختلاف بينهما في أن التصفية في العقود الفورية تتم خلال مدة قصيرة لا تتجاوز شهر التعامل، أما العقود المستقبلية فتتمدد أكثر من ذلك.

### الصورة الثالثة: عقود الاختيارات – *Option* :

تعرف الاختيارات في السلع الدولية بأنها عقد يعطى الحق لمشتري الخيار في شراء أو بيع كمية محددة من سلعة معينة في المستقبل بسعر محدد عند التعاقد ولا يوجد عليه التزام بالبيع أو الشراء لهذه السلعة وكيفيتها أن يتعاقد طرفان على بيع سلعة بسعر محدد عند التعاقد على أن يحدد وقت مستقبلي لتنفيذ الصفقة بتسليم السلعة وتسليم الثمن، ثم يتم التعاقد ثانية على حق أي من الطرفين في الاختيار

بين أمضاء صفقة الشراء أو البيع للسلعة أو عدم إمضاءها وذلك مقابل إعطاء الطرف الآخر مبلغاً يمثل قيمة شراء حق الاختيار غير قابلة للرد، ومن تاريخ التعاقد على شراء السلعة وحتى تاريخ التنفيذ يكون من حق مشتري الخيار استخدامه حسب النظام الأمريكي، أو في تاريخ محدد حسب النظام الأوروبي، كما يمكن لمشتري حق الاختيار بيعه إلى طرف ثالث فهو ذاته يتداول في البورصة.

والفرق بين المستقبلات والخيارات أنه في المستقبلات يوجد التزام على طرفي العقد بتنفيذ الاتفاق حتى النهاية، أما الاختيارات فللمشتري الخيار الحق في تنفيذ الالتزام بشراء السلعة من عدمه.

### المحور السابع : العقود الآجلة

#### أولا : تعريف العقود الآجلة :

العقد الآجل هو اتفاق يتم بين طرفين لشراء أو بيع أصل ما ( أصل حقيقي، عملة، أوراق مالية... إلخ ) في تاريخ مستقبلي بسعر متفق عليه يتحدد عند التعاقد، وفي تاريخ التسوية، يقوم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد والمشتري بتسليم الثمن المتفق عليه مسبقا. ولا يتم تداول العقد الآجل في الأسواق المنظمة، ذلك أن صياغتها تتم لتفي باحتياجات طرفي العقد من حيث الكمية، والسعر، ومكان التسليم، وغيرها.

تنطوي العقود الآجلة على درجات عالية من مخاطر الائتمان لعدم وجود طرف ضامن، بل تعتمد فقط على الملاءة المالية لطرفي التعاقد، كما تنطوي على درجات عالية من مخاطر السيولة لصعوبة بيع العقد الذي تم صياغتها لغرض خاص بطرفي التعاقد.

#### ثانيا : خصائص العقود الآجلة :

تتميز العقود الآجلة بالخصائص التالية:

✓ المرونة وهذا يعني أن كلا من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف وابتداع أي شروط يرونها لأي سلعة .

✓ تلك العقود عقود خطية بمعنى أن النتائج المترتبة على تنفيذ تلك العقود في ضوء التغير في قيمة الأصول المتعاقد عليها قد يؤدي إلى تحقيق كسب لطرف يعادل الخسارة التي تحققت للطرف الآخر تماما .

✓ أقل سيولة، حيث لا يتمكن أي طرف من الأطراف الخروج من العقد إلا بإيجاد آخر يحل محله ويقبله الطرف الآخر

✓ تلك العقود عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروف كل منهما ومن ثم فهي لا تتداول في البورصة .

✓ يتعرض أطراف العقد الآجل لمخاطر ائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة أحد طرفي العقد على الوفاء بالتزاماته .

✓ تتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد وكذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد .



### المحور الثامن : عقود الخيار

**أولاً : تعريف عقد الخيار :** الخيار المالي هو عقد يلتزم بموجبه أحد طرفيه وهو البائع أن يعطي للطرف الثاني ( المشتري ) الحق ( وليس الإلزام ) في شراء أصل معين ( قد يكون سلعة حقيقية، أو عملة، أو ورقة مالية، أو غيرها )، بسعر محدد متفق عليه يسمى سعر التنفيذ ( Exercise Price ) ، خلال أجل معين ( مدة العقد )، وذلك مقابل ثمن (Option Price) يدفعه المشتري للبائع في نفس الوقت .

والخيارات في التطبيق نوعان، خيار شراء ( Call Option ) وهو عقد يعطي لمشتريه الحق في شراء أصل معين بثمن معين خلال أجل معين، مقابل دفع علاوة هي ثمن الخيار، وخيار البيع ( Put Option ) وهو عقد يُعطي لمشتريه الحق في بيع أصل معين بثمن معين خلال أجل معين، مقابل دفع علاوة.

### ثانياً : خصائص عقد الخيار :

تتميز عقود الخيار بعدة خصائص يمكن ذكرها فيما يلي :

✓ عقد الخيار غير ملزم لصاحبه وإنما يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها . ونظير هذا الحق، فإن الذي يشتري أو يبيع عقد الخيار يدفع نظير ممارسته لهذا الحق خلال مدة العقد ويسمى هذا الثمن بالعلاوة أو المكافأة أي ثمن الخيار.

✓ ثمن الخيار يدفع للجهة التي حررت عقد الخيار والتزمت بتنفيذه عندما يرغب صاحب الحق في ممارسة هذا الحق، وبذلك يعتبر هذا الثمن مقابل المخاطرة التي يتحملها الطرف الآخر، عندما يمارس الطرف الأول هذا الحق، مهما كانت الظروف السائدة في السوق، والتي يمكن أن تؤثر على سعر الأصل محل العقد.

- ✓ ثمن الخيار قابل للزيادة أو الانخفاض والذي يتوقف على مدة العقد، نوع الأصل محل العقد، ظروف السوق المالية.
- ✓ عند ممارسة الحق يتم دفع العقد بالكامل بصرف النظر عن ثمن الخيار.
- ✓ في حالة عدم ممارسة الحق، فإن صاحب الحق يخسر ثمن الخيار فقط.
- ✓ عقود الخيار محددة بفترة زمنية محددة، عادة ثلاثة أشهر وفي حالة ثبات سعر الأصل، فإن قيمة الخيار تتناقص بمرور الزمن وتصبح صفراً في نهاية مدة العقد.
- ✓ عقد الخيار قابل للتداول فيحق لصاحب عقد الخيار بيعه للغير بثمن يتوقف على العرض والطلب لعقود الخيار في الأسواق المالية للأصل محل العقد ويتوقف ثمن عقد الخيار على قيمة الأصل فتزداد القيمة بارتفاع قيمة الأصل وتنخفض القيمة بانخفاض قيمة الأصل في حالة الشراء والعكس في حالة البيع.
- ✓ تتمتع عقود الخيار بأنها معروفة الخسارة مسبقاً، فأقصى ما يخسره صاحب العقد هو الثمن الذي دفعه لممارسة حق الخيار بالكامل فقط إذا لم ينفذ العقد.
- ✓ تمكن عقود الخيار صاحبها إمكانية الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل ولا يدفع من قيمتها إلا قيمة حق الخيار لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل.

### ثالثاً : تقسيمات عقود الخيار

يمكن تقسيم الخيارات وفق المعايير التالية:

#### 1- حسب موعد التنفيذ : يمكن التمييز بين نوعين رئيسيين هما :

### 1-1- الخيار الأمريكي:

في هذا النوع من الخيارات يعطى لحامله الحق في شراء أو بيع أصل ما بسعر متفق عليه، كما يمكنه من تنفيذ هذا العقد خلال الفترة التي تمتد بين إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهائه. ويمتاز هذا النوع بارتفاع قيمة المكافأة المدفوعة من قبل مشتري الحق.

### 1-2- الخيار الأوروبي:

وهو يشبه عقد الخيار الأمريكي غير أنه يختلف عنه فقط في موعد التنفيذ إذ لا يمكن لمشتري الحق في الخيار الأوروبي تنفيذ العقد إلا في التاريخ المحدد سلفاً. ويمتاز هذا النوع بانخفاض قيمة المكافأة التي يدفعها مشتري الحق لأنه لا يعطي لمشتري الحق فترة زمنية مرنة كالخيارات الأمريكية.

### 2- حسب طبيعة وشروط العقد: وهو نوعان هما:

#### 1-2- خيار الشراء أو الطلب (Call Option):

هو عقد يعطي لمشتريه حق شراء عدد معين من الأوراق المالية أو السلع أو المؤشرات أو العملات الأجنبية بسعر محدد وقت التعاقد ( يسمى سعر التنفيذ ) إما في اليوم الأخير للعقد ( الخيار الأوروبي ) أو طيلة الفترة الزمنية المنصوص عليها في العقد ( الخيار الأمريكي )، ولمشتري خيار الشراء الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد، لكن على محرر الخيار التنفيذ إذا رغب المشتري في ذلك.

يعتمد إبرام اتفاقات الاختيار في الأساس على التوقع لما يمكن أن تكون عليه السوق في الفترة المقبلة ، بخصوص مجموعه من الأوراق المالية التي يمكن تداولها في البورصات العالمية ، وفي هذا الإطار يمكن أن نفترض وجود مستثمر يتوقع ارتفاع سعر احد الأسهم المتداولة في البورصة مقارنة بالسعر الجاري للفترة الحالية ، فإذا تصورنا أن القيمة الجارية للسهم 100 دولار ، وان اختيار الشراء يتم على أساس هذا السعر مع دفع صاحب الاختيار لعلاوة مقدارها دولارين عن كل سهم لمنح الاختيار

فيمكن في هذه الحالة تصور عدة وضعيات يكون صاحب الاختيار في مواجهتها نتيجة تقلب أسعار أسهم البورصة.

**ففي الحالة الأولى :** إذا تصورنا أن سعر السهم في الفترة المقبلة انتقل من مستوى 100 دولار إلى 106 دولار ، نجد أن صاحب الاختيار وقبل وصول تاريخ الاستحقاق إذا كان الاختيار أمريكي يطلب تنفيذ هذا الاختيار ، ليتمكن من تحقيق ربح يعادل على الأقل 4 دولارات في السهم الواحد ، بما يعني انه كلما كان التوقعات صاحب الاختيار صحيحة ، وكان سعر التنفيذ اقل من سعر السوق أو السعر الجاري ، فانه يحقق لا محاله أرباحا تتضاعف أو تزداد كلما توجهت الأسعار الجارية للأصول المالية محل اختيار نحو الزيادة في السوق.

**في الحالة الثانية :** إذا تصورنا أن سعر السهم الذي كان محل الاختيار في الفترة المقبلة وفي ظل فتره الاستحقاق قد حقق سعر السوق أو سعرا جاريا مقداره 96 دولارا فان صاحب الاختيار هنا يتخذ قرار بعدم تنفيذ الاختيار متحملا بذلك خسارة قدرها دولارين في السهم الواحد تساوي في الواقع قيمه العلاوة الممنوحة لمانح الاختيار بما يعني أن صاحب اختيار الشراء يحقق أرباحا تكون أحيانا ضخمة إذا كان توقعاته صحيح ، ويتحمل خسائر لا تتعدى في أقصى الحدود قيمه المكافأة الممنوحة في ظل الاختيار.

الحالة العكسية نجد أن محرر الاختيار يتحمل في بعض الحالات خسائر غير محدودة إذا كان سعر التنفيذ اقل من سعر السوق ، هذا الأخير كلما توجه نحو الزيادة كلما توجهت خسائر مانح الاختيار نحو الارتفاع. إما أرباحه فهي محدودة وحدودها القصوى قيمه المكافأة المتحصل عليها أثناء إبرام الاتفاق ، وبالتالي فان أرباح وخسائر ما نحن اختيار تتعلق بوضعيتين أساسيتين.

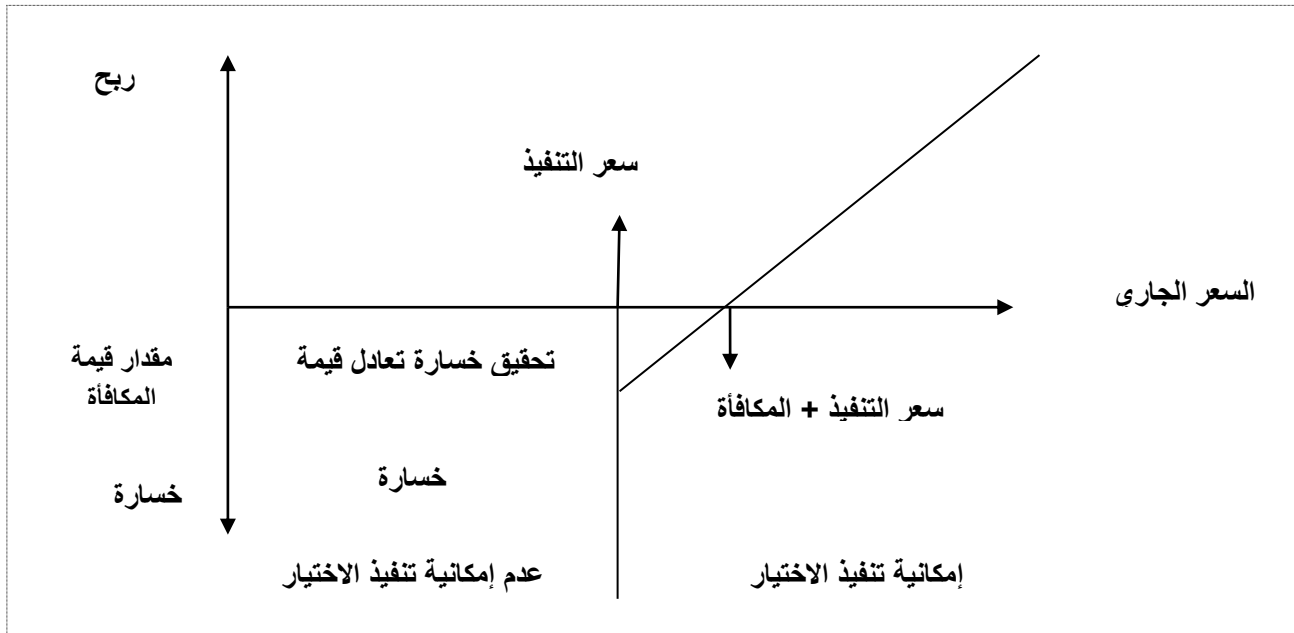
**الوضعية الأولى :** إذا كان مانح الاختيار مالكا بأسهم محل الاختيار ، ويفترض في شرائها بسعر سوق اقل من سعر التنفيذ المتفق عليه في هذه الحالة ، فان خسارته تكون محدودة في حاله توجه

## مطبوعة بورصة البضائع

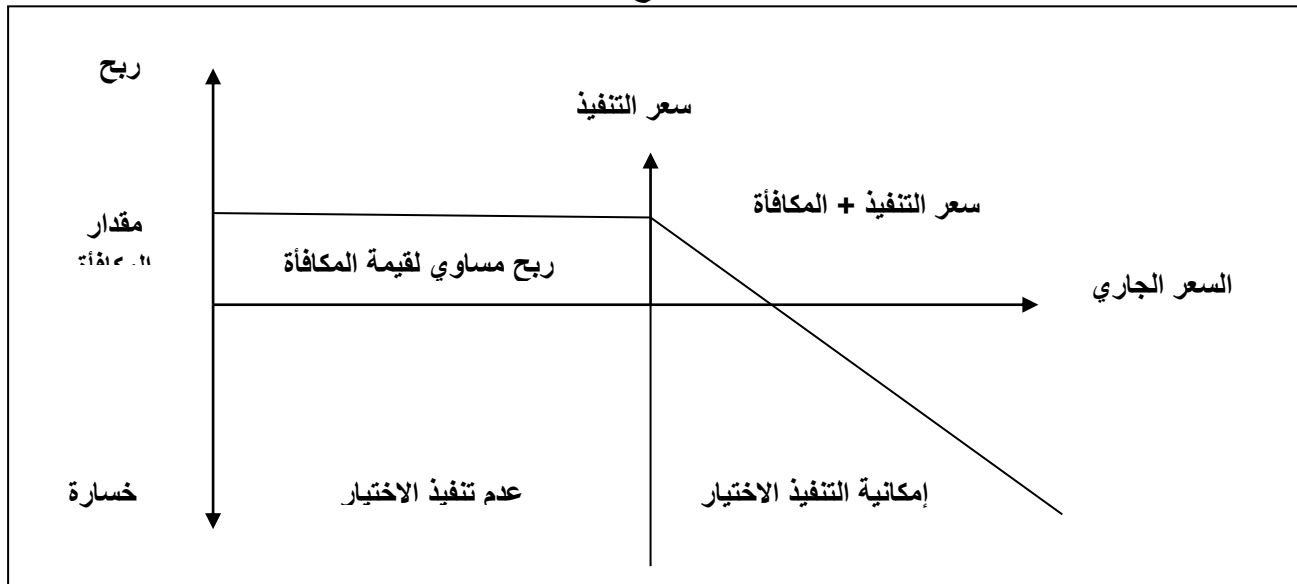
السعر الجاري نحو الاتفاق ، وانه نتيجة توقعاتي يكون أمام وضعيات جيدة بما يعني تحقيقه لأرباح بالنظر لفارق سعر الذي يحققه بين سعر الشراء وسعر التنفيذ ، إضافة إلى العلاوة التي يحصل عليه.

**الوضعية الثانية :** هذه الوضعية أكثر صعوبة وتتعلق بالحالة التي يكون فيها مانح الاختيار غير مالك للأسهم محل التعاقد ، فان شهد سعرها الجاري ارتفاعا فانه من المحتم عليه شرائها بسعر أعلى من السعر المتفق عليه بما يؤكد تحمله لخسارة.

الشكل (01): اختيار الشراء بالنسبة لمشتري الاختيار



الشكل (02): اختيار الشراء بالنسبة لبائع الاختيار



إن إتمام اختيارات الشراء يبني على التوقع من جانب المشتري الاختيار بخصوص ارتفاع السعر الجاري للورقة المالية محل الاختيار ، وبالتالي تحقيق أرباح ، متوقع انخفاض سعر السوق بالنسبة لبائع الاختيار لتحقيق ربح يعادل فارق السعر بين الذي دفعه وقت شراء الورقة المالية والسعر المتوقع في السوق ، بالإضافة إلى المكافأة المتحصل عليها مسبقا ، لهذا الغرض إلى تفعيل دور عمليه الاختيار في المحافظة على توازنات السوق خصصت لها أسواق كما هو الحال في الولايات المتحدة الأمريكية حيث اختصت بورصة شيكاغو بالتعامل فقط في الاختيارات.

2-2- خيار البيع أو الدفع (Put Option): يعرفه البعض بأنه عقد قابل للتداول يعطي لمشتريه حقا بأن يبيع لمحرر العقد ( بائع حق الخيار ) أسهما بسعر معين متفق عليه ( سعر التنفيذ ) لمدة زمنية معينة بعلاوة متفق عليها.

يمثل هذا النوع من التعاقدات حماية كبيره للمستثمرين في السوق من احتمال حدوث انخفاض في أسعار الأوراق المالية التي يملكونها في الفترة المقبلة ، ويقصد بهذا النوع من الاختيارات منح الحق للحامل الاختيار ضمن التزامه بذلك بعمليه بيع موجوداته من الأوراق المالية بسعر محدد سلفا خلال فتره محدد مسبقا متفق عليه.

فإذا افترضنا امتلاك احد المستثمرين لمجموعه أسهم اقتناها من السوق بسعر يعادل 100 دولار للسهم الواحد ، ويتوقع في الفترة المقبلة انخفاضا في أسعارها ، تجنباً للتحمل خسائر في ذلك ، قرر المستثمر التعاقد مع طرف ثاني تتوفر لديه الرغبة في شراء تلك الأسهم ، وتم الاتفاق على سعر تنفيذ يعادل السعر الجاري يوم الاتفاق وليكن 100 دولار ، مع تلقي الطرف الآخر (المتعهد بالشراء) لمكافئه مقدارها دولارين عن السهم الواحد مقابل احتفاظ المستثمر بحقه في اختيار البيع ، أي إمكانية تراجع عن تنفيذ الاتفاق خلال الفترة المتفق عليه.

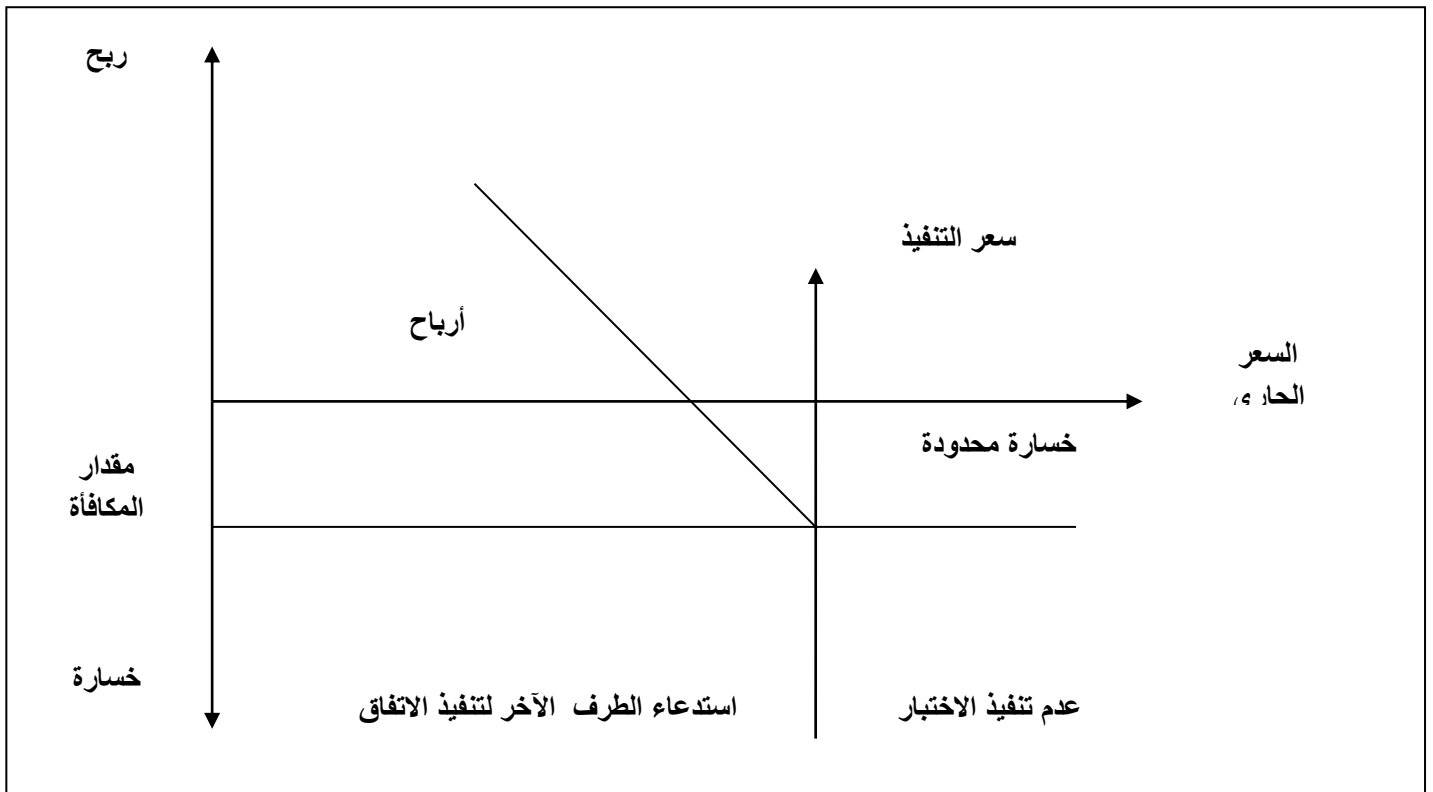
إذا تصورنا في هذه الحالة حدوث ما كان متوقعا من قبل المستثمر على صعيد أسعار أسهمي التي شهدت انخفاضا في قيمتها إلى مستويات 96 دولارا في هذه الحالة من المؤكد إن يطلب من

## مطبوعة بورصة البضائع

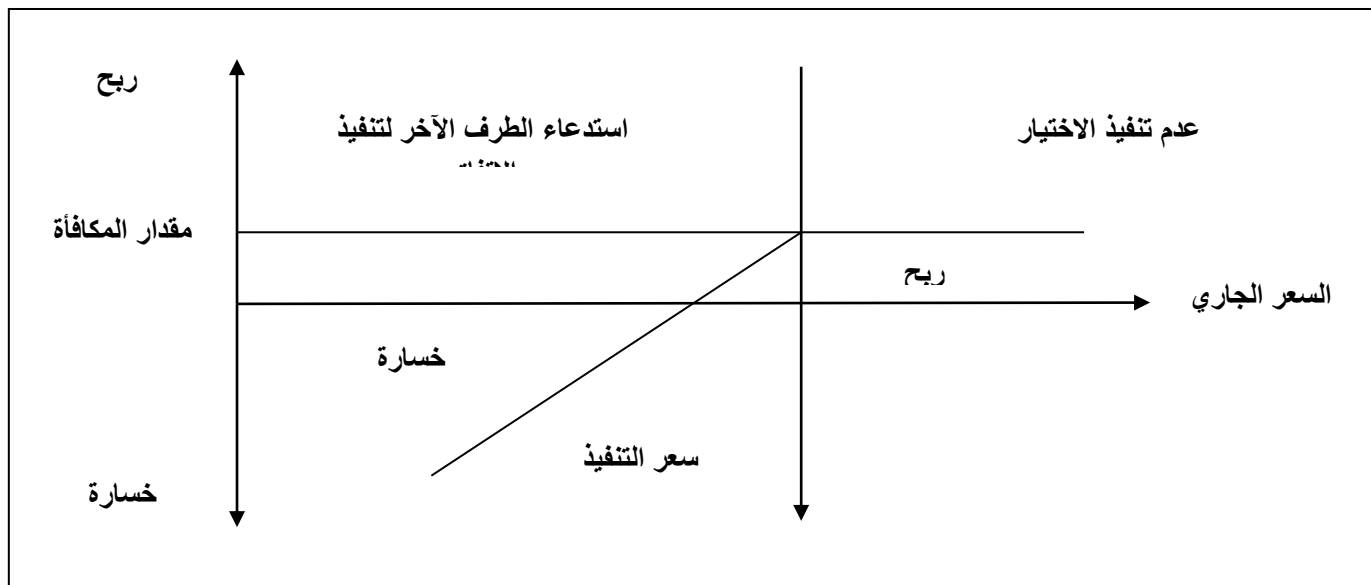
الطرف الآخر المتعهد بالشراء تنفيذ الاتفاق ، وبالتالي شرائه تلك الأسهم بسعر تنفيذ مقداره 100 دولار متحتملا بذلك خسارة مقدارها دولارين عن كل سه وله على اعتبار انه تلقى مكافئه عن كل سهم مقدارها دولارين سلفا فاصله وان مقدار الخسارة التي تحملها هذا الطرف تزيد كل ما سجلت أسعار الأسهم محل التعاقد انخفاضاً في قيمتها الجارية ، بينما يتحمل المستثمر خسارة محدودة تعادل كحد أقصى قيمه المكافأة المدفوعة للطرف الآخر ومقدارها دولارين.

في حالة عكسية إذا كان توقع المستثمر غير صحيح ، وسجلت وارتفاعاً في قيمتها الجارية إلى مستوى 105 دولار فاصله فانه في هذه الحالة سوف يتراجع عن البيع ، ويفضل إتمام العملية في السوق بالسعر الجاري وتحقيق ربح صافي مقداره 3 دولارات عن كل سهم باعتباره دفع مكافأة مقدارها دولارين في هذه الوضعية نجد أن المتعهد بالشراء قد حقق بدوره ربحاً رغم عدم تنفيذ الاتفاق مقداره دولارين يمثل كحد أقصى قيمه المكافأة المتحصل عليها.

### الشكل (01): اختيار البيع بالنسبة لمشتري الاختيار



الشكل (02): اختيار البيع بالنسبة لبائع الاختيار





### المحور التاسع : عقود المستقبلية

#### أولا : تعريف العقود المستقبلية :

العقود المستقبلية أو المستقبلية هي عقود آجلة تم تنميطها ، ويمكن تداولها في الأسواق المنظمة على عكس العقود الآجلة .وقد حظيت العقود المستقبلية ولا تزال باهتمام واسع من الأكاديميين والباحثين والمستثمرين على حد سواء، بسبب ارتباطها بتجارة الكثير من المنتجات :الغذائية (الحبوب واللحوم والحليب ومشتقاتها... إلخ) والمعادن (الذهب والفضة والبلاتين... إلخ) والطاقة (النفط والغاز) والمنتجات المالية (الأسهم والسندات والعملات... إلخ وغيرها ) فالعقد المستقبلي هو اتفاق بين طرفين يلزم فيها أحدهما بتسليم أصل معين بسعر محدد، مع تحديد تاريخ ومكان الاستلام، ويتم تنفيذ العقود المستقبلية وتسويتها بواسطة طرف ثالث، هو غرفة المقاصة.

#### ثانيا : أنواع العقود المستقبلية :

تنقسم العقود المستقبلية إلى عدة أنواع من العقود وفقا لنوع الأصل أو السلعة محل التعاقد، فهناك العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم، والعقود المستقبلية على الصرف الأجنبي، والعقود المستقبلية على سعر الفائدة، والعقود المستقبلية على السلع .وفيما يلي عرض لكل من هذه الأنواع:

#### 1- العقود المستقبلية على سعر الفائدة:

هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي يتم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.

#### 2- العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم

هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقا، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد.

### 3- العقود المستقبلية على الصرف

يعتبر سعر الصرف متغيرا هاما في التعاملات الأجنبية، حيث يتعرض كل من المصدر والمستورد لمخاطر التغير في سعر الصرف. هذه المخاطر يمكن تغطيتها من خلال الدخول في سوق العقود المستقبلية للصرف الأجنبي، ويعتبر سوق الصرف الدولية التابعة لبورصة شيكاغو من أكبر الأسواق للتعاملات المستقبلية على الصرف الأجنبي، وتتداول في السوق العقود النمطية والتي تمت تسويتها وفقا لأسعار السوق، بالإضافة إلى المعايير والقواعد التي تسمح للمتعاملين بالدخول في مراكز طويلة أو قصيرة .

### 4- العقود المستقبلية على السلع

القواعد التي تحكم العقود المستقبلية على السلع متشابهة مع القواعد التي تم عرضها سابقا، وذلك بالنسبة للسلع الممكن تخزينها فقط. إلا أن هناك اختلافا واحدا وهو أن تكلفة الاحتفاظ بالسلعة عادة ما يكون أكبر من تكلفة الاحتفاظ بالأصل المالي. فبالإضافة إلى تكاليف الفائدة مثل الأصول المالية، فهناك تكاليف التخزين والتأمين ونسبة الفاقد وغيرها.

### المحور العاشر : عقود المبادلات

#### أولاً: تعريف عقد المبادلة :

هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لمبادلة التزامات أداة دين أو أكثر، أو تبادل الفوائد المتحققة على أصول مالية، بطريقة يستفيد منها جميع الأطراف .

ويمكن القول بأن المبادلة هي التزام تعاقدى بين طرفين يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين، مقابل تدفق أو أصل آخر بالسعر الحالي وبموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، على أن يتم تبادل الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق. ومع أن أنواع المبادلات كثيرة، إلا أن أكثرها شيوعاً واستخداماً هو مبادلة تدفق نقدي ثابت مع تدفق نقدي متغير مستند إلى سعر فائدة مرجعي أو سعر صرف عملة معومة أو قيمة مؤشر.

تعود نشأة عقود المبادلة إلى سبعينات القرن العشرين عندما طور تجار العملة مبادلات العملات لتجنب الرقابة الحكومية على حركة العملات الدولية.

#### ثانياً : خصائص عقود المبادلة :

تتميز عقود المبادلة بالخصائص التالية:

✓ عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيارات.

✓ تتضمن عقود المبادلات مخاطر ائتمان أو مخاطر عدم سداد، وإن كانت هذه المخاطر ليست كبيرة، لأن المخاطر في حالة صعوبة السداد تتمثل في الفرق بين معدل الفائدة المتغير ومعدل الفائدة الثابت وليست قيمة العقد كله، وذلك في مبادلة سعر الفائدة. أما في مبادلة العملات، فإن التبادل يتم لكل من الفائدة وقيمة العقد، ورغم ذلك مخاطر أقل، لأن هناك تبادل بين الطرفين وليس الدفع من طرف واحد .

✓ تستخدم عقود المبادلات إلى جانب تغطية مخاطر أسعار الصرف وأسعار الفائدة في إعادة جدولة خدمة الدين سواء كان بفائدة ثابتة أو متغيرة أو بأكثر من عملة دون الاضطرار إلى رده أو بيع الأصول الموجودة في حالة حدوث أزمات مالية.

### ثالثا: أنواع عقود المبادلة

تتنوع عقود المبادلة تبعا لأنواع الأصول المالية محل التبادل:

#### 1- مبادلات العملة

قد يحدث أن تقتض إحدى المنشآت بعملة ما مع أنها قد تكون في حاجة إلى عملة غيرها، هنا تستعمل عقود مبادلة العملة ويمكن تعريفها على أنها اتفاق قانوني يتألف من عنصرين على الأقل من العناصر أدناه :

✓ الترتيب لشراء أو بيع مقدار محدد من إحدى العملات مقابل عملة أخرى بسعر متفق عليه والذي عادة ما يكون سعر الصرف الحاضر، وفي تاريخ متفق عليه أيضا.

✓ ترتيب متزامن لإعادة تبادل مقدار العملة نفسه، عادة بسعر الصرف نفسه، في تاريخ متفق عليه في الأجل المتوسط إلى الأجل الطويل.

✓ تسوية سداد تكاليف الفائدة بين الطرفين طوال فترة عملية المبادلة، حيث يتم السداد إما على فترات منتظمة أو بعملية سداد واحدة في تاريخ الاستحقاق.

#### 2- مبادلات أسعار الفائدة :

عقد مبادلات أسعار الفائدة على أنه اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد على فترات منتظمة، حيث يعتمد مقدار هذه المدفوعات على قيمة العقد المتفق عليه .المدفوعات التي يدفعها كل طرف دوريا عبارة عن معدل الفائدة المتفق عليه مضروبا في قيمة العقد، والمبالغ التي تتبادل بين الطرفين في معظم عقود المبادلات هي صافي مدفوعات الفائدة وليست قيمة العقد، والطرف الذي يوافق على

أن يدفع للطرف الآخر مدفوعات فائدة ثابتة في تواريخ محددة على مدار فترة العقد، يسمى الطرف الأول دافع معدل الفائدة الثابت والطرف الآخر يسمى دافع معدل الفائدة المتغير وهو الذي يوافق على أن يدفع للطرف الأول مدفوعات فائدة متغيرة وفقا لمعدل مرجعي.

وهناك عدة أنواع من مبادلات أسعار الفائدة منها:

### ✓ المبادلات المختلطة

هي مزيج أو خليط من مبادلات أسعار الفائدة ومبادلات العملة، ومن خلال هذا النوع من المبادلات، فإن أحد الأطراف يقوم بدفع الفائدة بسعر فائدة لعملة ما بينما المقدار الذي تحتسب على أساسه الفائدة يتعلق بعملة أخرى .

### ✓ المبادلات مزدوجة التعويم

هي مبادلة يقوم من خلالها طرفا العقد بأداء دفعات بأسعار معومة، وإن كان كل سعر يختلف على الآخر، بمعنى أن مبادلة سعر معوم بسعر معوم آخر، ويستخدم هذا النوع من المبادلات حينما يكون أحد الأطراف مشتركا في عملية أخرى والتي يتم من خلالها استلام أو أداء دفعات على أساس سعر فائدة معوم كأحد صور التغطية .

### ✓ مبادلات مؤشرات الأسعار

ويطلق هذا المسمى على أية مبادلة إذا ما كانت مدفوعات أحد طرفي التعاقد وفقا لإحدى مؤشرات الأسعار، كما يطلق ذات المسمى على أية مبادلة إذا ما كانت مدفوعات أحد الطرفين ترتبط بمؤشر معين بينما ترتبط مدفوعات الطرف الآخر بمؤشر آخر.

### 3- مبادلات سلعية:

عبارة عن مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد ويتم سداد الثمن فوراً، ويبيعها له في نفس الوقت بيعاً آجلاً بسعر متفق عليه مسبقاً بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها أيضاً .

#### 4- مبادلات الأسهم

هي الاتفاق على المبادلة في تاريخ لاحق لمعدل عائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد

على سهم أو أصل مالي آخر .ومن أمثلة ذلك الاتفاق على أن يدفع المستثمر لطرف آخر في تاريخ لاحق سعر الليبور، لعملة معينة على مبلغ معين متفق عليه مقابل حصوله على معدل العائد على أسهم بنفس القيمة في بورصة ما، مقاساً على أساس معدل الزيادة في الرقم القياسي للمؤشر الخاص بأسعار الأسهم في تلك البورصة .

#### 5- مبادلات خيارية :

وهي عبارة عن عقود تعطي حاملها الحق بأن ينفذ هذا الخيار إذا ما رغب بذلك أي بأن يجري هذا الحامل المبادلة مع الغير دافعا العلاوة المطلوبة .

ويجري استخدام هذه العقود من قبل المؤسسات التي تشعر بالقلق من أية تغيرات مستقبلية في سعر الفائدة في غير صالحها وكذا من قبل مديري مخاطر أسعار الفائدة، ذلك أن المنشآت التي تقتض بسعر معوم عرضة دائم الارتفاع أسعار الفائدة، وقد تلجأ إلى شراء عقد الحد الأقصى للفائدة أو ما يسمى بالسقف لتقليل حجم المخاطر إلى أقل حد ممكن وعند تحديد ثمن الخيار يؤخذ في الاعتبار طول مدة الخيار وسعر التعاقد وكذلك مدى تقلب أسعار الفائدة محل التعاقد.

### المحور الحادي عشر : المقاصة والتسوية

#### أولاً: المقاصة :

غرفة المقاصة هي حجر الزاوية في أسواق العقود الآجلة والقطعة الأساسية لضمان حسن سير المعاملات وأمنها، وغرفة المقاصة هي مؤسسه تمثل في الواقع المصالح المختلفة للمجتمع المالي العامل في أسواق العقود الآجلة ، يجمع بين البنوك من الدرجة الأولى ومن شركات الوساطة الكبرى واهم المشغلين الذين يتدخلون في أسواق العقود الآجلة في البورصة ، يتم تنفيذ هذه الوظيفة من قبل البنك المركزي للتعويضات الذي يجمع بين أرقى جولات الطاولة التي يمكن العثور عليها في الساحة ، مقابل السلع الخفيفة ، يتم توفير التعويض من قبل غرفة تبادل السلع الدولية.

وتتم عملية المقاصد بواسطة إحدى شركات المقاصة التي يعتبر سمسار العميل احد وأعضائها. ويقصد بالمقاصة جميع الإجراءات المتعلقة بحساب التزامات الأطراف المشتركين في الصفقات، تمهيدا لتسويتها. ويتم هذا الحساب في الغالب وفق مبدأ التصفية ، الذي يقوم بإلغاء المراكز المالية المتقابلة لكل متعامل ، ويؤدي في النهاية إلى تحديد صافيه الدائنية أو المديونية لكل المتعاملين المشتركين في عملية التصفية يترتب على عملية المقاصة حينئذ تحديد ما إذا كان السمسار مستلماً للورقة المالية ، بعد مراعاة حجم الأوراق الذي لا يمكن استخدامه في عملية المقاصة لكونها مقرضه أو مرهونة ، وتحديد المبالغ النقدية الدائنة والمدينة المترتبة على الصفقات بالنسبة لجميع السماسرة الأعضاء في شركه المقاصة، قد تتم المقاصة بواسطة شركه أو نظام تابع للسوق المالي نفسه.

#### ثانياً : التسوية

يقصد بالتسوية إتمام إجراءات الصفقة بقيام البائع تحويل الأصل المالي إلى المشتري، في مقابل قيام المشتري بالتحويل مبلغ الصفقة للبائع. حيث تبدأ هذه الإجراءات بعد إتمام المقاصة. حيث تبدأ عملية الدفع وتوثيق نقل الملكية وفق تنظيم معين تديره شركه المقاصة. والتنظيم يشمل كلا من حافظ الأوراق المالية ، ونظام للمدفوعات النقدية.

وتعد دار التسوية الجزء الأساس من عمل أسواق العقود المستقبلية إذ أنها تؤدي دورا مهما في أي صفقه عكسية. ويشترط لعضو السوق ليكون عضوا في دار التسوية أن يقدم طلبا للحصول على عضويتها لذا إن أعضاء السوق إما أن يكونوا أعضاء في دار التسوية أو يكون هناك عضو في دار التسوية يفي بالخدمة إلى أعضاء السوق.

وتعد دار التسوية مؤسسه مستقلة أو مؤسسه حكوميه أو شركه مساهمه وقد تكون مؤسسات ثانوية تابعه للبورصة ويتوسط فيه المشتري والبائع في كل عقد من العقود فبعد أن يتفق الطرفان على عقد الصفقة يدخل دار التسوية في عمليه الشراء والبيع. ويصبح المشتري لبائع العقد والبائع المشتري العقل، وبهذا يتوقف المشتري والبائع عن التعامل المباشر مع بعضهم. ويكون دار التسوية على الطرف الآخر من كل صفقه ويكون مستعدا لتلبية الالتزامات العقد من المشتري أو البائع. وبذلك تساعد دار التسوية في تسهيل وجود سوق منظم للعقود المستقبلية فضلا عن انه يجعل السوق بعيدا عن الصفة الشخصية ويعد هذا مفتاح النجاح في تنفيذ الصفقة عند توسط دار التسوية.

وتتطلب عمليه المقاصة وجود حساب للسمسار لدى هاتين الجهتين حيث تقوم شركه المقاصة بتسوية جميع الصفقات من خلال إرسال تعليمات لكل من حافظ الأوراق المالية لتحديد قاعدة الملاك ، وتعليمات لنظام المدفوعات لتحويل المبالغ النقدية بين حسابات سماسرة ، وتقوم شركه المقاصة بإرسال تقرير نهائي عن عملية التسوية لمكتب السمسار. ويسهل من عمليه التسوية ارتباط شركه المقاصة بحافظ الأوراق المالية محل التعامل. ويمكن أن يتولى عمليتي المقاصة وحفظ الأوراق المالية وتحويل المبالغ النقدية جهة واحده، وعاده ما يتم تحديد موعد التسوية وفق الاصطلاح التالي (T+3) حيث يمثل T تاريخ الصفقة منتصف الليل يوم تنفيذها ، وبالنسبة للسندات الحكومية فتتم التسوية وفق T+1 . وهناك جهود متواصلة على مستوى صناعه الأوراق المالية في العديد من الدول لتقليل الفارق إلى T+1.

ويفرق عاده بين انظمه التسوية بحسب كونها أجماليه أو صافيه تبعا لطبيعة المقاصة التي تسبقها ، وآنية أو متراخية تبعا للفرق بين التنفيذ والتسوية ، ففي الإجمالية يتم تسويه كل صفقه على حذاء



بدون تصفيه، ويمكن أن تكون فيها التسوية آنية بحيث يسلم البائع في الحال كل الأوراق المالية ويدفع المشتري كامل المبلغ الصفقة وفي هذه الحالة فقد تتحدد المقاس مع التسوية أو يقل الفرق بين وقت التنفيذ ووقت التسوية بشكل كبير.

كما يمكن أن تكون التسوية الإجمالية متراخية عن وقت التنفيذ غالبا في (نهاية يوم التداول). إما التسوية الصافية فيتم تسويه مجموعه من الصفقات في نهاية اليوم أو في أوقات متفرقة خلال اليوم بعد أن يتم تصفيه الصفقات التي تم تنفيذها قبل موعد التسوية.

ويمكن أن تستخدم التسوية الإجمالية والصافية في جانب التسليم أو الدفع. حيث يمكن أن يعتمد مبدأ التسوية الإجمالية لتسليم الأوراق المالية ودفع مبالغ الصفقات، أو يتم الاعتماد على مبدأ التسوية الإجمالية للتسليم فقط ومبدأ التسوية الصافية للدفع، أو يتم استخدام مبدأ التسوية الصافية للتسليم والدفع معا.

ولكل من التسوية الإجمالية والصافية مزايا وعيوب، فالمقاصة الصافية تقلل من حجم الصفقات ، والمدفوعات المطلوبة تحويلها في وقت التسوية ، ولكن مخاطر تسويتها خاصة الخطر الائتماني أعلى المقطع إما المقاس الإجمالية تتطلب تحويلات مالية أكثر ، وتتطلب من البنوك إدارة مخاطر سيوله بشكل متواصل مما يترتب عليه زيادة تكلفه الاحتفاظ بالاحتياطات ، ولكن مخاطر تسويتها منخفضة.

وتختلف أنظمة التسوية كذلك في وقت ما يسمى بحسم التسوية ( *settlement* ) و *finality* ) ويقصد به الوقت الذي ينتفي فيه حق أي من الطرفين في إلغاء التسوية. إذ قد تسمح بعض الأنظمة بحق الإلغاء حتى وقت معين عادة ما يكون نهاية اليوم ، بينما تمنع أخرى إلغاء التسوية بعد إتمامها تحقيق الاستقرار التعامل.

### المراجع :

- 1- صلاح الدين حسن السيبي، البورصات والأسواق المالية، دار الكتاب الحديث، مصر، 2014.
- 2- محمد وجيه حنيني، تحويل بورصة الأوراق المالية للعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية دراسة تطبيقية ، دار النفائس للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 3- مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان ، سوريا، 2009 .
- 4- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية " البورصة" ، دار أسامة للنشر، الأردن، 2008 .
- 5- دريد كامل آل شبيب ، الأسواق المالية والنقدية ، دار المسيرة ، ط1، عمان ، 2012.
- 6- عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005 .
- 7- أمين السيد أحمد لطفي، المحاسبة في شركات السمسرة في الأوراق المالية ،الإسكندرية ، دار نشر الثقافة، 2008.
- 8- محمود حامد محمود عبد الرزاق، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر ، 2013 .
- 9- صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، دار الشروق للنشر والتوزيع، الجزائر، 2014.
- 10- محمد المبروك أبو زيد، التحليل المالي شركات وأسواق مالية، دار المريخ للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، ط2، 2009.
- 11- حسين بن هاني، الأسواق المالية (طبيعتها -تنظيمها -أدواتها المشتقة)، دار الكندي، ط1، الأردن، 2002.
- 12- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الأردن، 2007.
- 13- بن الضيف محمد عدنان، مقومات الاستثمار في سوق الأوراق المالية الإسلامية ، دار النفائس للنشر والتوزيع ، عمان ، 2013.

- 14- أرشد فؤاد التميمي ، الأسواق المالية إطار في التنظيم والتقييم الأدوات، دار البازوري، الأردن ، 2010.
- 15- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات، أوراق، بورصات ، دار الشروق، ط2، الأردن، 2007.
- 16- محمد عبد الحميد محمد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم العالي ، الإسكندرية ، 2011.
- 17- محمد عنتر أحمد الإدارة المالية والاستثمار، مصر، 2009.
- 18- سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة ، 1998.
- 19- هيثم عجام، التمويل الدولي، دار زهران للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 20- فيصل محمود الشواوة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعلية)، عمان، دار وائل للنشر والتوزيع ، 2008.
- 21- وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، عمان، دار المستقبل، 2009.
- 22- جلال إبراهيم العبد ، تحليل وتقييم الأوراق المالية ، الدار الجامعية ، الإسكندرية ، 2003.
- 23- عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة، دار الكتاب الحديث القاهرة، 2010.
- 24- مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية، مركز النشر العلمي، جدة، المملكة العربية السعودية، 2010.
- 25- منير إبراهيم هندي ، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية ، المكتب العربي الحديث ، الإسكندرية ، 2015.
- 26- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2015.
- 27- عبد الكريم قندوز، المشتقات المالية، سلسلة كتيبات تعريفية ، العدد 38، صندوق النقد العربي، 2022.
- 28- بن عيسى عبد القادر، أثر استخدام أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية ، رسالة ماجستير ، جامعة ورقلة ، الجزائر ، 2012.

29- صبري الفران ، بورصات السلع، سلسلة كتيبات تعريفية ، العدد 38، صندوق النقد العربي، 2022.

30- عزوزي خديجة، مطبوعة بورصة البضائع، جامعة قلمة، الجزائر، 2020.

31- محمد عبد الحليم عمر، السلع الدولية وضوابط التعامل فيها، بحث مقدم للمؤتمر السادس عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي التابع لمنظمة المؤتمر الإسلامي، دبي ، 2005.

32- [www.Toko.or.jp](http://www.Toko.or.jp)

33- [www.dfm.ae](http://www.dfm.ae)

34- - [www.ase.com.jo/ar](http://www.ase.com.jo/ar)

35- [www.tadawul.com.sa](http://www.tadawul.com.sa)