

## تمهيد

تتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة نظرا للدور الذي تلعبه هذه الأسواق في تشابك قطاعات الاقتصاد من خلال ربط قطاعات الفائض بقطاعات العجز المالي، فهي تمثل احد أهم المصادر التي توفر فرص الاستثمار لقطاعات الفائض ومصدر حيوي لتمويل قطاعات العجز ، إذ تعتبر حلقة من حلقات تطور النظام المصرفي في أي دولة وانعكاسا لنظمه الاقتصادية والمالية.

وتعتبر أسواق الأوراق المالية أحد العناصر الهامة المكونة للسوق المالية ويتداول فيها الأسهم وغيرها من الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل بغرض تجميع المشترين والبائعين لهذه الأوراق المالية، وبهذا تكون أسواق الأوراق المالية هي الميكانيزم التي نشأت لتسهيل عملية تبادل الأسهم والسندات وغيرها.

كما شهد العالم مستجدات اقتصادية عديدة خلال العقود الأخيرة، استدعت معها تطوير

أسواق الأوراق المالية فقد حملت تنوعا متزايدا من حيث التنظيمات، الوظائف، الأدوات والمجالات، بينما تزايدت الأهمية الاقتصادية لهذه الأسواق.

وهذا ما سنحاول مناقشته في هذا الفصل من خلال المباحث التالية: السوق المالية "

مفهومها، تقسيماتها وأهميتها " في المبحث الأول، أما المبحث الثاني سوف نعرض فيه ماهية أسواق الأوراق المالية وجاء المبحث الثالث للتطرق إلى الأدوات المتداولة في أسواق الأوراق المالية والأطراف المشاركة فيها وكفاءتها، أما المؤشرات المستخدمة على مستوى هذه الأسواق فقد خصص لها المبحث الرابع.

**المبحث الأول: السوق المالية " مفهومها، تقسيماتها وأهميتها "**

تحتل الأسواق المالية مركزاً حيوياً في النظم الاقتصادية المعاصرة، حيث يتم من خلالها تجميع المدخرات وتوجيهها إلى قنوات الاستثمار الذي يؤدي إلى زيادة السلع والخدمات، مما يقوم بدفع عجلة التنمية الاقتصادية، وعلى هذا رغبتنا في تخصيص هذا المبحث لتقديم مفهوم السوق المالية والتعرف على خصائصها والأقسام المكونة لهذه السوق والتطرق إلى الأهمية الاقتصادية لها.

**المطلب الأول: مفهوم السوق المالية**

تعتبر السوق المالية ركيزة هامة من ركائز النشاط الاقتصادي لأنها تمثل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال بين مختلف القطاعات والمؤسسات وأفراد المجتمع.

**أولاً: تعريف السوق المالية**

تعرف السوق المالية بأنها " الأماكن التي يتم فيها تداول الأصول المالية <sup>1</sup> .

فالسوق المالية هي وسيلة ( ينتفي فيها شرط المكان ) يلتقي من خلالها ( المشترون والبائعون والمتعاملون الآخرون والإداريون ) من ذوي الاهتمامات ( المادية أو المهنية ) بالأدوات ( الرأسمالية والنقدية ) أو بـ ( الصرف الأجنبي ) بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة ( الحقيقية والمادية والنقدية ... ) لفترات متباينة ( طويلة وقصيرة ) اعتماداً على ( قوانين وأنظمة وتعليمات ) وإلى حد ما ( عادات وتقاليد وأعراف ) معتمدة ( محلياً ودولياً )<sup>2</sup>.

والأسواق المالية هي الآلية التي يتم من خلالها تدفق الأموال الفائضة في شكل مدخرات إلى الوحدات التي تعاني من عجز مالي بهدف استثمارها، وعملية تدفق الأموال هذه تتم بطرق عديدة تتناسب مع متطلبات التمويل لهذه العملية، حيث تقوم وحدات العجز المالي بإصدار أصول مالية أو

<sup>1</sup> عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار رضا للنشر، سوريا، 2002، ص: 9.

<sup>2</sup> هوشار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر، الأردن، 2003، ص: 58.

ما يسمى "الحقوق المالية" والتي تعرضها إلى وحدات الفائض المالي فتشترىها هذه الأخيرة مقابل

تحويل لفوائضها المالية إلى وحدات العجز المالي وهذا ما يسمى بالتمويل المباشر، أما إذا تم تحويل

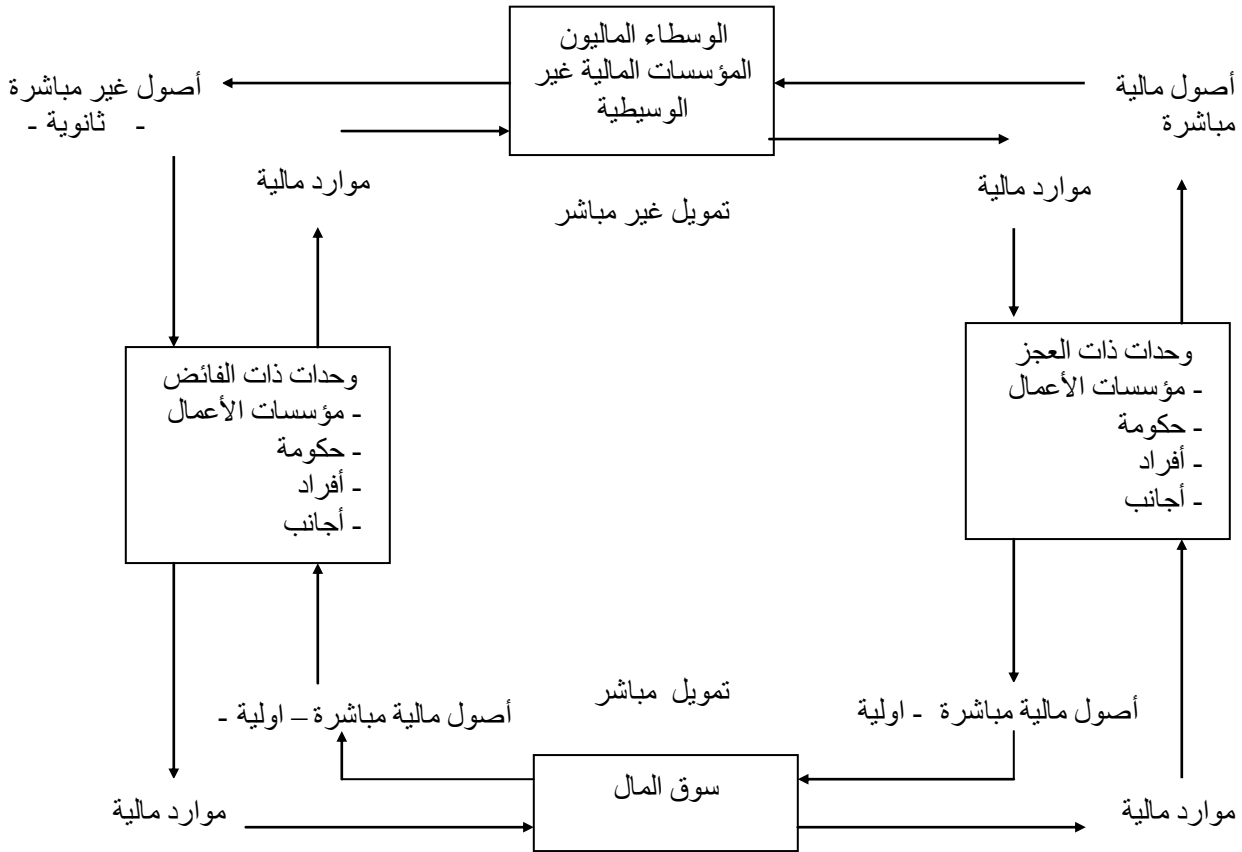
الموارد المالية بين وحدات الفائض ووحدات العجز عن طريق مجموعة من الوسطاء الماليين والتي

تتشكل من المؤسسات المالية العاملة في السوق المالية "بنوك، شركات التأمين..." فإن عملية

التمويل تأخذ شكل التمويل غير المباشر.

وهو ما يوضحه الشكل الآتي:

شكل رقم (01): انتقال الموارد المالية في السوق المالية



المصدر: احمد ابو الفتوح الناقية: نظرية النقود والبنوك والأسواق المالية « مدخل للنظرية النقدية وأسواق المال »،

مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 1998، ص: 17.

ومما تقدم يمكن تقديم تعريف شامل للسوق المالية بأنها المجال الذي تتم من خلاله تداول الأصول المالية " قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل " بهدف تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض " المقرضين " إلى وحدات العجز المالي " المقترضين " بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، وبالتالي " فإن السوق المالية تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي أي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحد من أهم عوامل الإنتاج<sup>1</sup>.

يعكس المفهوم السابق للسوق المالية المشاركون فيها وهم ينقسمون إلى:

- 1) وحدات الفائض المالي: هي وحدات ادخارية ، تتوفر لديها طاقة تمويلية فائضة تأخذ أشكال مختلفة " قطاع عائلات، مؤسسات أعمال، حكومة وأجانب... الخ " .
- 2) وحدات العجز المالي: وهي وحدات التي تعاني من عجزا ماليا في مواردها المالية وتتمثل في جانب الطلب، وقد تأخذ أشكال عدة منها " مؤسسات أعمال، أفراد، حكومة... الخ "، وتشكل مؤسسات الأعمال الجزء الأكبر من جانب الطلب نظرا لطبيعتها الاستثمارية.
- 3) الوسطاء الماليون: هي مؤسسات مالية " بنوك، شركات التأمين، صناديق التقاعد... الخ " نشأت بغرض تحويل التدفقات النقدية إلى المستثمرين مقابل عمولة.

### ثانيا: نشأة الأسواق المالية

ترتكز فكرة الأسواق المالية على نظرية آدم سميث التي تستند على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد فكرة تقسيم العمل على كبر حجم السوق والذي بدوره يعتمد على حجم الإنتاج مما يترتب على ذلك إيجاد نوع من التخصص في الإنتاج تبعا للمزايا النسبية، وانعكست هذه العلاقة على التطورات المالية مما يترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية، ولهذا أطلق عليها سوق الأوراق المالية وقد جاءت تسمية الأسواق المالية من مفهوم السوق بصورة عامة والوسيلة التي يتم التعامل بها في تلك الأسواق.

<sup>1</sup> صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية - علميا وعمليا -، مطبعة الاشعاع الفنية، مصر، 2000، ص: 20.

وقد مرت فكرة الأسواق المالية عبر تطورها التاريخي بمجموعة من المراحل يمكن

تلخيصها بالاتي<sup>1</sup>:

**المرحلة الأولى:** وقد تميزت هذه المرحلة بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة وارتفاع نسبي في المعيشة وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية، مما قاد ذلك إلى اتساع نطاق التعامل التجاري، وأدى ذلك إلى كبر حجم هذه المشروعات التي

باتت بحاجة ماسة إلى رؤوس أموال كبيرة وأصبح الفرد يعجز عن تمويلها، فأصبح يلجأ إلى البنوك للاقتراض وما قد يترتب على ذلك من عواقب وخيمة.

**المرحلة الثانية:** بدأت هذه المرحلة مع ظهور البنوك المركزية التي تسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت البنوك التجارية تتسم بحرية مطلقة في المرحلة الأولى، أما في المرحلة الثانية فقد أخذت البنوك التجارية تقوم بعملها التقليدي وهي خصم الأوراق المالية التجارية وتقديم الائتمان طبقاً لقواعد وأوامر البنك المركزي، لذلك أصبحت القروض التي تقدمها هذه البنوك محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد عليها.

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

**المرحلة الرابعة:** ظهور الأسواق النقدية وفي هذه المرحلة ازدادت حركة الأوراق المالية التجارية وشهادات الإيداع، وهذا بداية اندماج السوق النقدي مع السوق المالي.

<sup>1</sup> نوزاد الهيتي، مقامة في الأسواق المالية، أكاديمية الدراسات العليا والبحوث الاقتصادية، لم تذكر بلد النشر، 1998، ص: 14، 16.

المرحلة الخامسة: اندماج الأسواق النقدية مع الأسواق المالية، واندماج الأسواق المالية مع الأسواق الدولية لتطور وسائل الاتصالات المختلفة وظهور البورصات المالية وأصبحت الأسواق المالية تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات.

### المطلب الثاني: تقسيمات السوق المالية

تعددت تقسيمات أسواق المال في الوقت الذي تعمل جميعها على جمع المدخرات وتحويلها إلى مجالات أو فرص استثمارية عديدة، وأهم التقسيمات لأسواق المالية هما قسمين ولكل منهما خصائصه وأدواته ومؤسسته، وهذه الأسواق هي:

**أولاً: سوق النقد :** تمثل أسواق النقد مجال تداول الأصول قصيرة الأجل، حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لها في تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت والوحدات ذات الفائض المالي المؤقت من خلال تبادل الأصول القصيرة الأجل<sup>1</sup>.

تتميز الأسواق النقدية عن غيرها من الأسواق المالية بأنها أسواق جملة تحمل عادة تعاملات بأحجام كبيرة والتي تحدد قيمتها مليون دولار فأكثر، علماً بأن عدد المتعاملين في هذه السوق كبير جداً، ونظراً لوجود العديد من المستثمرين والبائعين ونظراً لتحول أدواتها السريع إلى سيولة فإنها تعد أسواق سائلة<sup>2</sup>. إن موضوع هذا البحث ليس بصدد دراسة السوق النقدية لهذا تطرقنا لها بشكل موجز.

**ثانياً: سوق رأس المال :** هو السوق الذي تتم فيه تداول أدوات الاستثمار طويلة الأجل مثل " الأسهم والسندات، الكفالات والتعهدات، الخيارات..."<sup>3</sup>، فأسواق رأس المال هي التي تتداول فيها الأصول المالية طويلة الأجل مثل السندات طويلة الأجل والأسهم سواء كانت عادية وممتازة، وفي هذه الأسواق يلعب العائد دور كبيراً في حركة التدفقات المالية بين الأصول المالية المختلفة ولذلك تتحدد

<sup>1</sup> عصام فهد العريبي، مرجع سابق، ص: 10 .

<sup>2</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 69 .

<sup>3</sup> وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، الأردن، 2009، ص: 31.

حركة التدفقات في الأسواق الرأسمالية ونفا لأسعار الأصول المالية المتداولة والعوائد والمخاطر

المرتبطة بهذه العوائد والسيولة لا تلعب دور في هذه الأسواق.<sup>1</sup>

وما يميز هذا النوع من الأسواق المالية، أنها اقل اتساعا من السوق النقدية لكنه أكثر تنظيما، حيث يتواجد فيه الوكلاء المتخصصون في الصفقات المالية أما أهم المؤسسات التي تتعامل في هذا

النوع من الأسواق بنوك التنمية الصناعية، البنوك العقارية، بنوك الاستثمار والأعمال وصناديق الادخار والتأمين.<sup>2</sup>

### 1- خصائص سوق رأس المال:

- الأوراق المالية المتداولة فيه طويلة الأجل.
- يقوم بتمويل المشروعات الاستثمارية طويلة الأجل.
- الاستثمار في أدوات سوق رأس المال أكثر مخاطرة و اقل سيولة وارتفاع لعوائد بالمقارنة مع الأسواق الأخرى.

### 2- مكونات سوق رأس المال:

تنقسم أسواق رأس المال إلى قسمين أساسيين هما:

#### 1-2 الأسواق الحاضرة: ويتمثل مجال التعامل في هذه الأسواق بالأوراق المالية طويلة

الأجل التي تصدرها الجهات المقترضة "مؤسسات الأعمال، حكومات" للحصول مقابلها على موارد مالية، وتنقل هنا ملكية الورقة المالية للمشتري فور إتمام الصفقة بعد دفع كامل قيمتها أو جزء منها، ويطلق على هذه الأسواق اسم "أسواق الأوراق المالية" ويتم تداول الأوراق المالية في هذه الأسواق من خلال أسواق أولية وأخرى ثانوية، وسنوضح ذلك أكثر تفصيلا في المباحث القادمة.

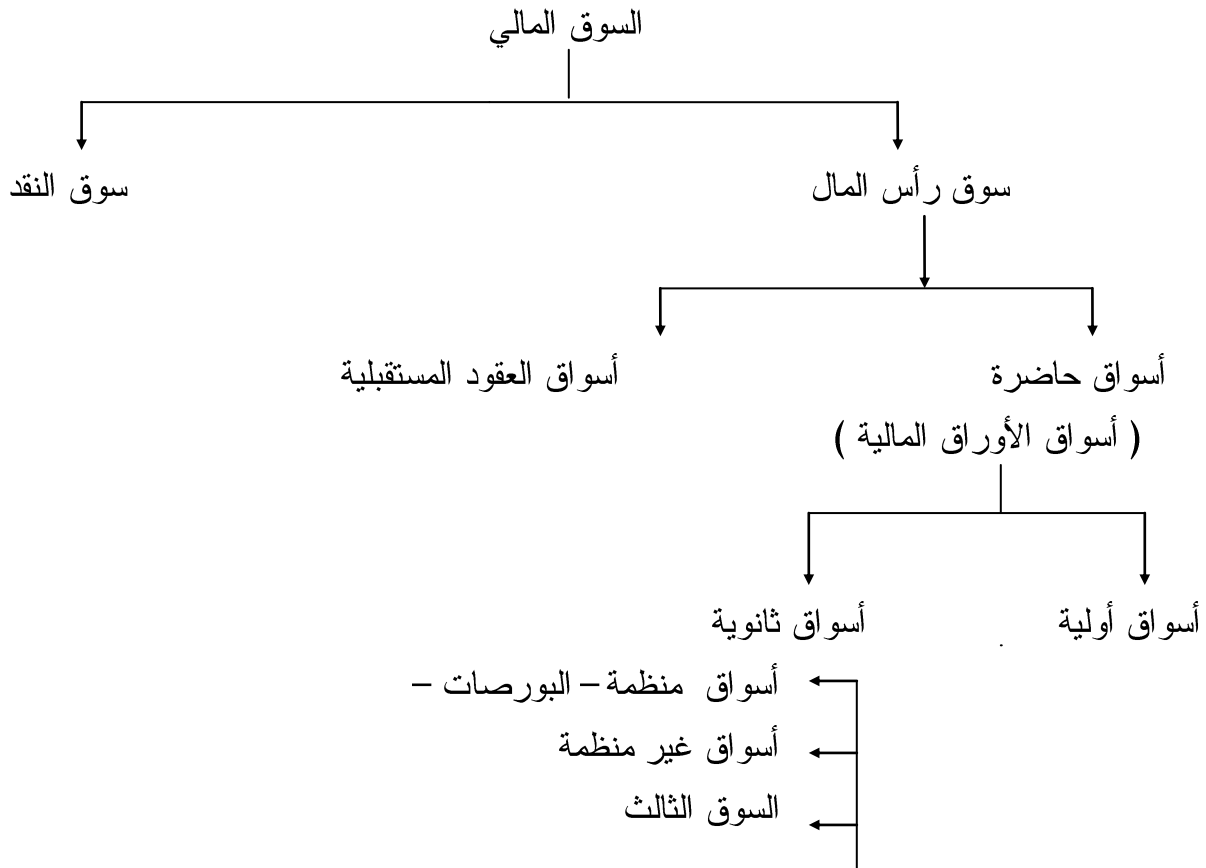
<sup>1</sup> عاطف جابر طه عبد الرحيم، أساسيات التمويل والإدارة المالية، الدار الجامعية، مصر، 2010، ص: 293.  
<sup>2</sup> حسين بني هاني، الأسواق المالية - طبيعتها، تنظيمها وأدواتها المشتقة -، دار الكندي، الأردن، 2002، ص: 15.  
<sup>3</sup> رسمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعترف، الأردن، 2005، ص: 21.

2 2 الأسواق المستقبلية. ويطلق عليها بالأسواق الآجلة حيث يتم الاتفاق على مستوى هذه

السوق على عقد صفقة بيع أو شراء لأصل مالي معين فورا على أن يكون تنفيذها في تاريخ  
 أجل أي التسليم والاستلام يكون لاحقا، وعادة ما يتم التعامل في مثل هذه الأسواق بالمشتقات  
 المالية " عقود الخيار، العقود المستقبلية"، بهدف تجنب أو التخفيض من تقلبات الأسعار  
 وتحقيق عوائد رأسمالية.

ويوضح الشكل الموالي مكونات السوق المالية حيث تنقسم إلى قسمين هما سوق رأس المال  
 وسوق النقد، كما ينقسم سوق رأس المال بدوره إلى السوق الحاضرة ويتم فيها استلام وتسليم فوري  
 للأصول والموارد المالية عكس السوق المستقبلية.

شكل رقم (02): مكونات سوق رأس المال





المصدر: حسين بني هاني، الأسواق المالية - طبيعتها - تنظيمها - أدواتها المشتقة - دار الكندي، الأردن ، 2002 ، ص: 20 .

### المطلب الثالث: أهمية الأسواق المالية

ترجع أهمية الأسواق المالية إلى عدة عوامل أهمها:

- تمويل خطط التنمية الاقتصادية تستطيع المشاريع التنموية الحصول على تمويل من الأسواق المالية عن طريق طرح أسهمها في هذه الأسواق للاكتتاب فيها وإشراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع.
- عدم قدرة البنوك على منح التمويل المتوسط والطويل الأجل لعدة أسباب أهمها مشاكل التضخم والمخاطرة، إضافة إلى أن التمويل بواسطة البنوك يكون بكميات محددة وفقا للقوانين والأنظمة التي تصدر عن البنك المركزي.
- تساعد الأسواق المالية على منح القروض بشروط ميسرة وبتكاليف قليلة مقارنة بالقروض من البنوك الدولية أو القروض الخارجية.
- كثيرا ما تتعامل هذه الأسواق بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملة القابلة للتحويل، مما يترتب على ذلك تحويل هذه الأسواق من أسواق محلية إلى أسواق دولية أو إقليمية، حيث يمكن لتلك الأسواق من طرح أسهمها أو سندات الشركات من جنسيات مختلفة.

<sup>1</sup> رسمية احمد ابو موسى، مرجع سابق، ص: 12، 13.

- إن التعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول في الأسواق المالية يمكن لحاملها من تحويل هذه

الأوراق إلى أموال نقدية بسهولة وبدون تحمل خسائر.

- تعتبر الأسواق المالية مؤشر للحالة الاقتصادية، فالسوق المالي يساعد على تحديد الاتجاهات

العامّة في عملية التنبؤ التي تساعد المشتريين الاستثمار بالأوراق المالية الأكثر ربحاً.

- إن السوق المالي يعمل على تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بما يكفل سلامة هذا

التعامل وسهولته وسرعته ويضمن سلامة وحماية صغار المدخرين فهو بذلك يحقق التكافؤ والتوازن

للسوق من خلال انتقال ملكية الأدوات المالية من مستثمر إلى آخر.

### المبحث الثاني: ماهية أسواق الأوراق المالية

تحتل سوق الأوراق المالية موقعا هاما في هيكل سوق المال، فهي من أهم وسائل الاستثمار

العالمية وأكثرها سرعة وديناميكية، حيث تضمن تدفق الفوائض المالية بين المستثمرين مقابل تقديم

أصول مالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات.

### المطلب الأول: مفهوم أسواق الأوراق المالية

تتلمى الاتجاه نحو الاهتمام بأسواق الأوراق المالية كونها تمثل أحد أهم القنوات التي تعمل

على توفير فرص استثمارية للوحدات التي لديها موارد مالية فائضة عن حاجتها، فهذه السوق تعتبر

آلية لخلق تدفقات مالية لتلبية احتياجات مالية عبر قنوات متعددة الأشكال والطرق.

### أولاً: نشأة أسواق الأوراق المالية

لم تكن نشأة سوق الأوراق المالية - بورصات الأوراق المالية - في صورتها الراهنة وإنما

كان بفعل التطور الطويل الذي أحدثه الإنسان في بحثه عن الثروة من أجل تنمية وتطوير تجربته،

حيث قامت عمليات تمويل وإقراض التجار وتوسيع التجارة في جميع أنحاء العالم القديم. " وفي

العصور البعيدة كان على المصارعين والرياضيين اليونانيين الذين أفتقروا المهن البحرية والتجارية، أن يمارسوا عمليات الصرف وإدارة الحسابات وإيداع الأموال بمعابد Appolou و delos ومن القرن الرابع قبل الميلاد عرف الإنسان عمليات تمويل الاستكشافات والحملات البحرية<sup>1</sup>. وقد أوجب التطور الحاصل في عمليات المالية والتجارية في إيطاليا ضرورة قيام أجهزة تتولى إدارة هذه العمليات وتنظيمها، في الوقت الذي كان الإيطاليون يعملون على تأسيس سوق لهذا الغرض سميت بالبورصة.

وترجع كلمة بورصة - Bourse - إلى مصدرين<sup>2</sup> :

1. اسم أحد كبار التجار الأغنياء وكان اسمه فان دن بورص " Van den bourse " وكان يقيم في مدينة بروج " Bruges " في بلجيكا وكان يجتمع عنده عدد كبير من التجار ولذلك أطلق لفظ البورصة على المكان الذي يجتمع فيه التجار وتتم فيه عمليات الشراء والبيع.
2. فندق في مدينة بروج كانت تزين واجهته شعار عملة على ثلاث أكياس Trois Bourses ، وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصرفيين ووسطاء ماليين لتصريف الأعمال، لذلك أطلق لفظ بورصة 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 لمالية إلى القرن السادس عشر ميلادي حيث عرف باسم البورصات والتي تحولت في النصف الثاني من القرن السابع عشر إلى أسواق منضمة لحركة وتداول رؤوس الأموال<sup>3</sup>، وبعد ذلك توالت العديد من البورصات إلى الظهور أولها بورصة انغرس عام 1536، بورصة أمستدام عام 1608، ثم بورصة لندن عام 1666، كما ظهرت بورصة بال عام 1683، وهكذا سجلت العديد من البورصات الأخرى ظهورها في تواريخ مختلفة، " ومنذ عام

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 22.

<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السبسي، قضايا اقتصادية معاصرة - الأسواق المالية، الأزمان المالية العالمية - ، دار الفكر العربي، لم تذكر بلد النشر، 2008 ، ص: 148.

<sup>3</sup> عصام حسين، أسواق الأوراق المالية "البورصة"، دار أسامة للنشر، الأردن، 2008 ، ص: 10.

1592 ظهرت فوائم أسعار الأسهم في أسواق أمستردام وباريس ولسن، وامتد بداية القرن السابع

عشر كان آلاف الأشخاص يتدافعون للتعامل في بورصة أمستردام واحتلت المكان الأول في العالم<sup>1</sup>.

إن انتشار شركات الساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض خلقت حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية، وأدى هذا إلى ظهور بورصات الأوراق المالية وكان التعامل بالصكوك في بداية الأمر يتم على قارعة الطريق في الدول الكبر كفرنسا وانجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة والتي تسمى الآن ببورصات الأوراق المالية<sup>2</sup>. وفي القرن التاسع عشر وبداية القرن العشرين ظهرت أول بورصة للأوراق المالية في فرنسا، كما تم إنشاء أول بورصة في العالم الجديد

"أمريكا" وهي بورصة وول ستريت، أما في انجلترا فتركزت تعاملات بورصات الأوراق المالية في بناء خاص أطلق عليها اسم Royal Exchange .

### ثانياً: تعريف أسواق الأوراق المالية

تعددت التعاريف المتعلقة بأسواق الأوراق المالية نظراً لأهميتها المالية في الحياة

الاقتصادية، ومن بين هذه التعاريف نقدم:

تمثل سوق الأوراق المالية والتي تدعى " بورصة الأوراق المالية " باللغة الفرنسية إحدى المؤسسات المالية الوسيطة في السوق المالي وهي موقع ( جغرافي أو لا جغرافي ) لعرض وطلب الأوراق المالية، وهي سوق ثانوية للأوراق المالية تجري خلالها عملية التداول بيعاً وشراءً، بعد أن تم إصدار أوراق المالية في السوق الأولي<sup>3</sup>.

كما تعرف أسواق الأوراق المالية على أنها سوق مثل سائر الأسواق تلتقي فيها قوى

العرض والطلب وتتحدد على أساسهما الأثمان، إلا أنها تختلف عن غيرها من الأسواق إذ انه

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السبسي، قضايا اقتصادية معاصرة - الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية - ، مرجع سابق، ص: 148 .

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، مصر، 2005 ، ص: 25.

<sup>3</sup> محمود محمد الداغر، الأسواق المالية - مؤسسات، أوراق، بورصات -، دار الشروق، الأردن، 2007، الإصدار الثاني، ص: 239.

يجري في غيرها من الأسواق السلعية التعامل على الثروة ذاتها، بينما يجري التعامل في أسواق الأوراق المالية في حقوق على هذه الثروة وهي الأسهم التي في حوزة المساهمين، وكذلك السندات التي تصدرها الحكومات والشركات<sup>1</sup>.

ما يضيفه هذا التعريف هو أن سوق الأوراق المالية سوف يجتمع فيها كل من قوى العرض والطلب التي تعمل على تحديد أسعار الأوراق المالية محل التعامل، كما أن هذا التعامل يكون على حقوق مالية مصدره من قبل الوحدات المقترضة مثل الأسهم والسندات.

وتعرف سوق الأوراق المالية بأنها سوق مستمرة ثابتة في المكان تقام في مراكز التجارة والمال في مواعيد محدد يغلب أن تكون يومية يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال والسماصرة للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة، وتتسم سوق الأوراق المالية بحساسيتها الشديدة فهي أول

من يتأثر بالكساد أو الراج وفي جميع الأحوال العادية يتحدد سعر الأوراق المالية بعوامل العرض والطلب شأنها شأن أي سلعة أخرى<sup>2</sup>.

وأیضا تعرف على أنها الإطار الذي يجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفير قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أي لحظة زمنية هي واحدة وذلك بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة<sup>3</sup>.

إذن سوق الأوراق المالية هي سوق منظمة للتعامل بالأوراق المالية، وينظم هذه التعاملات ويديرها تشريعات مختلفة من دولة إلى أخرى، ونظرا لاختلاف هذه التشريعات اختلفت معها التعاريف المتعلقة بسوق الأوراق المالية.

<sup>1</sup> سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص: 26.  
<sup>2</sup> صلاح الدين حسن السيسى، قضايا اقتصادية معاصرة - الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية - مرجع سابق، ص: 156.  
<sup>3</sup> مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان، سوريا، 2009، ص: 17.

من التعريف المقدمة سابقا نستنتج أن سوق الأوراق المالية هي سوق تداول الأوراق المالية بيعا وشراء، حيث تسمح بتحويل مباشر للموارد المالية - المدخرات - من الأفراد ومؤسسات الأعمال وقطاعات أخرى، لصالح مؤسسات أعمال وجماعات حكومية أو غيرها من الوحدات التي تعاني عجزا ماليا بما يساعد على زيادة معدلات النمو الاقتصادي.

إن الهدف الأساسي من عمل أسواق الأوراق المالية هو تعبئة المدخرات والفوائض التمويلية وتوجيهها نحو قنوات ومجالات الاستثمار المناسبة وعموما " شاع إطلاق على سوق الأوراق المالية اسم بورصة الأوراق المالية <sup>1</sup>."

### ثالثا: الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية

تلعب أسواق الأوراق المالية دورا هاما في الحياة الاقتصادية، فهي تؤدي عدة وظائف يمكن إجمال أهمها في الآتي <sup>2</sup>:

- 1 إيجاد سوق مستمرة لبيع وشراء الأوراق المالية، وذلك من خلال توفير مجموعة من الأدوات المالية التي تتيح للمستثمر فرص واسعة لاستثمار مدخراته في المجالات المناسبة رغبة في تحقيق فوائد أو بهدف تنويع الاستثمارات.
- 2 إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار، حيث تسجل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في السوق وتتحدد الأسعار من خلال تفاعل قوى العرض والطلب وتعتبر هذه المعلومات مفيدة للمستثمرين عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.
- 3 تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات، حيث توفر هذه السوق الأموال التي تحتاجها الحكومات والمشاريع الاستثمارية للقيام بعمليات إنتاجية أو عمليات التنمية أو غيرها.

<sup>1</sup> شعبان محمد إسلام اللبروري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، سوريا، 2001، ص: 27.

<sup>2</sup> المرجع سابق، ص: 45، 47.

جذب رؤوس الأموال الأجنبية للمشاركة في الشركات المحلية وفقاً لقوانين الاستثمار

والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي والاستفادة من التطورات المالية والاقتصادية العالمية عن طريق ربطها مع أسواق خارجية.

5 تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات، وإيجاد حلقة اتصال بين جميع القطاعات الاقتصادية ومؤسساتها ورصد رقابة غير مباشرة على أداءها.

كما توجد العديد من المزايا والإيجابيات التي توفرها أسواق الأوراق المالية للمؤسسات من بينها نذكر:<sup>1</sup>

- 1- تنوع واستقلالية مصادر التمويل تزامناً مع القطاع مصرفي.
- 2- آثار الرافعة المالية من خلال الزيادة في حقوق المساهمين التي تمكن الحصول بسهولة أكبر على قروض جديدة.
- 3- السيولة في رأس المال التي تم الحصول عليها، وبالتالي تسهيل خروج المساهمين السابقين أو انتقال للمشروع.
- 4- تقديم فرصة للموظفين في المؤسسات المقترضة ليصبحوا من المساهمين فيها.

رابعاً: المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية وعوامل قيامها

### 1- المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية

إن إقامة سوق الأوراق المالية يستوجب ضرورة توفير عدد من المتطلبات التي تشكل بدورها الركائز والمقومات الأساسية لإقامة هذه السوق وأهم هذه المتطلبات<sup>2</sup>:

-الوعي الادخاري والاستثماري : إن المتطلبات الأساسية لقيام سوق الأوراق المالية هو

وجود وعي ادخاري واستثماري بين أوساط الأفراد، فهو يوفر الفرص العديدة لتدفق

المدخرات نحو المشاريع، ويمكن قياس هذا الوعي من خلال نمو الشركات المساهمة ورؤوس

<sup>1</sup> Charles - Henri d'arcimoles, Jean - Yves saulquin, finance appliquée, libraire Vuibert, paris, 2006, 4<sup>em</sup> édition, P: 247 .

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص ص: 33، 34.

الأموال وحجم الأسهم المصدرة وحجم ودائع القطاعات الخاصة والعائلي وحجم الادخار ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.

**توافر مناخ استثماري مستقر** : يتمثل في حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي " سياسة اقتصادية رشيدة ومرنة، حالة انكماش اقتصادي، وفرة المدخرات أو ثروات الأفراد... الخ "، ومن المعلوم أن أسواق الأوراق المالية إذا قامت في بيئة والظروف الاقتصادية الملائمة تعتبر من أكبر الوسائل التي تتيح الفرص لتحقيق أكبر قدر من السيولة للاستثمارات طويلة الأجل، وعن طريق سوق أوراق المالية يستطيع المستثمر أن ينقل ملكية جزء أو كل استثماراته إلى الغير دون تعريض المشروع إلى أي نوع من أنواع الهزات التي تحدث عادة عند تغيير ملكية المشروع<sup>1</sup>.

**كثرة عدد الشركات المساهمة وتنوع الأوراق المالية** : من بين المتطلبات الأساسية لإقامة سوق الأوراق المالية هو وجود شركات مساهمة عديدة إضافة إلى وجود أدوات مالية ذات أجيال مختلفة ومواصفات ومزايا تتمثل باليسر وانخفاض المخاطر، وتعري المدخرين بالإقبال عليها واختيار المناسب منها، مما يساعد على اتساع رقعة السوق وازدهارها.

**توفر المؤسسات المالية الوسيطة** : تؤدي المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية منها وغير المصرفية دورا في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها، وخلق الفرص الاستثمارية عن طريق الأسواق المالية ومن تحقيق تقارب العرض والطلب الذي يعتبر جوهر عمليات سوق الأوراق المالية وتقوم هذه المؤسسات بعمليات التسويق والترويج والتغطية للإصدارات الجديدة فضلا عن قيامها بإدارة المحافظ المالية لصالحها أو لصالح الآخرين، وتتمثل هذه الأجهزة المالية الوسيطة في المصارف التجارية والمتخصصة وبيوت السمسرة وشركات

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السبيسي، بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، مصر، 2003، ص: 21.



التأمين وصناديق المعاشات والصناديق الاجتماعية وصناديق الاستثمار وشركات التمويل والاستثمار.

**هيكل مؤسسي فعال ومتكامل:** ويتمثل هذا الهيكل بوجود هيئة رسمية " حكومية " تنظم وتشرف بصورة كاملة على جميع نشاطات السوق من حيث الأوراق المالية المدرجة وشروط إصدارها وتداولها في السوق الأولية والثانوية، وكذلك الترخيص وتأهيل الكوادر والأفراد والعاملين في السوق، بمعنى آخر أنها تقوم بكل الأعمال التي تهدف إلى تطوير وتحقيق أساليب الحماية للمتعاملين في السوق من خلال منعها لكل التجاوزات على الأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل السوق.

**الإفصاح المالي وإشهار المعلومات:** يعد الإفصاح وإشهار المعلومات بمثابة الأساس لأي سوق للأوراق المالية، لذا يتوجب تقديم المعلومات والبيانات الصحيحة المالية وغير المالية المتعلقة بالشركات التي يتم تداول أدواتها في السوق المالية ليتمكن المستخدمون والمتعاملون في هذه السوق من ترشيد قراراتهم الاستثمارية<sup>1</sup> وذلك بنشر الأسعار اليومية للأوراق المالية المتعامل عليها في نشرة مكتوبة، كما تلزم الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات كافية عن مشروعات حتى يكون المستثمر على بينة من أمر نشاط وتطور هذه الشركات بما ينعكس أثره على اتجاهات أسعار الأسهم.<sup>1</sup>

**نظام فعال للاتصالات:** إن وجود نظام فعال للاتصالات يعتبر أحد المقومات الأساسية

لإقامة سوق الأوراق المالية، على أن يتم بناء هذا النظام وفقا لآخر التطورات الثورية الاتصالية

من أجهزة هاتف وفاكس وحاسوب وانترنت، وغيرها من الأجهزة والمعدات المتطورة التي تعمل على إيصال آخر المستجدات والتطورات بأقصى سرعة للأطراف المعنية، وتمكن السوق من معالجة أكبر حجم من المعاملات فضلا عما يتيح من إمكانية لربط السوق الإقليمية والدولية وبالتالي التعرف على الفرص الاستثمارية المتنوعة في هذه الأسواق.

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السبيسي، مرجع سابق، ص: 22.

## 2 - عوامل قيام أسواق الأوراق المالية

إن هناك عوامل عديدة دفعت إلى قيام أسواق الأوراق المالية وتعزيز دورها الاقتصادي ومن هذه العوامل ننكر<sup>1</sup>:

إن انفتاح اقتصاديات السوق المتقدمة على بعضها البعض في لأوروب ا في البداية و ثم الولايات المتحدة الأمريكية واليابان كان عامل أساسي وهو الأكثر فاعلية في نشوء الأسواق المالية وزادت بذلك حركة رؤوس الأموال والخدمات.

إن تزايد حركة رؤوس الأموال الدولية وخاصة الأمريكية المتجه نحو البلدان المتضررة من الحرب العالمية الثانية قد أسهم في بروز أسواق المالية أوروبية وأمريكية وذلك لتكثيف وتنظيم وتوجيه ومتابعة هذه الحركة.

إن توجه رؤوس الأموال الغربية وخاصة الأمريكية واليابان إلى بعض الدول في آسيا ساهمة في ظهور أسواق الأوراق المالية في هذه الدول.

تراكم الدخول البترولية في المؤسسات الائتمانية الغربية والتي وجهت على وفق ما عرف حينئذ سياسة إعادة الدورة المالية، ووجهت هذه الأموال إلى شراء حصص من أسهم الشركات الغربية وخاصة الأوروبية والاستثمار في السندات الصادرة عن الحكومات أو الشركات في الدول الرأسمالية.

تطور وسائل الاتصالات السلكية واللاسلكية منذ بداية القرن العشرين فيما يتعلق بمختلف أنحاء العالم، وقد توجه هذا التطور في بداية التسعينات بتدشين شبكة الاتصالات الدولية

(Internet) والتي أسهمت في تكثيف المعلومات المالية وفي توفير التسهيلات الكافية لتداول الأدوات الاستثمارية وفي تحويل الأموال في أوقات قياسية وفق ضمانات أكبر.

<sup>1</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص ص: 187، 190.

-نشوء الأسواق المالية المحلية وفي كافة دول العالم التامة تقريبا، وهذا ما تحقق بشكل

واضح في العقدين الأخيرين من القرن الماضي، وقد أسهم ذلك في تعبئة الإمكانيات

الاستثمارية الداخلي للدول المعنية وتوجيهها دوليا.

-دخول المؤسسات المصرفية وشركات التأمين في تعبئة المدخرات من مصادر تمويلية

مختلفة والاستثمار في الأسواق المالية المختلفة.

-التطور الإداري للأسواق أوراق المالية وشمولها لوكالات متخصصة والتي يمكن لها توفير

الفرص الكافية لتنويع الاستثمارات الدولية.

-دور الايجابي للتدخل الحكومي في قيام وتعزيز أسواق الاوراق المالية الدولية في اليابان

وجنوب شرق آسيا.

### المطلب الثاني: الخصائص المميزة لأسواق الأوراق المالية وأقسامها

هناك العديد من الخصائص التي تميز أسواق الأوراق المالية عن باقي الأسواق الأخرى،

وهذا ما سنتعرض له في هذا المطلب بالإضافة إلى الأقسام المكونة لها.

#### أولا: خصائص أسواق الأوراق المالية

يتميز سوق الأوراق المالية بالعديد من الخصائص نذكر منها:

- سوق الأوراق المالية هي سوق منظمة، حيث يتم من خلالها تداول الأوراق المالية بموجب

تشريعات وإجراءات تنظم هذه العملية من حيث مواقيت التداول ل، وتحديد وسطاء لإتمام العملية

بالإضافة إلى تسجيلهم لدى الهيئات المختصة، ويكمن دور الوسطاء الماليين في إيصال والجمع بين

الجهات المقرضة والجهات المقترضة.

تعتبر أسواق الأوراق المالية أكثر الساعات، حيث يتم من خلالها طرح وتحويل الأوراق المالية وانتقال ملكيتها بين أكثر من مستثمر، سواء من خلال طرحها لأول مرة في السوق الأولي أو عند تداولها في السوق الثانوي.

- " تعتبر أسواق الأوراق المالية من أكثر الأسواق تطورا وتعطي للمستثمر فيها فرصة كبيرة لتحقيق الربح، كما يتطلب الاستثمار في أسواق الأوراق المالية المعرفة التامة بالمعلومات واتخاذ قرارات رشيدة"<sup>1</sup>. حيث يعتبر الاستثمار في مثل هذه الأسواق من الاستثمارات التي تعطي عوائد أكبر بالمقارنة مع المخاطرة التي يمكن أن تلحق بها.

- تتميز أسواق الأوراق المالية بقابلية تحويل الأوراق المالية المتداولة فيها إلى سيولة إذا رغب حاملها في ذلك إذن تتوفر على أسواق تداول - ثانوية - .

### ثانيا: أقسام أسواق الأوراق المالية

تنقسم أسواق الأوراق المالية إلى:

**1 السوق الأولي " سوق الإصدار":** يتم على مستوى هذه السوق التعامل بالأوراق المالية التي صدرت لأول مرة، حيث تقوم الوحدات ذات العجز المالي بإصدار هذه الأوراق وطرحها للاكتتاب موجهة إلى أصحاب الفوائض المالية لاستثمار مدخراتهم لتعظيم العوائد سواء من خلال الاكتتاب في السندات والحصول على معدل فائدة ثابت سنويا، أو لمساهمة في رأس مال الشركة المصدرة والحصول

على أرباح، كما قد تكون هذه الإصدارات الجديدة بغرض التوسع وزيادة رأسمال الشركة أو عند تأسيس شركات جديدة. " إذن هي السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية - السهم أو السند - والمكتتب الأول فيها، حيث تنشأ بين المقترض والمقرض نتيجة مبادلة المال السائل - النقد - بمال ورقي - السهم أو السند - وفي هذه الحالة فإن السوق الأولية هي تلك السوق التي تتحول فيها المدخرات الخاصة إلى استثمارات جديدة لم تكن قائمة من قبل"<sup>2</sup>. " ويتم تداول الأوراق المالية في

<sup>1</sup> وليد صافي، انس بكري، مرجع سابق، ص: 34.

<sup>2</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 71، 72.

هذه الأسواق من خلال البنوك الاستثمارية والمصارف التجارية وبيوت السمسرة، والتي تعتبر الوسيط بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية وبين الجهة المقررة إصدار الورقة المالية<sup>1</sup>. تعد السوق الأولية الخطوة الأولى للنشاط المالي للورقة المالية، إذ التوقف عند هذا السوق يفقد الورقة المالية مرونة تسهيلها الأمر الذي يستدعي وجود أسواق أخرى ومحفزة ومنشطة لحركة تداول الإصدارات الجديدة، إذ تعد السوق الثانوية الصورة الأخرى لسوق رأس المال التي توفر مهمة المرونة والاستمرارية والعمق والاتساع للورقة المالية<sup>2</sup>.

**2 السوق الثانوي:** ويمثل سوق تداول الأوراق المالية بعد الاكتتاب بها في السوق الأولي، ويعد السوق الرئيسي للأوراق المالية المرجح لنمط النشاط الاقتصادي والمالي في الاقتصاديات المعاصرة... وبالتالي فهي الأسواق التي بواسطتها يتم تداول "بيعا وشراء" على الأوراق المالية التي سبق وأن تم إصدارها في السوق الأولية بفارق أن الحصيلة النقدية لا تذهب هنا لشركة المصدرة للأوراق المالية، وإنما تتحرك باستمرار بين مستثمر مالي وآخر وباتجاهين ودون أن تتأثر الشركة المصدرة للأوراق المالية<sup>3</sup>. وتنقسم كذلك السوق الثانوية إلى:

**1-2 أسواق الأوراق المالية المنظمة - أسواق ثانوية منظمة** - وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تصنعها الجهات الرقابية وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة والتي تتحدد أسعارها من خلال المزاد لأن التعامل يجري في مكان مادي محدد، ومن أمثلتها بورصة نيويورك، لندن، طوكيو والقاهرة<sup>4</sup>.

كما تدعى بورصات الأوراق المالية ويميز بكونه موقعا جغرافيا محددًا لتداول الأوراق المالية بيعا وشراء بموجب إجراءات وقواعد ووسطاء وتكاليف ومواقيت محددة بالقانون محاط بشفافية الإفصاح عن المعلومات وتسجيلها وعرضها بشكل مستمر<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> رسمية احمد ابو موسى، مرجع سابق، ص: 22.

<sup>2</sup> ارشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة -، دار المسيرة، الأردن، 2004، ص: 121.

<sup>3</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 73.

<sup>4</sup> صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص: 23.

<sup>5</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 241.

نلاحظ مما تقدم ذكره أن الأسواق الثانوية التي تأخذ الشكل المنظم تدعى بورصات الأوراق المالية أو بورصة القيم المنقولة<sup>1</sup>. نظرا لما لها من إجراءات ولوائح قانونية تحكم وتنظم معاملاتها وتحدد دور الوسيط فيها، فضلا عن وجود هيكل مادي تقام على مستواه هذه السوق دون إغفال ضرورة تسجيل وتقييد الأوراق المالية التي تصدر عن الشركات في بورصات الأوراق المالية.

وعليه يمكن أن نعرف البورصة على أنها سوق مالية منظمة تتداول فيها الأسهم والسندات وتتحدد فيها الأسعار وفقا للعرض والطلب<sup>2</sup>.

**2-2 أسواق ثانوية غير منظمة:** هي أسواق عرفية ليس لها إطار مؤسسي، أو هيكل تنظيمي محدد، وتمثل بيوت السمسرة والوسطاء والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافيا، حدود السوق ويتداول بها الأوراق المالية غير المدرجة في السوق المنظمة، وتشكل عملية التفاوض بين البائع والمشتري أساس آلية التسعير، كما يطلق عليها اسم السوق الموازية، حيث يختص مجموعة من التجار ببيع وشراء هذه الأوراق بواسطة شبكة اتصالات والهاتف والفاكس تمكنهم من تحديد أفضل الأسعار ويعتبر هؤلاء التجار بمثابة صناع السوق Market Maker للجملة والمفرد<sup>3</sup>. كما تدعى المعاملات التي تتم على مستوى هذه السوق بالمعاملات فوق الطاولة " Over The Counter " OTC " وذلك لتميزها عن المعاملات التي تتم في السوق المنظمة، " ومن ابرز أسواق الأوراق المالية غير المنظمة سوق ناسداك

NASDAQ الاتحاد الوطني لتجارة الأوراق المالية للبيع والشراء الالكتروني National

Association of Securities Dealers Automated Quotation System. وتتعامل

NASDAQ بأسهم ما يقارب 5400 شركة منها شركات التقنية العالمية، وتمثل سوق التجار Dealers Market حيث يوجد أكثر من 500 تاجر يعدون من صناع السوق، يبيعون ويشترون

<sup>1</sup> بن ثاب علال، الأسواق المالية في ظل العولمة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير قسم علوم التسيير، فرع المالية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، 2003/2002، ص: 09.

<sup>2</sup> وليد صافي، انس البكري، مرجع سابق، ص: 227.

<sup>3</sup> أرشد فواد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 124، 125.

لحسابهم الخاص ولغيرهم ولا يتفاضون هوامش بل يحققون فروقات ويتعاملون إلكترونياً، وبذلك هم يحققون أرباح جراء فرق البيع والشراء Spread وكذلك يحققون عائد آخر نتيجة لتغيرات الأسعار

للأوراق المالية التي لديهم ويجري نشر المعلومات والأسعار بنظام عالي الأتمتة Highly Automated<sup>1</sup>.

**2-3 السوق الثالثة:** هي جزء من السوق غير المنظمة، ويتولى التعامل بالأوراق المالية المسجلة في السوق المنظمة "البورصة" أو غير المسجلة فيها من طرف بيوت السمسرة غير الأعضاء في الأسواق المنظمة، ويتميز تداول الأوراق المالية بانخفاض العمولات التي يتم دفعها لإجراء تلك العمليات وذلك بالمقارنة بالعمولات المرتفعة التي يتم دفعها عند إجراء التعاملات من خلال البورصة "أسواق الأوراق المالية المنظمة"، ويعود هذا الانخفاض في العمولة بصورة رئيسية إلى عدم التزام وكلاء الأوراق المالية بالسوق غير المنظمة بتقاضي حد أدنى من العمولة كما هو الحال في بورصة الأوراق المالية<sup>2</sup>.

**2-4 السوق الرابعة:** ويقصد بها المعاملات التي تتم بين المؤسسات الاستثمارية الكبرى وقطاع العائلات الذين يتعاملون فيما بينهم بدون وسطاء، وتكون المعاملات بحجم كبير، ويتم إبرام الصفقات بواسطة شبكة اتصالات إلكترونية بسرعة وبتكلفة أقل والهدف من استبعاد دور الوسطاء هو تقليل العمولات التي تدفع للسماسرة لتخفيض تكاليف الصفقات الكبيرة، وما يميز هذه السوق هو السرعة في إتمام الصفقة وبتكلفة أقل الأمر الذي يجعلها تنافس أسواق الأوراق المالية المنظمة.

### المطلب الثالث: قواعد وآليات التعامل في أسواق الأوراق المالية

من خلال هذا المطلب نحاول التعرف على العمليات التي يتم من خلالها تداول الأوراق

المالية، وكذا أوامر أسواق الأوراق المالية وأنظمة التسعير فيها.

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 78.

<sup>2</sup> سعد عبد الحميد مطاوع، الأسواق المالية المعاصرة، مكتبة أم القرى، مصر، 2001، ص: 94.

يتم التداول في سوق الأوراق المالية من خلال نوعين من العمليات وهما:

**1 - عمليات عاجلة:** وتتم فيها تصفية العملية مباشرة، حيث يتسلم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية إلى المشتري، وبذلك يلتزم المتعاملين في السوق العاجلة بأن يسدد فوراً ثمن الأسهم أو أن يتخلى عن الأسهم التي بحوزته فور عقد الصفقة واستلامه ثمنها<sup>1</sup>.

ويعد المتعاملون إلى مثل هذه العمليات بشراء أو بيع الأوراق المالية للاحتفاظ بها بغية الحصول على إيرادات من خلال توظيف رؤوس أموالهم، أو بنية المضاربة على ارتفاع الأسعار، فيحصلون على فارق في السعر بين ثمن الشراء و ثمن البيع، وأخيراً لتوفير السيولة المطلوبة عند عملية البيع الفورية<sup>2</sup>.

وفي هذا النوع من العمليات يتطلب تحديد دقيق لعناصره حيث يجب تحديد أسعار الأوراق المالية محل التعاقد، نوع وحجم وصفة هذه الأوراق المالية سواء من جانب العرض أو الطلب وهذا لتسهيل إتمام العملية.

**2 - عمليات آجلة:** وهذه العمليات تختلف عن النوع الأول من العمليات حيث يتم إبرام الصفقة مباشرة " فوراً " على أن يتم تسليم الأوراق المالية والأثمان في تاريخ لاحق يسمى " موعد التصفية ". ونظراً لأن في العمليات الآجلة تسليم واستلام الأثمان والأوراق المالية يكون بعد مدة زمنية من عقد الاتفاق وحتى لا يلحق أي ضرر بأحد المتعاملين فيها " فإن أنظمة البورصة اشترطت على المتعاملين في السوق الآجلة تقديم تأمين مالي حتى إبرام الصفقة نهائياً ويدعى هذا التأمين بالتغطية<sup>3</sup>.

وقد تكون هذه العمليات في شكل عمليات قطعية وهنا تكون قد حدد تاريخ تنفيذ الصفقة

نهائياً، ويسمى موعد التسوية النهائية، والشكل الثاني لها هي العمليات الشرطية.

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السبسي، قضايا اقتصادية معاصرة - الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية - ، مرجع سابق، ص: 157، 158.

<sup>2</sup> بن ثابت علال، مرجع سابق ص: 16.

<sup>3</sup> شمعون شمعون، البورصة - بورصة الجزائر - ، دار هوما، الجزائر، 1993، ص:



## ثانيا: أوامر أسواق الأوراق المالية

وبقصد بأوامر السوق " التوكيل الذي يعطي لأحد الوسطاء لبيع وشراء أوراق المالية معينة، وتبقى صالحة طيلة الجلسة التي أعطيت خلالها ما لم تك هناك اتفاقية تعليمات تخالف ذلك"<sup>1</sup>.

الأمر يتضمن ملاحظات عامة " بيع أو شراء، تسمية وعدد الأصول المطروحة للتفاوض " وملاحظات خاصة تتعلق بمدى الزمني لصلاحية الأمر وشروط السعر الواجب مراعاتها عند تنفيذ الأمر.<sup>2</sup> ويستطيع صاحب الصفقة أن يحدد السعر الذي يرغب أن تتم به هذه العملية من خلال أوامر عديدة، من أهمها:

**1 -الأمر بالسعر الأحسن:** وفيه لا يعين صاحب الأمر السعر الذي يجب أن تتم بموجبه الصفقة بل يترك تقدير السعر الملائم إلى السمسار الذي يقوم بانتهاز الفرصة لاختيار أحسن سعر، لأن السمسار يفضل عادة تنفيذ العملية في البورصة حال استلام الأمر.<sup>3</sup>

**2 -الأمر بالسعر المحدد:** وهو الأمر الذي يتم بموجبه تحديد العميل للوسيط أو وكيله مسبقا سقف السعر الذي يجب أن يشتري ويبيع به فيحدد السعر الأعلى في حالة الشراء، كما يحدد السعر الأدنى للسعر في حالة البيع، فيقوم العميل المشتري بتقديم أمر لوكيله بتنفيذ الصفقة إلا إذا كانت الأسعار معادلة أو أقل من السعر المحدد في الوقت الذي يعطي العميل البائع أمر بالبيع إذا كانت الأسعار معادلة أو أكثر من السعر المحدد.

**3 -أوامر الإيقاف:** وتدعى أيضا بأوامر إيقاف الخسارة، ويتطلب التنفيذ تحديد سعر الإيقاف من قبل المستثمر مشابها بذلك الأمر المحدد، إلا أن التنفيذ يختلف لأن أمر الإيقاف يتضمن التنفيذ عند سعر

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السبسي، مرجع سابق، ص: 17.

<sup>2</sup> Roland Portait, Patrice Poncet, finance de marché ( instrument de base, produits, dérivés portefeuilles et risques ), édition dollaz, paris, 2008, P 260.

<sup>3</sup> شمعون شمعون ، مرجع سابق ، ص: 48.

معين أو يتعداه (صعوداً أو هبوطاً) مختلفاً في ذلك عن الأمر المحدد الذي لا يفقد إلا عند سعر معين.<sup>1</sup>

أي هو الأمر الذي يعطي الأمر بالشراء إذا ارتفع السعر إلى مستوى معين أو زاد عنه وفي هذه الحالة يصبح أمر مع التوقف عن الشراء قابلاً للتنفيذ عن وصل السعر المستوى المحدد أو ارتفع عنه، وذلك بغرض الحد من الخسارة، كما يصبح أمر التوقف عن البيع قابلاً للتنفيذ إذا وصل السعر عند المستوى محدد وانخفض عنه وهذا بهدف تحقيق أرباح معقولة.

**4 - الأمر بالسعر التقريبي:** هو أكثر مرونة بالنسبة للسعر الثابت، ويترك العميل للوسيط حرية تنفيذ الصفقة بالسعر بأعلى بقليل من السعر المطلوب عند الشراء وادنى بقليل من السعر المطلوب عند عملية البيع.<sup>2</sup>

**5 - أمر السوق:** يعتبر أمر السوق أكثر أنواع الأوامر شيوعاً واستخداماً في أسواق الأوراق المالية، حيث يترك تحديد السعر من خلال العرض والطلب على الأوراق المالية، بمعنى على المستثمر أن يقوم بتحديد سعر الصفقة وإنما يطلب من الوسيط القيام بعملية الشراء والبيع للأوراق المالية بسعر السوق عند وصول الأمر.

**6 - البيع على المكشوف:** وهو عبارة عن عملية بيع ورقة مالية لا يملكها البائع بغية الاستفادة من أي انخفاض يمكن أن يطرأ على سعرها السوقي، ولأجل ذلك ينبغي على المستثمر البائع أن يقترض تلك الورقة من طرف لديه الرغبة والمقدرة على الإقراض، وهو بذلك يلجأ إلى احد السماسرة الذي يقوم بالترتيبات اللازمة واقتراض تلك الورقة المالية من مخزون الأوراق المالية التي يحتفظ به في حسابات شراء الائتمان لزبائنه مسجلة باسمه الخاص، ويقوم هذا السماسر ببيع الورقة المالية المقترضة في السوق المفتوحة للمستثمر الذي يرغب بالشراء.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 251 .

<sup>2</sup> وليد صافي، انس البكري، مرجع سابق، ص: 233 .

<sup>3</sup> نضال الشعار، سوق الأوراق المالية وأدواتها، لم تذكر دار النشر، سوريا، ط 3، ص: 82 .

بالإضافة إلى الأوامر السابقة يوجد أنواع أخرى منها<sup>1</sup>.

1. الأمر بكل شيء أو لا شيء: هو أمر محدد الأجل وتنفيذه مرتبط بوجود طرف مقابل كاف في السوق، حيث أن المستثمر يرغب سواء في الحصول أو التخلي عن كامل الكمية المخصصة للبيع أو الشراء وفي حالة التعذر فلا شيء يقع، إن هذا النوع من الأمر يمكن من تجنب تجزئة العمليات مما يؤدي إلى خفض النفقات " مصاريف التحويل في كل عملية تجزئة".

2. الأوامر غير المنظمة: وهو نوع آخر من الأوامر في البورصة، حيث أن شروط تنفيذها أو عدم تنفيذها لا يمكن أن تراجع من طرف صاحب الأمر، ومن أهم أنواعه الأمر المرتبط ويجمع بين عمليتين متعاكستين في الاتجاه بيع أو شراء تجريان في نفس الجلسة حيث أن تنفيذ إحدهما مرتبط بتنفيذ الأخرى. أما الأمر المتدرج هو الأمر الذي يسمح للمتعامل بتجزئة شراء عدد من الأصول على عدد من البورصات أو الجلسات، بحيث يتجنب التأثير على أسعار الأصول إذا كانت بكمية كبيرة أو نظرا للسيولة المتوفرة.

### ثالثا: أنظمة التسعير في أسواق الأوراق المالية

السعر في أسواق الأوراق المالية " هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية ما أثناء إحدى الجلسات في البورصة، والذي يسجل بعد انتهاءها في لوح التسعيرة"، و يعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة<sup>2</sup>. " وتجنبنا لفروق كبيرة في الأسعار تتضمن أنظمة أسواق الأوراق المالية المختلفة عادة أحكاما خاصة بالفروق القصوى المسموح بها للأسعار المتتالية بعد السعر الأول المعروض بشكل لا يتجاوز ر فيه نسب معينة تنص عليها لوائح تلك السوق"<sup>3</sup>.

ويتم تحديد سعر الورقة المالية في سوق الأوراق المالية بواسطة الطريقة التقليدية ويكون ذلك لفترات معينة أي دوريا، أو باستعمال الطريقة الحديثة للتسعير وهي التسعيرة المستمرة .

#### 1- التسعير الدوري " التقليدي":

<sup>1</sup> Roland Portait, Patrice Poncet, op cit, p 262, 263 .

<sup>2</sup> شمعون شمعون، مرجع سابق، ص: 45 .

<sup>3</sup> صلاح الدين حسن السبسي، قضايا اقتصادية معاصرة - الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية -، مرجع سابق، ص: 159 .

في هذه الحالة لا يتحدد سعر الورقة المالية إلا بعد مبادلتها، حيث يتم التفاوض عليها

بإحدى النظم التالية:

**1-1 التسعير بالمناداة :** يجتمع الوسطاء في قاعة السوق وينادون بأعلى أصواتهم بالعروض والطلبات التي بحوزتهم، ويستعملون إشارات اليد مع المناداة، وذلك بوضع الساعد أفقياً في اتجاه الجسم في حالة الشراء، ورأسياً في حالة البيع.<sup>1</sup>

**1-2 التسعير بالمعارضة:** وفيها يدون في سجل خاص لكل ورقة مالية مختلف عروض البيع وطلبات الشراء، تؤدي مجموع هذه التسجيلات إلى معرفة مقدار ما يطلب بيعه وشراؤه من السندات والأسهم وحدود الأسعار المعروضة وبذلك يتحدد سعر التوازن.<sup>2</sup>

**1-3 التسعير بالصندوق:** حيث يضع الوسطاء عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص،

ويتولى إدارة الصندوق تحديد الأسعار حسب ما يتضمنه الصندوق من عروض وطلبات.<sup>3</sup>

**2- التسعيرة الرسمية:**

يمكن تعريفها بأنها الوثيقة الأصلية التي تنشرها لجان التسعيرة في البورصة في كل جلسة، هدفها إعلان السعر الذي يتم بموجبه التداول الفعلي للأوراق المالي المقيدة بالتسعيرة.<sup>4</sup>

**3- أنواع الأسعار التي تعلن عنها في أسواق الأوراق المالية:**

يتم الإعلان في أسواق الأوراق المالية عن الأسعار التالية:<sup>5</sup>

- سعر الافتتاح: وهو أول سعر يحدد لورقة معينة بعد افتتاح البورصة.

- أعلى سعر للورقة المالية .

- أدنى سعر للورقة المالية .

- سعر الإقفال: وهو آخر سعر في جلسة البورصة يسجل للورقة المالية المعينة.

<sup>1</sup> شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 76 .

<sup>2</sup> شمعون شمعون، مرجع سابق، ص: 46 .

<sup>3</sup> صلاح الدين حسن السبسي، قضايا اقتصادية معاصرة - الأسواق المالية، الأزمات المالية العالمية - ، مرجع سابق، ص: 159 .

<sup>4</sup> شمعون شمعون، مرجع سابق، ص: 46 .

<sup>5</sup> شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 77 .

## المبحث الثالث: الأدوات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية وكفاءة السوق

إن زيادة حجم ونشاط وكفاءة أي سوق للأوراق المالية يتطلب ضخ المزيد من الأوراق المالية والمعلومات ودخول عدد أكبر من المتعاملين، وتمثل تلك الأطراف الثلاثة دعائم أي سوق ناجح للأوراق المالية.<sup>1</sup> وفي هذا الإطار خصصنا هذا المبحث للتعرف على الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية، وكذا الأطراف المشاركة فيها، وفي المطلب الأخير يتم التطرق إلى كفاءة هذه السوق.

## المطلب الأول: الأدوات المتداولة في أسواق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية من أهم وسائل الاستثمار في سوق الأوراق المالية، فهي تمثل السلعة الرئيسية التي يتم تداولها في هذه الأسواق، وتنقسم عادة إلى ثلاثة أقسام الأكثر والأوسع استخداماً وهي الأسهم العادية والسندات والأسهم الممتازة، بالإضافة إلى ما تم استحداثه في مجال الأوراق المالية " المشتقات المالية ".

حيث تعرف الأوراق المالية على أنها صكوك طويلة الأجل تصدر عن شركات ومنشآت الأعمال، حيث تعطي لحاملها الحق في الحصول على أرباح إذا تحققت أو فوائد سنوية. وتنقسم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية عادة إلى أسهم عادية، سندات وأسهم ممتازة.

## أولاً: أسهم عادية

1 تعريف السهم العادي: يعرف السهم العادي على أنه " وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة، تضمن حقوقاً واجبات متساوية لمالكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق الأولية ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2005، ص: 19.

<sup>2</sup> محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة - أسهم، سندات، أوراق مالية - دار حامد، الأردن، 2006، ص:

ويمثل السهم مستند ملكية له قيمة اسمية وهي القيمة المدونة على السهم، أما القيمة

الدفترية فتتمثل في القيمة الاسمية مضافا إليها الاحتياطات والأرباح المحتجزة " ولا تتضمن الأسهم الممتازة " مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في السوق.<sup>1</sup>

كما أن للسهم قيمة تصفوية يتوقع المساهم الحصول عليها عند تصفية أموال المشروعات أي هي نصيب السهم من قيمة الموجودات بعد التصفية وتسديد حقوق الدائنين وحملة السندات والأسهم الممتازة.<sup>2</sup>

## 2 خصائص الأسهم العادية: لهذه الأسهم عدة خصائص منها<sup>3</sup>:

- إن عدد الأسهم العادية محدد في القانون الأساسي لشركة المساهمة أي أكبر عدد ممكن إصداره من تلك الأسهم دون تغيير في ذلك القانون، وذلك لترك مجالاً للتصرف في عدد الأسهم المتداولة بين الجمهور ومقابلة بعض الاختيارات، كما تعتبر الأسهم العادية غير محدودة العمر والأرباح.

- لشركة المساهمة الحق في سحب جزء من أسهمها من التداول وذلك بشرائها من الحملة، كما يحق لأي مستمر بقدرات مالية عالية أن يستحوذ على عدد كبير من أسهم الشركة عن طريق نشر إعلان الشراء ومراسلة حملة الأسهم من أجل تنازلهم عن أسهمه وهذا ما يعرف بـ " tender offer " .

- يتحصل حملة الأسهم العادية على أرباح تتوقف عادة على مقدار الأرباح المحققة من قبل المؤسسة، كما أنها توزع بعد توزيع عوائد السندات والأسهم الممتازة.

كما يتمتع حملة الأسهم العادية بعدة حقوق أهمها<sup>4</sup>:

- الحق في انتخاب مجلس إدارة وفقا للنظام الأساسي للشركة.

<sup>1</sup> منير إبراهيم الهندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، منشأة المعارف، مصر، 1998، ص: 13 .

<sup>2</sup> دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، الأردن، 2007، ص: 204 .

<sup>3</sup> جبار محفوظ، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأوراق المالية، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزائر، جزء 2، ص: 9 .

<sup>4</sup> طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 22 .

حق الأولوية في الاكتماب في أسهم زيادة رأس مال الشركة.

حق الحصول على صافي أصول الشركة عند التصفية وبعد استثناء الحقوق الأخرى.

ولقد ظهرت في السنوات الأخيرة عدة مشاكل تخص العلاقة بين الملاك " حملة الأسهم "

والمسيرين "، منها مشكلة الوكالة *problème d'agence* ، حيث تقضي نظرية الوكالة أن يكون

المسيرين وكلاء لحملة الأسهم ويسعون لتعظيم منفعة هؤلاء الآخرين، لكن يحدث في مرات عديدة

تضارب للمصالح بين الفئتين وهذه المسألة وغيرها روجت لقضية من يتحكم في المؤسسة ؟ أهم

المسيرين أم الملاك ؟ وهذه القضية اصطلح عليها بـ " *Gouvernement d'entreprise* "

والتي تعني مجموع الآليات التنظيمية التي من شأنها الحد من التأثير على قرارات المسيرين لحماية

مصالح حملة الأسهم، ولقد وضعت عدة حلول لهذا المشكل مثل إيجاد مجلس إدارة فعال، التصويت

بالتفويض، حق شراء الأسهم من طرف المسيرين، حيث يعطي لهم الحق بشراء الأسهم مستقبلا

بسعر محدد مسبقا مما يحفزهم على تعظيم قيمة رؤوس الأموال الخاصة.<sup>1</sup>

## ثانيا : السندات

### 1 تعريف السند:

السند هو " ورقة مالية متداولة تمثل ديننا طويل الأجل على الشركة المصدرة أو أي هيئة

أخرى وهو جزء من الدين الكلي لها"<sup>2</sup>. حيث يعتبر بمثابة اتفاق بين المنشأة والمستثمر، وبمقتضى

هذا الاتفاق يقوم الطرف الثاني بإقراض الطرف الأول " المنشأة " والتي ترد بدورها المبالغ والفوائد

المتفق عليها في تواريخ محددة.<sup>3</sup>

### 2 خصائص السند:

يعتبر السند ورقة مالية طويلة الأجل.

يحق لحامل السند الحصول على عوائد سنوية ثابتة وفي تواريخ محددة.

<sup>1</sup> بن ثابت علال، مرجع سابق، ص: 7 .

<sup>2</sup> محفوظ جبار ، مرجع سابق، ص: 44.

<sup>3</sup> حفي عبد الغفار، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص: 21.

يعتبر حاملوا السندات دائنين بالنسبة للشركة فلهم الأولوية في الحصول على أموالهم أو جزء منها في حالة التصفية، كذلك في الحصول على عوائدهم قبل توزيع الأرباح على حملة الأسهم العادية. - إن تحديد سعر السندات التي تصدرها الشركة ملء حريتها، إذ أن الأمر يتعلق بين المدين والدائن، خلافا للأسهم التي تصدرها بقيمتها الاسمية.<sup>1</sup>

### ثالثا : الأسهم الممتازة

هي شهادات تصدرها الشركات للترودها برؤوس الأموال عند الحاجة، مثلها في ذلك مثل الأسهم العادية، إذن تمثل هي الأخرى ملكية المساهم الممتاز لجزء من رأس مال الشركة، يتوقف ذلك الجزء على ما بحوزته من تلك الأسهم كما أن للسهم الممتاز قيمة اسمية، قيمة دفترية وأخرى سوقية، وليس له تاريخ استحقاق.<sup>2</sup> غير أن القيمة الدفترية تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة المسجلة في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة.

### رابعا: مقارنة بين الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية

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

### جدول رقم ( 01 ): مقارنة بين الأنواع المختلفة من الأوراق المالية

الأوراق المالية	السندات	الأسهم الممتازة	الأسهم العادية
أولا: الحق في الحصول على الدخل - من حيث الأسبقية	الدرجة الأولى في	المرتبة الثانية	المرتبة الثالثة

<sup>1</sup> شمعون شمعون، مرجع سابق، ص: 27.

<sup>2</sup> محفوظ جبار، مرجع سابق، ص: 24.



مدخل عام لأسواق الأوراق المالية			الفصل الأول
		السداد	من حيث مبلغ الدخل و العائد
المتبقي وغير محدد	ثابت ومحدد	ثابت ومحدد	ثانياً: الحق في الأصول عند التصفية - درجة الأسبقية - المبلغ
المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد	المرتبة الثانية محدد	المرتبة الأولى محدد	ثالثاً: الحق في استرداد القيمة - تاريخ الاستحقاق
المتبقي وغير ملزم	" القيمة الاسمية " غير ملزم	إجباري محدد مسبقاً وله تاريخ سداد	ليس له تاريخ استحقاق

المصدر: عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، لم تذكر سنة النشر، ص: 40.

يوضح الجدول السابق أن الأسهم الممتازة هي خليط أو هجين بين الأسهم العادية والسندات، فهي تشبه السندات من حيث ثبات العائد والأولوية في الحصول على العائد قبل حملة الأسهم العادية وبعد حملة السندات، وكذا عند التصفية، كذلك تشبه الأسهم العادية في أن كلاهما يعتبر أداة ملكية

ليس لها تاريخ استحقاق محدد وتدفع توزيعات بعد الضريبة وتعتبر بحكم النفقات كالفوائد التي تعفى من الضريبة.

#### خامساً: المنتجات المالية المستحدثة " المشتقات المالية "

لقد دخلت الأسواق المالية أدوات مالية جد متطورة وأصبحت تلك السوق لا تقتصر على الأدوات التقليدية مثل أسهم والسندات<sup>1</sup>. وجاء تحديث وتطوير الأوراق المالية المتداولة استجابة للتغير في شروط بيئة النشاط الاقتصادي وانعكاسات التقدم التكنولوجي والمعلوماتي. وقد عرفت

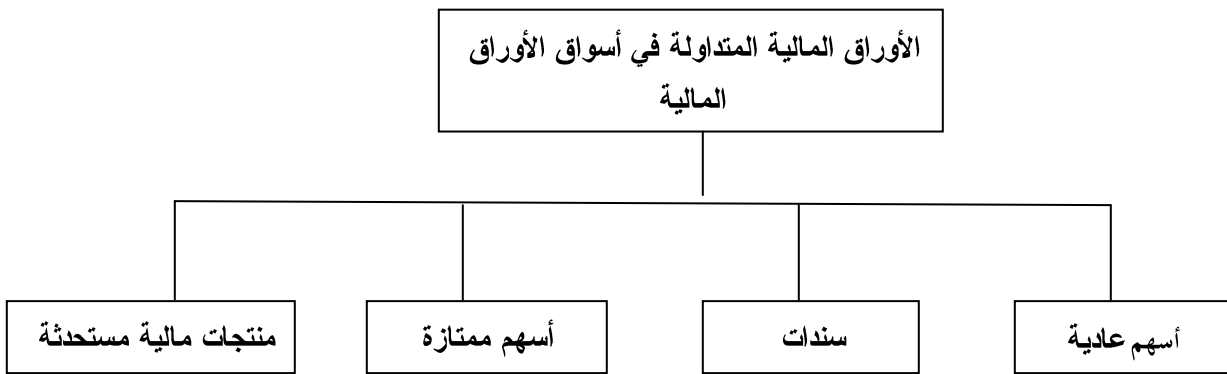
<sup>1</sup> جبار محفوظ، مرجع سابق، ص: 88.

الصناعة المالية أشكالاً متنوعة وأبعاداً واسعة لعمليات التطوير، نظرت العديد من الأدوات المالية

الجديدة نجد

منها " المشتقات المالية " بأنواعها المختلفة، صكوك شراء لأسهم المؤسسات واتجاهات جديدة في الأوراق المالية التقليدية " أسهم والسندات " وسوف نتطرق إلى هذه الأدوات بالتفصيل في الفصل الثاني.

شكل رقم (03): الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية



المصدر، عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، مرجع سابق، ص 15 .

يشير الشكل المقدم أعلاه إلى الأنواع المختلفة من الأوراق المالية التي يتم تداولها في البورصات والتي تتمثل أساساً في الأسهم العادية والأسهم الممتازة والسندات بالإضافة إلى ما تم استحداثه من منتجات مالية متطورة.

### المطلب الثاني: الأطراف المتدخلة في أسواق الأوراق المالية

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

أولاً: لجان - هيئات - تنظيم ومراقبة أسواق الأوراق المالية

نظرا للأهمية الاقتصادية لسوق الأوراق المالية وما تعكسه هذه الأخيرة على تطور

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

- في الولايات المتحدة الأمريكية: لجنة بورصة الأوراق المالية  
The securities exchange commission .

- في بريطانيا: مجلس الاستثمار والأوراق  
The securities and investement board .  
- في فرنسا: لجنة عمليات البورصة  
Commission des opération .  
- في الجزائر : لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة.

### ثانيا: المتعاملون في أسواق الأوراق المالية

يعتبر النشاط الأساسي لسوق الأوراق المالية هو التعامل بالأوراق المالية بيعا وشراء، لذا فإن المتعاملين في هذا المجال هم إما وحدات عارضة للأوراق المالية والتي تتمثل أساسا في " الحكومة،

مؤسسات الأعمال "، والوحدات الطالبة تتمثل في الوحدات المقرضة "مؤسسات، العائلات " ومن بينهم:

1- الأفراد : يتمثل في الأفراد الذين يستثمرون في البورصة فوائضهم المالية في شكل مدخرات مالية.

2 المستثمرون التأسسيون. تعتبر هذه الفئة من المتدخلين المهمين والرئيسيين في البورصة في

معظم الدول المتقدمة، وذلك لما تجلبه هذه المؤسسات من ادخارات نحو البورصة، إذ تمثل أهم المزودين برؤوس الأموال على الأمد الطويل لامتيازها بنوع من الاستقرار والثبات في قدراتها الادخارية والاستثمارية<sup>1</sup>. ومن أهم هذه المؤسسات نذكر<sup>2</sup>:

■ البنوك: تعد البنوك التجارية أهم متعامل في قلب السوق الدولية لرؤوس الأموال ليس فقط لأنها تتكفل بنظام الدفعات ولكن لأنها تلعب غالبا دور الوسيط، وأهم نشاط للبنوك التجارية يتعلق بتحويل الأقساط وتتدخل في البورصة كوسيط لضمان نجاح العمليات مقابل الحصول على عمولات.

■ المؤسسات المالية غير المصرفية " شركات التأمين، صناديق التقاعد والصناديق المشتركة للاستثمار": إن هذه المؤسسات أصبحت خلال هذه السنوات من أهم المتعاملين في السوق الدولية لرؤوس الأموال مع أنها لا تمنح إلا القليل من القروض ولا تحصل إلا على القليل من الودائع لأجل، فنشاطها الأساسي يتمثل في شراء الأصول مستفيدة في ذلك من انفتاح الأسواق الوطنية.

3 -المؤسسات الصناعية والتجارية: تعتبر هذه المؤسسات من المتدخلين الرئيسيين في البورصة، ويكون تدخلها بغرض الحصول على رؤوس الأموال عند الحاجة أو لتحقيق عوائد إضافية.

4 -الشركات الكبرى: وخاصة متعددة الجنسيات فهي تمول بانتظام استثماراتها لجلب رؤوس الأموال الأجنبية مما يساعدها لدخول مباشرة وبطريقة متزايدة في أسواق الاوراق المالية<sup>3</sup>.

5 -مستثمرون آخرون: بالإضافة إلى المتدخلين الذين سبق ذكرهم يمكن أن نضيف:

■ الهيئات الحكومية: تعتبر من المتدخلين الرئيسيين في البورصة، خاصة في أسواق السندات لأن السندات الحكومية اقل مخاطر من السندات الأخرى حيث تصدر هذه السندات لتمويل العجز في الميزانية العمومية للدولة أو تمويل مشاريع عامة.

<sup>1</sup> جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، سلسلة التعريف بالبورصة، الجزائر، 2002، الجزء 3، ص: 19.

<sup>2</sup> Paul Krugman, Maurice Obstfeld, *Economie internationales*, Pearson éducation, france, 2006, P 627.

<sup>3</sup>Ibid, P 627.

= مؤسسات وهيئات ذات أهداف غير ربحية. وهي المؤسسات التي تقدم خدمات ونشاطات

ثقافية، رياضية واجتماعية، بهدف تحقيق المنفعة العامة، حيث تستطيع أن توظف ما لديها من فوائض مالية واستثمارها في سوق الاوراق المالية.

### ثالثا: الوسطاء الماليون

يلعب التنظيم والتحكم في إدارة أسواق الأوراق المالية دورا رئيسيا ومهما في نجاح وتوسع البورصات العالمية بصفة خاصة والأسواق المالية العالمية بصفة عامة، إذ يقوم الوسطاء بتنشيط البورصة بملاقة البائعين والمشتريين للأوراق المالية وتنفيذ أوامرهم<sup>1</sup>.  
 إذن الوسيط المالي هو الشخص المرخص بموجب قانون السوق المالي وأنظمته وتعليماته، ويقوم بأعمال محددة تهيؤه لأن يكون حلقة وصل فعالة بين جمهور المستثمرين والجهات المصدرة للأوراق المالية ويتقاضى عمولة محددة لقاء خدماته<sup>2</sup>، سواء المتعلقة ببيع وشراء الأوراق المالية أو تقديم النصح والمشورة للمتعاملين، تسيير المحافظ المالية للمتعاملين. ويلجأ المتعاملون إلى الوسطاء للحد من تكاليف المعلومات والصفقات التي تهم المستثمر نظرا لخبرته الكبيرة وتخصصه، كما أن جمع عدد كبير من الصفقات لكي تنفذ من خلال وسيط واحد هذا سوف يقلل من تكاليفها، إذا ما نفذت منفردة.

### المطلب الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية

سوف نتناول في هذا المطلب كفاءة سوق الأوراق المالية، حيث يتم التعرض إلى مفهوم الكفاءة وأشكالها المختلفة ومتطلبات السوق المالي الكفاء.

#### أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية الكفاء

#### 1- تعريف سوق الأوراق المالية الكفاء

<sup>1</sup> جبار محفوظ، مرجع السابق، ص: 4 ، 5.  
<sup>2</sup> محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، مصر، 2008، ص: 41.

إن السوق الكفاء هو السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي نلصقها إحدى

المنشآت كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية لحركة الأسهم<sup>1</sup>.

فإذا حدث وأن الأسعار تتعدل بسرعة وبدقة عندما ترد أي معلومات جديدة، فإن السوق يتصف بالكفاءة، وأن السعر الجاري يعكس تماما المعلومات التي ترد إلى السوق ويسمى بالسعر العادل<sup>2</sup>.

وعلى ذلك يمكن القول أن كفاءة سوق الأوراق المالية تعني أن السوق تكون في حالة توازن بحيث تعكس أسعار الأسهم فيها بوضوح وبدون تحيز جميع المعلومات المتاحة للمستثمر بحيث يمكنه من تكوين أفضل محفظة للأوراق المالية، ولا يتمكن المستثمر في ضوء ذلك من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة معرفته بهذه المعلومات<sup>3</sup>.

وترتبط كفاءة سوق الأوراق المالية ببعدين أساسيين هما<sup>4</sup>:

▪ **البعد الأول:** ويتمثل في مدى توافر المعلومات للسوق ومدى سرعة توافرها.

▪ **البعد الثاني:** يتمثل في مدى استجابة السوق لهذا المعلومات ورد فعله اتجاهها، وذلك بدراسة أثرها على أسعار الأوراق المتداولة والعائد منها.

كما توجد مجموعة من الشروط التي يجب توفرها في السوق لكي تتسم بنوع من الكفاءة<sup>5</sup>:

- أن تسود سوق الأوراق المالية حالة من المنافسة الكاملة، وهذا الشرط مرهون بتوفر عدد كبير من البائعين والمشتريين وتتوفر لديهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى لا تقل فرص نشوء الاحتكار.

- أن تتوفر سوق الأوراق المالية على خاصية السيولة للأوراق المالية المتداولة فيها.

<sup>1</sup> صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 24.

<sup>2</sup> عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص: 183.

<sup>3</sup> عصام فهد العريبي، مرجع سابق، ص: 51.

<sup>4</sup> المرجع سابق، ص: 47، 48.

<sup>5</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 46، 47.

أن لتوفير سوق على وسائل و قنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة و توية حول

السعر و حجم عمليات التبادل التي تتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات العرض و الطلب في الحاضر و المستقبل.

- توفر عنصر الشفافية و بقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة و ما يتم على هذه الأوراق من صفقات متاحة لجميع المتعاملين و بشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات.

- توفير التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول و عرض أوامر تنفيذ الصفقات، ذلك بالإضافة إلى مجموعة متخصصة من السماسرة و الخبراء القادرين على توفير النصح و الاستشارة للمتعاملين في السوق و مساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع و الشراء.

- كما يشترط أن تكون للسوق المالية و المتعاملين فيها هيئة مشرفة تعرف بهيئة إدارة السوق، و لكي تتوفر هذه الهيئة يشترط فيها أن تكون محايدة أولاً و مكونة من أفراد ذوي خبرة ثانياً.

## 2- الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية<sup>1</sup>:

يتصف السوق بالكفاءة الكاملة إذا كانت تعكس بصورة كاملة و صحيحة كافة المعلومات المتاحة و المتصلة بتحديد سعر الورقة المالية، ففي ظل السوق الحرة التنافسية فإن أسعار الأوراق المالية يجب أن تعكس المعلومات المتاحة، و أن تلك الأسعار يتم تعديلها بصورة سريعة في حالة ظهور معلومات جديدة، و لكي تتحقق الكفاءة الكاملة للسوق يجب توافر:

- تماثل المعلومات بين جميع المتعاملين و بدون تكلفة.

- لا توجد أي قيود على التعامل مثل ضرائب تكاليف التعامل.

- هناك عدد كبير من المستثمرين في السوق.

- يتصف المستثمرين بالرشد حيث يسعون إلى تعظيم المنفعة من مواردهم المتاحة.

لكن في الواقع العملي تتواجد تكاليف معاملات كما توجد ضرائب، و هذا ما يجعلنا نشير

إلى الكفاءة الاقتصادية حيث يمضي بعض الوقت بين وصول المعلومات الجديدة إلى السوق

<sup>1</sup> عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية و سواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2005، ص ص: 58، 56.

وممارسة تلك المعلومات لتأثيرها على أسعار الأوراق المالية، وقد تكون القيمة السوقية للسهم أعلى

من قيمته

الحقيقية لبعض الوقت. ويعكس الشكل رقم (04) مفهوم الكفاءة الاقتصادية والكفاءة الكاملة حيث يمكن أن نتصور طريقة استجابة " أو حركة " الأسهم في السوق نتيجة وصول معلومات جديدة خاصة بالشركة صاحبة السهم أو خاصة بالسهم ذاته سواء هذه المعلومات جيدة أو غير جيدة ويوضح هذا الشكل أنه في اليوم الذي تصل فيه المعلومة إلى السوق ذات الكفاءة سوف نلاحظ زيادة مباشرة في سعر السهم ليصل إلى 33 وحدة نقدية في نفس اليوم - بينما كان 30 وحدة نقدية - إذا كان سوق كفاء بالكامل، أما إذا كان السوق يتصف بالكفاءة الاقتصادية فإن وصول المعلومات إلى السوق سوف يحتاج إلى بعض الوقت لتحليلها وتفسيرها إذ يتضح هناك ارتفاع بطيء في سعر السهم استجابة إلى هذه المعلومات، وهذا يعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وتحليلها إلى أن يحدث ارتفاع في سعر السهم وبذلك تكون قيمة السهم السوقية أقل من قيمته الحقيقية، ومن هنا تحصل مجموعة من القرارات الاستثمارية المتعلقة بالسهم مما يؤدي إلى زيادة الطلب على هذا السهم فترتفع أسعاره إلى مستوى يعادل قيمته الحقيقية والمحددة بـ 33 وحدة نقدية كما هو مبين في الشكل.

الشكل رقم (04): التغيير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والاقتصادية

قيمة السهم

60

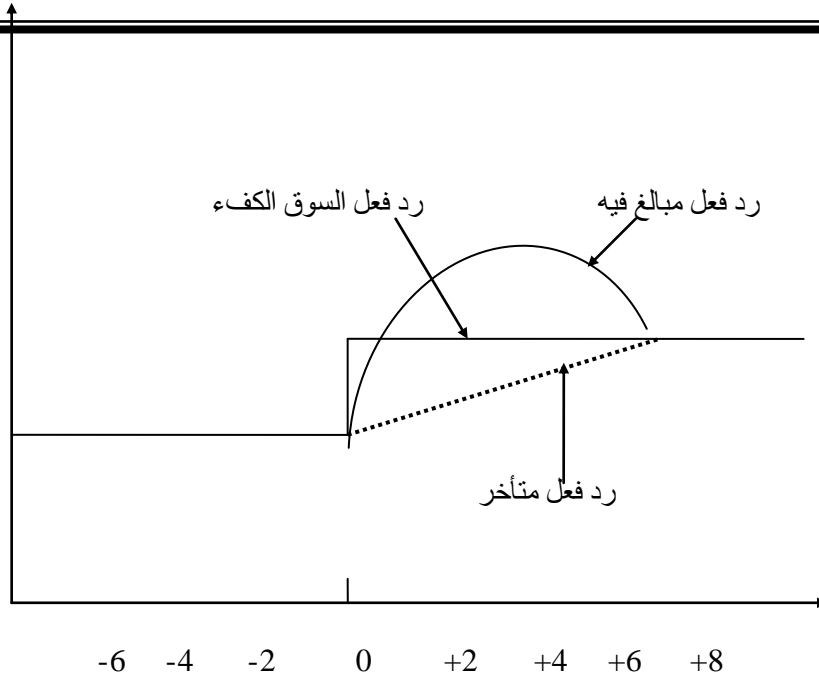
50

40

33

30





المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص: 137 .

### ثانيا: متطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية

تضمن السوق الكفاء تخصيص الموارد المتاحة بشكل كفاء، وذلك بتوافر سمتين أساسيتين هما<sup>1</sup>:

1 - كفاءة التسعير: يطلق عليها بالكفاءة الخارجية ويقصد بها ضمان وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق بسرعة وبأدنى تكلفة بحيث تعكس أسعار الأسهم في السوق كافة المعلومات المتاحة.

2 - كفاءة التشغيل: ويقصد بها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، ودون أن يتحمل المتعاملين تكلفة عالية للسمسرة، ودون أن يتاح لتجار والمتخصصين فرصة تحقيق هوامش ربح مغال فيها.

### ثالثا: الصيغ - أشكال - المختلفة للسوق الكفاء

تتمثل الصيغ المختلفة لكفاءة السوق في ثلاث فرضيات وهي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 59 ، 60 .

<sup>2</sup> عصام حسين، مرجع سابق، ص: 34 .

1 - **فرضية الصيغة الضعيفة:** التي تفصي بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من

تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، مما يعني بأن محاولة التنبؤ بما يكون عليه سعر السهم في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى.

2 **فرضية الصيغة المتوسطة:** التي تفصي بأن الأسعار الحالية للأسهم لا تعكس كذلك كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات " الظروف الاقتصادية، ظروف الصناعة أو المنشأة،... الخ " وإذا كانت أسعار الأسهم تعكس تلك المعلومات، فلن يستطيع أي مستثمر لو قام بتحليل تلك المعلومات أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب آخرين، إلا إذا حصل على معلومات جديدة غير متاحة لهؤلاء.

3 **فرضية الصيغ القوية:** وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية حتى ولو استعان بخبرة أفضل للاستثمار.

جدول رقم (02): أنواع صيغ كفاءة أسواق الأوراق المالية

أنواع صيغ الكفاءة	انعكاس المعلومات على أسعار الأوراق المالية	
1	الصيغة الضعيفة	الأسعار السابقة للأوراق المالية
2	الصيغة متوسطة القوة	جميع المعلومات متاحة
3	الصيغة القوية	جميع المعلومات العامة والخاصة

المصدر: إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، مصر، 2000، ص: 45.

يظهر الجدول الموضح أعلاه تباين الكفاءة واختلافها في سوق الأوراق المالية باختلاف

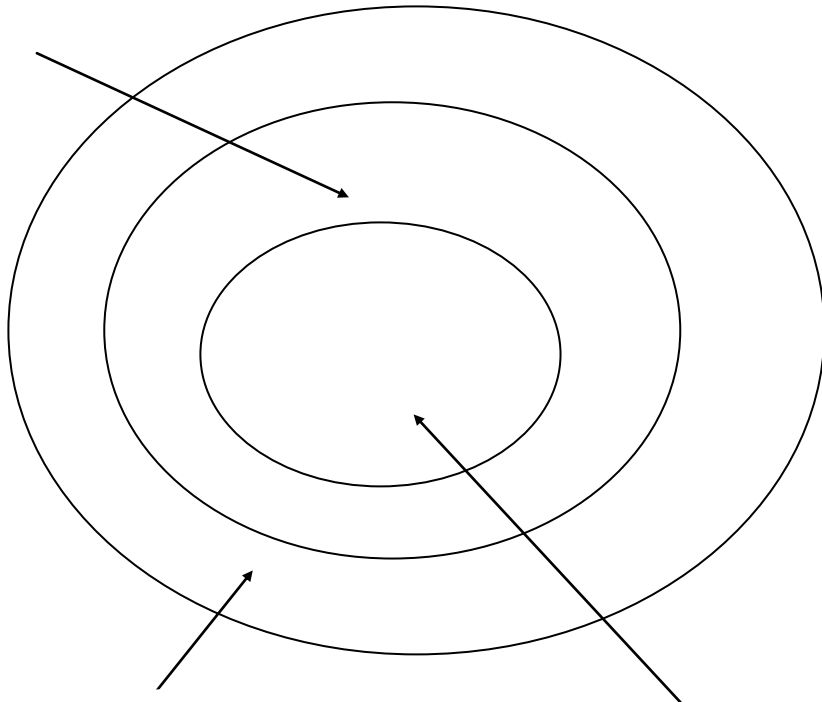
المعلومات المتاحة والمتوفرة في السوق، بحيث تفصي المعلومات التاريخية والسابقة التي طرأت

على السهم من شأنها أن تؤثر على سعره وبالتالي على قرار الاستثمار فيه، كذلك كما هو الحال في الصيغتين المتوسطة والقوية.

كما يمكن إظهار المستويات الثلاثة لكفاءة السوق من خلال الشكل التالي، حيث يظهر أن الفروض الثلاثة حول كفاءة الأسعار تتداخل إلا أنها تظهر مختلفة في درجة الكفاءة ونظرتنا حول كفاءة السوق تبدأ من الفرضية الضعيفة وتنتهي بالفرضية القوية.

الشكل رقم (05): المستويات الثلاث للمعلومات التي تعكس أسعار الأسهم

فرض الصيغة المتوسطة لكفاءة  
السوق يفترض أن كل المعلومات  
العامة سوف تعكس الأسعار  
السوقية للأسهم.



فرض الصيغة القوية لكفاءة السوق يفترض  
أن المعلومات سوف تعكس الأسعار  
السوقية للأسهم.

فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق التي يفترض أن تعكس المعلومات التاريخية الأسعار السوقية للأسهم.

المصدر: مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 53

#### رابعاً: المعلومات وأسواق الأوراق المالية

تتوقف كفاءة أسواق الأوراق المالية على كفاءة نظم المعلومات المالية\* وعلى هذا الأساس فإن نجاح سوق الأوراق المالية يحتاج إلى معلومات تبني على أساس العناصر الآتية

- إظهار الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق المالي وهو ما يعرف بالإفصاح العام الذي يوفر قدر كافي من المعلومات يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.
- توفر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للمؤسسة المعنية لحساب القيمة الحقيقية لها.

يعتبر إدراك وتفهم مصادر المعلومات عنصراً أساسياً حتى يمكن للمدراء التعايش مع مختلف هذه المعلومات وعموماً مصادر المعلومة تتمثل في مصدرين بالنسبة للمؤسسة وهما<sup>1</sup>:

#### 1. مصادر داخلية للمعلومات:

ومصدرها يكون من داخل المؤسسة كالقرارات المنتظمة وغير المنتظمة التي تعدها الإدارات المختلفة بكمية كبيرة من المعلومات الطويلة والمتوسطة والقصيرة الأجل يمكن استخدامها في تجميع المعلومات إضافة إلى هنا نجد مصدراً إضافياً للمعلومات ممثلاً في العمال حيث يقدمون معلومات بطريقة غير رسمية، فالمحادثة غير الرسمية مع العمال خلال فترة الراحة عن السياسات والمعدات الجديدة أو القديمة يمكن أن تقدم معلومات جيدة ومفيدة، كما لا ننسى المعلومات التي توفرها المحاسبة التحليلية وهي معلومات داخلية جد هامة تعتمد عليها المؤسسة في التسيير والإدارة.

#### 2. المصادر الخارجية للمعلومات:

وهي معلومات تأتي من خارج المؤسسة ويمكن الحصول عليها من خلال:

\* يمكن تعريف نظام المعلومات على أنه "مجموعة النظم الفرعية للأفراد والبيانات والإجراءات والمعدات والبرامج، كما يمكن تعريفه على أنه مجموعة القواعد والإجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة إلى الشخص المناسب لاتخاذ أكتفا القرار أو التصرف الأحسن في وقت معين"

<sup>1</sup> بوكساني رشيد، معوقات أسواق أوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2005-2006، ص: 86.

عملية شراء المعلومات من خارج المؤسسة . وهي عملية متكررة وضرورية مثل

المعلومات التي تتحصل المؤسسة من مكاتب البحوث والدراسات...إلخ.

- النشرات: وهي تلك المعلومات التي تتحصل عليها المؤسسات عن طريق الاشتراك في مجلات أو جرائد متخصصة.

مما سبق ذكره يتضح أهمية المعلومات ومدى توفرها في سوق الأوراق المالية وعدم تكافؤ المستثمرين أي المتعاملين في الحصول عليها من شأنه أن يؤثر على سير أداء السوق المالي الفعال وفي حالة عدم تكافؤ فرص الحصول المتعاملين على المعلومات في سوق الأوراق المالية تسمى هذه الحالة بعدم تماثل المعلومات، أي امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون، مثلا يحوز كبار موظفي المؤسسة على معلومات معينة يستطعون حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي لحسابهم الخاص وذلك قبل نشرها في التقارير المالية

وبالتالي فعدم إلمام احد الأطراف في الصفقة بالمعلومات الكافية من شأنه أن يؤثر على

قراره فيما يخص بيع أو شراء الاوراق المالية، ويحدث هذا كذلك عندما يمتلك المقترض النهائي ( بائع الاوراق المالية) معلومات لا يمتلكها أو لم توصل للمقرض النهائي ( مشتري الاوراق المالية )<sup>1</sup>.

### المبحث الرابع: المؤشرات في أسواق الأوراق المالية

إن قياس مدى كفاءة الأسواق المالية وأداء قطاعات اقتصادية معينة يرتكز على مجموعة من المؤشرات والمقاييس المستخدمة لهذا الغرض، واكتسبت هذه المؤشرات أهمية كبيرة في الوقت الذي تزايدت فيه عولمة العمليات المالية، حيث تساعد على التنبؤ بالحالة الاقتصادية مستقبلا وبالتالي إمكانية حدوث أزمات مالية ولهذا الغرض خصصنا هذا المبحث للتعرف على المؤشرات هذه الأسواق وأنواعها وكيفية بنائها واستخداماتها.

<sup>1</sup> Robert FERRANDIER, Vincent Koen, Marchés de Capitaux et Techniques Financières, édition ECONOMICA, paris, 4<sup>em</sup> édition, 1997, P 24.

المطلب الأول: تعريف المؤشرات في أسواق الأوراق المالية وأنواعها

سوف نتناول في هذا المطلب تعريف المؤشرات المستخدمة في أسواق الأوراق المالية وأنواعها المختلفة.

### أولاً: تعريف المؤشرات في أسواق الأوراق المالية

ظهرت مؤشرات أسواق الأوراق المالية في البداية لغرض قياس تحركات السوق في الأجل القصير، والفرض الأساسي لتلك المؤشرات يقوم على تقديم مؤشرات يمكن استخدامها في التنبؤ باتجاهات السوق وسرعة تحركاته بين حالتها الصعود والهبوط، وقد انعكس ذلك على حجم عينة الأسهم التي تشملها تلك المؤشرات وطريقة الترجيح لأسهم العينة وكيفية حساب المتوسطات...، هذا وقد شهدت مؤشرات البورصات العالمية رواجاً هائلاً ليس بين المتعاملين في بورصات الأوراق المالية فقط بل بين الناس بصفة عامة والذين يرون فيها مؤشر للحالة الاقتصادية العامة، ويتم نشر هذه

المؤشرات بصفة منتظمة في كافة الجرائد والمجلات الاقتصادية وعلى الصفحات الاقتصادية الخاصة بالجرائد اليومية في كافة أنحاء العالم وقد حظي العديد من المؤشرات بالانتشار عالمياً<sup>1</sup>. حيث تعددت تعريفات المؤشرات البورصية ومن بينها نذكر:

المؤشر هو " أداة لتحديد اتجاه المتغيرات في السوق أو في قطاع معين من السوق، ويكون المؤشر جيداً إذا كان يعطي فكرة عن الاتجاه العام في السوق وليس لورقة مالية<sup>2</sup>.  
يمثل مؤشر سوق الأوراق المالية قيمة المحفظة في كل لحظة وتطورها ويسمح بتقدير مردود هذه المحفظة بين تاريخين وهو يعكس قيمة المحفظة تحتوي على عدد  $N$  من الأصول وبالتالي فهو يتميز بهذا العدد من الأصول يسمى محيط، وهو يؤدي ثلاث أدوار وهي<sup>3</sup>:

<sup>1</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص ص: 244 ، 245.

<sup>2</sup> وليد صافي، انس البكري، مرجع سابق، ص: 244.

<sup>3</sup> Roland portait, Patrice poncet, op cit, P 273.

يمثل تطور مجموعة من قيم البورصة مما يسمح بقياس فعالية أي سوق ومقارنته بأسواق

مختلفة من حيث الفعالية.

- يمثل معيار لتقدير كفاءة المستثمرين والمسيرين وأدوات التسيير.

- تكوين حامل المنتجات المشتقة " العقود الآجلة، المبادلات والخيارات".

ويقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في الأوراق المالية - الأسهم - والتي

تعد من المعلومات الهامة والمفيدة التي يحتاجها المستثمرون في هذه السوق، إذ تتيح لهم تحديد

قرار الاستثمار في ورقة مالية دون غيرها أو في قطاع دون غيره.

### ثانياً: أنواع المؤشرات في أسواق الأوراق المالية

تصنف المؤشرات إلى عدة أنواع وذلك حسب معايير مختلفة، ومن أهمها :

**1 حسب اختيار حجم العينة:** ونقصد بحجم العينة ما إذا كانت هذه العينة مكونة من الأوراق

المالية تشمل جميع الأوراق المالية المتداولة في السوق، " وهذه المؤشرات تقيس حالة السوق

بصفة عامة مثل مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة ( DJTA ) \* ومؤشر ستاندر أند بورز

S&P ومؤشرات قطاعية والتي تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة ومنها على

سبيل المثال مؤشر داو جونز لصناعة النقل، ومؤشر ستاندر أند بورز لصناعة الخدمات

العامة"<sup>1</sup>.

**2 حسب طريقة الحساب<sup>2</sup>:** وتوجد طريقتين للحساب باستعمال المتوسط الحسابي " أو الأرقام

القياسية"، ويسمى ذلك بمؤشر المتوسط الحسابي وباستعمال المتوسط الهندسي ويسمى بمؤشر

المتوسط الهندسي.

ويعطى القانون العام للمتوسط الحسابي على النحو التالي:

$$I(t) = \left( \frac{\sum c_i(t)}{\sum c_i(0)} \right) \times B$$

\* DJTA : Dow Jones Industrial Average.

<sup>1</sup> عصام حسين، مرج سابق، ص: 36.

<sup>2</sup> بن ثابت غلال مرجع سابق، ص: 20، 23.

حيث:

**B** : المؤشر في سنة الأساس ( 100 أو 1000 ... ) .

**c<sub>i</sub> (t)** : الرسملة البورصية للورقة *i* محسوبة في الزمن *t* .

**c<sub>i</sub> (0)** : الرسملة البورصية للورقة *i* محسوبة في الزمن *t = 0* .

أما المتوسط الهندسي فهناك بعض المؤشرات التي يتم حسابها باستعماله ويعطى بالصيغة التالية:

$$I(t) = \Pi (V_i(t) / V_i(0))^{1/n} \times B$$

حيث:

**n** : عدد الشركات الممثلة للعينة.

**(V<sub>i</sub> (t))** : قيمة الورقة *i* في الزمن *t* .

**V<sub>i</sub> (0)** : قيمة الورقة *i* في الزمن 0 .

3- حسب طريقة الترجيح<sup>1</sup> :

▪ الترجيح على أساس الرسملة البورصية.

▪ الترجيح على أساس السعر.

▪ الترجيح المتساوي.

### المطلب الثاني: كيفية بناء المؤشرات والاستخدامات الأساسية لها

سوف نتطرق في هذا المطلب إلى كيفية بناء المؤشرات في أسواق الأوراق المالية باختيار

العينة ومن ثم تجميع مكونات هذه العينة، كما يتم التطرق إلى الاستخدامات الأساسية لها.

أولاً: كيفية بناء المؤشرات

1 - اختيار العينة الملائمة:

تعرف العينة بأنها مجموع الأوراق الملائمة المستخدمة في حساب ذلك المؤشر وينبغي أن

تكون ملائمة من ثلاث جوانب وهي<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> المرجع السابق، ص: 20.

<sup>2</sup> عصام حسن، مرجع سابق، ص ص: 41 ، 42.



الحجم. كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع السوق.

- **الاتساع:** يعني أن تغطي العينة المختارة مختلف القطاعات المشاركة في السوق، هذا إذا كان المؤشر يقيس حالة السوق ككل، أما إذا كان المؤشر خاص بقطاع معين حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من منشآت المكونة لذلك القطاع.
- **المصدر:** ويقصد به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه أوراق المالية.

## 2- الأوزان النسبية في بناء المؤشرات

تعرف بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وهناك ثلاث طرق لتحديد الوزن النسبي للسهم:

- **مدخل الترجيح بدلالة السعر:** يعد سعر السهم المعبر الرئيسي عن مساهمة المنشأة في بناء محفظة المؤشر، وبالتالي فإن وزن السهم إلى إجمالي المحفظة هو عبارة عن سعر السهم

السوقي إلى مجموع أسعار أسهم المؤشر. وما يعاب على هذا الأسلوب "الترجيح بالسعر" بأنه يعكس حقيقة القيمة السوقية للمنشأة "أهمية المنشأة في السوق"<sup>1</sup>.

و يعطى عادة بالعلاقة التالية:<sup>2</sup>

$$I(t) = B_0 \times \left\{ \left( \sum (c_i(t) / c_i(0)) \right) \right\}$$

**B:** مؤشر الأساس غالباً ما يكون 100 أو 1000

**c<sub>i</sub>(t):** سعر الورقة i في الزمن t.

**c<sub>i</sub>(0):** سعر الورقة i في الزمن 0.

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر : مرجع سابق ص: 303.

<sup>2</sup> بن ثابت علال، مرجع سابق، ص: 21.

الترجيح بدلالة القيمة . يقوم هذا الأسلوب في الترجيح سهم شركة صمت المؤشر م

خلال القيمة السوقية الكلية " السعر × الكمية = القيمة " ، وبذلك فهي تتجاوز إشكالية الترجيح بالسعر لوحده، إذ أن القيمة قادرة على عكس الأهمية الاقتصادية للمنشأة صاحبة الأسهم المدرجة في المؤشر، لذلك فإن المنشآت التي تتساوى قيمتها السوقية ويتعادل تأثيرها حتى وإن اختلف سعر السهم لكل منها.<sup>1</sup> كما يعطى هو الآخر بالعلاقة التالية :

$$I(t) = B_0 \times \left( \frac{\sum (N_i(t) / c_i(t))}{\sum (N_i(0) / c_i(0))} \right)$$

حيث

(  $N_i(t)$  ) : عدد الأوراق المالية الصادرة عن الشركة  $i$  في الزمن  $t$  .  
 ■ مدخل الأوزان المتساوية: " وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر ر"<sup>2</sup>.  
 وبالتالي استثمار لنفس المبلغ في كل ورقة، " ويتم حساب الوزن النسبي المتساوي للأسهم من خلال ضرب سعر السهم × معامل الترجيح. ويعيب على هذه الطريقة أنها لا تعكس القيمة السوقية الإجمالية للأسهم المكونة للمؤشر، حيث يقتصر الترجيح على سعر السهم، بصرف

النظر على عدد الأسهم المتداولة منه بالإضافة إلى تغير الوزن النسبي للسهم مع تغير سعر السهم بالبورصة " <sup>3</sup>.

ثانيا: الاستخدامات الأساسية للمؤشرات

نظرا للأهمية التي تكتسبها المؤشرات البورصية كونها أداة لقياس مدى كفاءة وتطور السوق المالي، بصورة عامة والقطاعات الاقتصادية بصورة خاصة، فضلا عن عكسها لدرجة تطور الاقتصاد، إذن يوجد العديد من الاستخدامات التي تهتم المستثمرين في السوق المالي، ونذكر منها<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> محمود محمد الداغر، مرجع سابق، ص: 306.

<sup>2</sup> عصام حسين، مرجع سابق، ص: 42.

<sup>3</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 249.

<sup>4</sup> منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 2002، ص: 248.

1 إعطاء فكرة عن أداء المحفظة المالية. يعتبر المؤشر انعكاساً لحركة كافة الأوراق المالية المتداولة في السوق، وعليه يمكن للمستثمر تكوين فكرة عن التغيير في عائد محفظة أوراق المالية - إيجاباً وسلباً - عند معرفة اتجاه التغيير الذي حصل على المؤشر في السوق ذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدى. وإذا كانت استثماراته كلها في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.

2 -الحكم على أداء المديرين المحترفين : يستخدم أغلب المدراء والمسيرين لمحافظ الأوراق المالية أساليب في التنوع والتي يكون إلزاماً عليهم تحقيق عائد أعلى من متوسط عائد السوق وهو أساساً متوسط معدل العائد على الأوراق المالية المتداولة في السوق والذي يعكسه المؤشر.

3 -التنبؤ بالحالة التي سيكون عليها السوق: " إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات وهو التحليل الأساسي\*، فإنه يمكنه من التنبؤ مقدماً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني\* تاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ

عليه، إذا ما وصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، يمكنه عندئذ من التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق"<sup>1</sup>.

4 تقدير مخاطر المحفظة: يمكن استخدام المؤشرات البورصية في قياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية " وهي المخاطر التي يمكن التحكم فيها بواسطة التنوع " وتقاس تلك

\* التحليل الأساسي : ينصرف إلى التحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية السائدة بهدف التعرف على العائد المتوقع للشركة والمخاطر المصاحبة لذلك.

\*\* التحليل الفني : ويهتم المحللين هنا بتحليل التغيرات التاريخية التي طرأت على لورقة المالية وذلك لاكتشاف نمط التغيرات هذه ومن ثم يسمح بتحديد قيمة الأوراق المالية في المستقبل.

<sup>1</sup> عصام حسين، مرجع سابق، ص: 39.

المخاطر بمعامل الاحتمال بين معدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق

بصفة عامة .

### ثالثا: استعراض بعض المؤشرات الأشهر عالميا:

إن الحديث على المؤشرات يرتبط بالأسواق المالية الدولية ويمكن أن نذكر أهمها في الآتي:

1- مؤشر داو جونز للصناعة " **Dow Jones Industrial** " <sup>1</sup>: يحتوي هذا المؤشر على 30 شركة في الولايات المتحدة الأمريكية، ويعتمد هذا المؤشر على ما يسمى بالوسط الحسابي الموزون بالسعر وهذا المؤشر يعتمد على سعر السهم في السوق وأنه يجب وضع أساس لأسعار في اليوم الأول (كيوم عمل) في السوق "عندما يهبط مؤشر داو جونز بمستوى 30 نقطة مثلا فهذا يعني أن متوسط أسعار 30 شركة قد انخفض بـ 30 نقطة لأنه يعتبر دليل على الوضع العام للسوق، ويمكن أن يكون مفيدا عند استخدامه كمقياس لتقييم أداء أي سهم <sup>2</sup>.

2- مؤشر ستاندر اند بورز " **s & p** ": يختلف مؤشر ستاندر آند بورز 500 عن مؤشر داو جونز في عدة جوانب، وهي أن ترجيح أسهم المؤشر يتم على أساس القيمة " أي أن المؤشر يأخذ في اعتباره عدد الأسهم المتداولة بالإضافة إلى سعر السهم "، كذلك لا يعتبر مؤشر ستاندر اند بورز 500 متوسطا بل رقما قياسيا... ويعد مؤشر ستاندر آند بورز 500 من المؤشرات الملائمة لإدارة محافظ الاستثمارات التي تقوم بإنشائها المؤسسات المالية وقد تم تقديم هذا المؤشر منذ حوالي 51 عاما ليضم

500 سهم، حيث يضم معظم الشركات كبيرة الحجم في مجال الصناعة والمنافع العامة والنقل والشركات المالية الكبيرة في الولايات المتحدة الأمريكية <sup>3</sup>.

<sup>1</sup> وليد صافي، انس البكري، مرجع سابق، ص ص: 244 ، 245.

<sup>2</sup> عصام حسين، مرجع سابق، ص: 37.

<sup>3</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 260.

وهذا المؤشر المستخدم يحتوي على العديد من الشركات في مختلف القطاعات وهي موزعة

كما يلي<sup>1</sup>:

500 شركة

40	40	40	20
صناعية	خدمات	بنوك	نقل

وتجدر الإشارة إلى أن هناك ارتباط بين مؤشر ستاندر أند بورس 500 وبين أسواق المال العالمية

من خلال التدفق الحر لرؤوس الأموال عبر الدول الذي ازداد في السنوات الأخيرة كنتيجة لاندماج أسواق الأوراق المالية العالمية مما يؤدي إلى ارتفاع معاملات الارتباط كلما زاد التكامل بين هذه الأسواق.

4- مؤشرات ناسداك 100 وناسداك المركب<sup>2</sup>: والتي يتمثل في شركات التكنولوجيا.

5- وتعتبر سوق لندن " London Stock exchange " من أكبر الأسواق المالية الدولية في

أوروبا حيث تعتمد هذه السوق على المؤشرات عديدة منها<sup>3</sup>:

▪ مجموعة فاينانشل تايمز " financial times acturies Ft " والتي تعتمد على قيم

السوق وتضم هذه المجموعة:

أ - كافة الأسهم: All Share وعدد أسهمه 700 سهم "ويشمل كافة الأسهم المتداولة

في بورصة لندن، حيث يعد هذا المؤشر مقياسا عاما للمحفظة الاستثمارية، ويمكن استخدامه

كمقياس لأداء محافظ الاستثمارات في الواقع العملي<sup>4</sup>.

ب- Ft وعدد أسهمه 700 الكبرى .

ج - Small cap وعدد أسهمه 250 سهم .

<sup>1</sup> وليد صافي، انس البكري، مرجع سابق، ص: 247.

<sup>2</sup> Roland portait, Patrice poncet, op cit , P 278.

<sup>3</sup> هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 195.

<sup>4</sup> مصطفى يوسف كافي، مرجع سابق، ص: 264.

**Financial times ordinary share** . ويقوم هذا المؤشر على أوزان متساوية بمتوسط

هندسي وعدد أسهمه 30.

6- مؤشر نيكاي **Nikei Stock Average** و **Topix**: وهو بنفس معدل أسعار أسهم

الشركات متعددة في اليابان وتصل هذه الشركات إلى حوالي 225 شركة عاملة داخل السوق

اليابانية طوكيو التي تأسست عام 1878، كما تعتمد هذه الأخيرة على مؤشر **Tokyo Stock**

**Exchange Price Index** ويقوم على القيم السوقية ويقيس كافة الأسهم المتداولة في أسواق

طوكيو أيضا ويبلغ عدد أسهمه 1800 سهم.

7- مؤشر **Cac 40**<sup>1</sup>: يجمع بين 40 أصل من السوق بنظام شهري مختارة حسب انتماءاتها

القطاعية وأهمية رسملتها وتحولاتها، ويحسب بصفة مستمرة وينشر كل 30 ثانية خلال ساعات

التسعير في السوق.

$$\text{مؤشر cac40} = \frac{\text{القيمة السوقية الحالية}}{\text{القيمة السوقية القاعدية المعدل}} \times 100$$

خلاصة الفصل:

<sup>1</sup> Robert FERRANDIER, Vincent Koen, op cit, P 249.

مما لا شك فيه أن المستقبل الاقتصادي لأي دولة مرهون بعمل وكفاءة الأسواق المالية فيها، وقد برزت في العصر الحديث أهمية الأسواق المالية كأداة من الأدوات المالية في ظل العولمة والنظام الدولي الجديد، إذ باتت أسواق الأوراق المالية حقيقة تعكس الوضعية الاقتصادية للدولة . وما يمكن استنتاجه من خلال عرض هذا الفصل هو:

-تعتبر سوق الأوراق المالية جزءا هاما من مكونات سوق رأس المال والذي يهتم بالتمويل طويل الأجل، حيث تمثل موقعا لشراء وبيع الأوراق المالية وأصبحت تحتل مكانة كبيرة فهي تربط وحدات العجز بوحدات الفائض المالي في الاقتصاد المعني بطريقة مباشرة، وهذا ما يفسر تراجع الاعتماد الوساطة المالية من خلال عمل السوق النقدية.

-إن السوق الثانوية أو سوق التداول هي الموقع الحقيقي لسوق الأوراق المالية - بورصة الأوراق المالية - وتأخذ الشكل المنظم، فتمتع بمجموعة من القواعد والآليات والإجراءات عالية الدقة والتطور، وتسهر على تطبيقها هيئات ولجان مختصة، كما أن تنوع المتدخلين والمتعاملين فيها زاد من أهميتها الاقتصادية، فضلا عن توافر تقنيات ووسائل للتسعير بما يخدم المستثمرين.

مع ظهور التغيرات المتسارعة التي شهدتها الساحة الاقتصادية الدولية بدأت تظهر العديد من المستجدات الجديدة التي مست الأوراق المالية بغرض مواكبة هذه التطورات.

-لكي تحقق سوق الأوراق المالية أهدافها ووظائفها على وجه امثل يجب أن تتسم بدرجة مطلوبة من الكفاءة، ولتحقيق هذه الأخيرة يجب أن تتوفر لديها المعلومات المناسبة عن الأوراق المالية والشركات المصدرة لها، كما انه يصعب تحقيق الكفاءة الكاملة للسوق، إذ يقبل بكفاءة اقتصادية والتي تضمن كفاءة تقويم الأوراق المالية ومن ثم اتخاذ قرارات الاستثمار.

تعتبر المؤشرات البورصية مؤشرات دالة على حالة السوق، فهي تقيم تعبير عن اتجاهات

حركة السوق وتعكس وضعية الاقتصاد الوطني ككل، فهي تعتبر من المتغيرات الهامة التي

تساعد في عملية التنبؤ بالحالة الاقتصادية مستقبلا.