

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية  
République Algérienne Démocratique et Populaire

Ministère de l'Enseignement Supérieur  
et de la Recherche Scientifique  
Université Akli Mohand Oulhadj - Bouira -  
Tasdawit Akli Muḥend Ulḥağ - Tubirett -  
Faculté des Sciences Economiques,  
Commerciales et des Sciences de Gestion



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي  
جامعة أكلي محمد أولحاج  
- البويرة -  
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم المالية والمحاسبة

مطبوعة

موجهة لطلبة السنة أولى ماستر

تخصص مالية المؤسسة

بعنوان:

# الأسواق المالية

من إعداد الدكتورة: أسيا قاسمي

السنة الجامعية:

2023 - 2022

فهرس الأشكال:

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
11	أدوات السوق النقدي	01
16	هيكل السوق المالي	02
21	الوظائف الاقتصادية للبورصة	03
76	العلاقة بين صيغ الكفاءة لسوق الأوراق المالية	04
94	حركة الأسعار بموجب نظرية داو	05
95	خريطة نظريات الموجات لـ "اليوت"	06
102	أنواع المحافظ الاستثمارية	07

قائمة الجداول:

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
55	أهم الفروقات بين العقود الآجلة والمستقبلية	01
67	كيفية حساب المؤشر باستخدام مدخل القيمة	02
68	طريقة حساب الأوزان النسبية	03
70	كيفية حساب القيمة المطلقة للمؤشر في ظل مدخل الأوزان المتناسبة	04
98	أهم الفروقات بين العقود الآجلة والمستقبلية	05

# مقدمة

أدي سقوط النظام الاقتصادي الاشتراكي وبزوغ النظام الاقتصادي الرأسمالي إلى تحرير واسع وكبير للتجارة الدولية، حيث أصبحت دول العالم تستثمر فيما بينها، وبالتالي سرع هذا إلى انتقال تحرير التدفقات المالية من دولة إلى أخرى، كما شجع النظام الرأسمالي على خصخصة المؤسسات وتحرير رسماها، فبالإمكان لأي فرد أن ينشئ تجارته الخاصة، وقد كان لهذا النظام دور هام في بلورة فكرة الأسواق المالية وتعدد المعاملات والأدوات التي توفرها للمستثمرين داخلها.

إن نشأة الأسواق المالية ارتبطت بظروف واحتياجات التطور الاقتصادي للدول الموجودة فيها وعرفت هذه الأسواق المالية تطورا كبيرا خلال فترة ثمانينات القرن الماضي، وكانت للتغيرات الهيكلية المرتبطة بالفلسفة الإصلاحية لبعض الدول الصناعية المتقدمة.

إن تعداد أو تنوع مزايا الأسواق المالية وما توفره من أدوات مالية متنوعة ومبتكرة، تساعد على ترشيد المواد المالية، فما تؤديه سوق مالية على درجة كبيرة من الكفاءة والتنظيم من أدوار في الحياة الاقتصادية ومع ذلك أصبحت مسألة زيادة الرفاه الاقتصادي من خلال تبني خيار التمويل عن طريق الأسواق المالية تتوقف على الكفاءة السوقية ودورها في تنمية وتخصيص الاستثمارات.

فالمطبوعة التي بين يديك عبارة عن مجموعة من المواضيع الجوهرية المنقحة في الأسواق المالية، وقد حرصنا في تقديمه على البساطة في السرد والمنهجية في العرض، وتوخينا في ذلك تسهيل فهم المواضيع، ونظرا لأهمية مواضيع هذه المطبوعة اهتمنا بدراسته بشيء من التفصيل، حيث تناولنا أربعة فصول مع مراعاة الأهمية العلمية والبيداغوجية في ترتيب المواضيع، وهي مرتبة على النحو التالي:

◀ الفصل الأول: الملامح العامة للأسواق المالية.

◀ الفصل الثاني: الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية ومستجداها.

◀ الفصل الثالث: مؤشرات وكفاءة أسواق الأوراق المالية.

◀ الفصل الرابع: مداخل تحليل الأوراق المالية وتكوين المحفظة الاستثمارية.

وفي نهاية هذه المطبوعة عرض لقائمة المراجع العربية والأجنبية التي تم اعتمادها في إعدادها وهيئتها، متمنين بذلك للطلبة الأعزاء التوفيق والنجاح.

## الفصل الأول:

الملامح العامة لأسواق الأوراق المالية

تمهيد:

يستقطب التمويل اهتمام العديد من الاقتصاديين لارتباطه الوثيق بالتنمية الشاملة بمختلف جوانبها، وبالرغم من تعدد أساليب التمويل المتاحة، إلا أن اختيار التوليفة الأمثل لتلك الأساليب وجعلها مُكملة لبعضها البعض يشكل التحدي الأكبر لأي اقتصاد، خصوصا في ظل التحولات العميقة التي تعيشها أغلب دول العالم من خلال تحرير اقتصاداته الأمر الذي أدى إلى زيادة حركة التدفقات المالية والنقدية من بلد لآخر، وبداية التخلي عن هيمنة القطاع العام وفتح المجال أمام القطاع الخاص عبر برامج الخصخصة، مما جعل الأسواق المالية تنصدر الساحة الاقتصادية، وأصبحت بذلك تحتل مكانة أساسية في الوساطة المالية من خلال ما توفره من تعبئة للمدخرات ودورها في التخصيص الأمثل للموارد، فأنشئت أسواق رأس المال في العديد من دول العالم.

للتعريف على طبيعة وجوهر الأسواق المالية وبالتحديد سوق الأوراق المالية، تم تقسيم هذا الفصل إلى محورين كما يلي:

**المحور الأول: الإطار العام للأسواق المالية**

أولا: نشأة وتطور الأسواق المالية

ثانيا: مفهوم الأسواق المالية

ثالثا: متطلبات قيام الأسواق المالية

رابعا: هيكل الأسواق المالية

**المحور الثاني: التأصيل النظري لسوق الأوراق المالية**

أولا: ماهية سوق الأوراق المالية

ثانيا: الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية

ثالثا: لجان بورصة الأوراق المالية وأهم المتعاملين فيها

رابعا: أساس عمليات سوق الأوراق المالية

## المحور الأول: الإطار العام للأسواق المالية

يلعب السوق المالية دوراً محورياً في تحقيق التنمية الشاملة من خلال تجميع العرضين والطلبين للأموال سواء كانوا أفراداً أو مؤسسات، بحيث ينتج عن هذا التجمع تفاعلاً في أهدافهم ومصالحهم عن طريق جمع المدخرات، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار الأمثل لتحقيق المزيد من الأرباح باستخدام الأوراق المالية.

### أولاً: نشأة وتطور الأسواق المالية

#### 1- نشأة الأسواق المالية

تستمد فكرة الأسواق المالية من نظرية آدم سميث الاقتصاد الإنكليزي، والتي تركز على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد هذه الفكرة على تقسيم السوق وعلى حجم الإنتاج، مما ينعكس على ذلك البحث عن نوع من التخصص في الإنتاج تبعاً للمزايا النسبية، وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية وما يترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية.

يرجع تاريخ الأسواق المالية إلى الرومان الذين كانوا أول من عرف الأسواق المالية في القرن الخامس عشر قبل الميلاد، وبعدها أنشأ اليونانيون متجر المقايضة في أثينا، أما البورصات فقد ظهرت في نهاية القرن الثالث عشر ميلادي، حيث بدأ الإيطاليون بأخذ بيوت التجارة والصرافة، وأقاموا مستعمرات في واحد من أشهر المدن و المراكز التجارية العالمية في ذلك الحين وهي مدينة بروج البلجيكية، و احتفظت بمركز الصدارة في المال والتجارة، حيث أقيمت البورصة فيها سنة 1300م واستمرت إلى سنة 1475م، وبعدها انتشرت بعد ذلك بورصات في مختلف دول العالم : فرنسا، هولندا، الولايات المتحدة الأمريكية، ألمانيا ... الخ<sup>1</sup>.

ولقد مرت نشأة الأسواق المالية بعدة مراحل هي:<sup>2</sup>

#### 1-1 مرحلة إنشاء بورصات للبضائع

إن التطور والانتقال من مرحلة الزراعة إلى مرحلة الصناعة وما رافق ذلك من نزوح الأيدي العاملة إلى المدن الكبرى، حيث أصبح تمويل هذه المدن بالأغذية والحبوب منتظماً، فأدى هذا إلى وجود سوق عالمي مختص بالمحاصيل الزراعية، فنشأ فريق جديد من المتعاملون سميوا بالمضاربين ليتحملوا خطر تقلبات الأسعار، فنشأت البورصات في أماكن متعددة للإتجار في هذه المحاصيل سميت ببورصة البضاعة، وقد أنشأت أول سوق للبضاعة في باريس عام 1304م.

## 1-2 مرحلة التعامل بالأوراق المالية

بدأ تداول بعض الأوراق المالية في فرنسا في القرن الثالث عشر، حيث أوجد الملك " فليب " مهنة سماسرة الصرف من أجل تنظيم التداول، وانتقلت الفكرة الى إنجلترا في 1688م من خلال التعامل في سندات الإئتمان، وكذلك في أسهم شركة الهند الشرقية التي تأسست عام 1599م.

## 1-3 مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي

إن التعامل في الأوراق في بدايته كان يجري في سوق البضائع، ولكن بعد خروج المتعاملون بالأوراق المالية من سوق البضائع صاروا يبحثون عن مكان لهم، فبدأوا يجتمعون في المقاهي ومن أشهر المقاهي في تلك الفترة مقهى "جونثان" في لندن، وفي أمريكا كانوا يتجهون إلى المقاهي للتعامل بصكوك الدين المصدرة سنة 1790م، حيث كان السماسرة يجتمعون في شارع وول ستريت

## 1-4 مرحلة استقلال الأسواق المالية

شهدت هذه المرحلة تطورا صناعيا وذلك بنشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحدة تحمل تكاليفها المالية، فبدأ الاقتصاد ينمو و تطورت الصناعة وزيادة الدخل من ناحية ورواج التعامل في الأوراق المالية من جهة أخرى، أدى إلى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية. ومن أشهر البورصات العالمية بورصة باريس 1724م وبورصة لندن سنة 1773م، وبذلك نجد أن الأسواق المالية في الدول المتقدمة تطورت تاريخيا بصورة متزامنة مع التغيرات الاقتصادية والتطورات التكنولوجية وتنامي حجم الإنتاج والوسائل المتاحة للتمويل التي تحتاجه الاستثمارات، وبذلك تزايد عدد الأسواق المالية في العالم.

## ثانيا: مفهوم الأسواق المالية

### 1- ماهية الأسواق المالية

إن وجود سوق مالية يعتبر أداة هامة لتوفير وتقديم المال للأنشطة الاقتصادية المختلفة، وذلك من خلال الدور الأساسي لكل المؤسسات المالية العاملة فيه.

تعرف الأسواق المالية على أنها: وسيلة يلتقي من خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون والإداريون، من ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بالأدوات الرأسمالية والنقدية لفتراتٍ متباينة طويلة وقصيرة،



## الفصل الأول: .....الملامح العامة لأسواق الأوراق المالية

اعتماداً على قوانين وأنظمة وتعليمات<sup>3</sup>، فالسوق المالية بمعناه الواسع ينطوي على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بين أفرادهم ومؤسساته وقطاعاته، وفي ضوء هذا المعنى فإن السوق المالية لا تنحصر في مكان محدد وإنما في معاملات محددة.

كما ينظر لسوق المال على أنه المكان الذي يلتقي فيه البائع والمشتري لأصول مالية من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية، تمثل النظام الذي تعمل من خلاله الأسواق المالية سواء كان البائع أو المشتري، مدخراً ومستثمراً للأموال، ويحقق الصلة بينهما وسيط يساعد على تمويل المدخرات النقدية لأصول استثمارية، أو تمويل هذه الأصول النقدية مرة أخرى<sup>4</sup>.

فالمستتبط من هذا التعريف أن السوق المالي هي الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري، بغض النظر عن المكان المادي للسوق من الأركان الرئيسة في السوق المالي الوسيط وصناع السوق وقنوات الاتصال، التي تقوم على تسهيل عمليات اتصال البائعين بالمشتريين، ويتأثر السوق المالي بعوامل عديدة منها سلوك كل من البائع والمشتري والوسيط والعرض والطلب على الأموال.

ويعرف كذلك على أنه: ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة، بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة<sup>5</sup>.

تشتمل التعاريف السابقة على ثلاث محاور أساسية للسوق المالي وهم: المدخريين والمستثمرين، الأدوات المالية والمنشآت المالية، حيث أنه يوجد في كل مجتمع وحدات، أفراد وشركات ومنظمات حكومية، تزيد دخولهم عن استهلاكهم واحتياجاتهم، مما يخلق لديهم فائض لا يستطيعون استثماره بأنفسهم لعدم وجود الرغبة في الاستثمار أو عدم وجود الوقت والجهد الكافيين للاستثمار، ولهذا يقومون بعرض هذه الأموال مقابل عوائد مالية دورية، في المقابل هناك وحدات تستطيع الاستثمار لكنها لا تتوفر على الأموال الكافية للعملية الاستثمارية، وهم الطالبون للأموال، كالمشاريع التي لا تكفي أرباحها المحتجزة استثماراتها المستهدفة، أو الحكومة والجماعات المحلية التي تزيد نفقاتها عن إيراداتها العادية.

لذا فإن الأسواق المالية تساعد على انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز من خلال عدد كبير من الوسائل والأوعية، التي تعتبر أموالا تتداول في أسواق المال، ومن هذه الأدوات والوسائل:

- الأوراق المالية (الأسهم والسندات)؛
- الخيارات و المبادلات وغيرها من المستحقات المالية؛
- النقود القانونية؛
- الحسابات الجارية؛
- شهادات الإيداع؛
- أوراق وأذون الخزينة؛
- الأوراق التجارية (الكمبيالة والسند الاذني).

### ثالثا: متطلبات قيام الأسواق المالية

لضمان نجاح وفعالية السوق المالي يجب توافر الشروط الموضوعية والشكلية، ومن أهمها نجد:

- توفر المناخ الاستثماري الملائم ويقصد بالمناخ الاستثماري مجموعة الظروف والسياسات والمؤسسات الاقتصادية والتشريعية، التي تؤثر في ثقة المستثمر وتقنعه بتوجيه استثماراته إلى بلد دون غيره، وهذا أنه يشمل مجمل الأوضاع والظروف السياسية والاجتماعية والاقتصادية والتشريعية في البيئة الاستثمارية، ويأتي المناخ الاستثماري المناسب من عاملين أساسيين هما: عامل الثقة وعامل التنظيم، فمن خلالهما سيكون الأساس المناسب لإقامة مثل هذه السوق<sup>6</sup>؛

- تبني فلسفة اقتصادية قائمة على الثقة في قدرات قوى السوق على تحريك النشاط الاقتصادي، في ظل اعتبارات الكفاءة والرشادة لكل من المتعاملين والهيئات القائمة على النشاط الاقتصادي؛

- توفر البيئة المالية المعافاة السليمة والتي تتطلب وجود اجهزة رقابية فعالة تهتم بالضبط المؤسسي والشفافية، وتراقب اداء اسواق المال من خلال تشريعات قانونية واضحة وملزمة، وتوفير الضمانات الكافية التي تمكن من تحويل المدخرات إلى استثمارات دون عقبات وتعقيدات حكومية، إضافة الى تشجيع الدولة للادخار الذي يعتبر حاضنة العمليات الاستثمارية المنتجة، تتم من خلال تشغيل المؤسسات الانتاجية والمالية المختلفة<sup>7</sup>؛

- وضوح الاستراتيجية العامة للدولة والخطط والاهداف التي تسعى لتحفيها والاهداف القطاعية، واتجاهات تطور كل قطاع، وكذلك توضيح دور كل من القطاع العام والقطاع الخاص في عملية التنمية؛
- وجود مكان محدد ومعلوم عند كافة المتعاملين والراغبين في التعامل و سهولة الاتصال بين المتعاملين مباشرة او عن طريق الوسطاء، وان تتوفر على وسائل الاتصال الحديثة؛
- ربط السوق المالي بادوات ووسائل وأجهزة اتصال تكنولوجية وشبكات وبرامج جد متطورة تضمن سرعة توفير المعلومات وأداء الصفقات، وإمكانية عقد الصفقات عن بعد في أي نقطة جغرافية على وجه الأرض؛<sup>8</sup>
- وجود اطار قانوني وقواعد خاصة لتنظيم ورقابة المعاملات التي تجرى في سوق الأوراق المالية؛
- توفر المؤسسات المالية الوسيطة حيث تؤدي المؤسسات المالية الوسيطة المصرفية منها وغير المصرفية دوراً في تعبئة المدخرات المالية، وتوجيهها وخلق الفرص الاستثمارية عن طريق الأسواق المالية، ومن تحقيق تقارب العرض والطلب الذي يعتبر جوهر عمليات سوق الأوراق المالية، وتقوم هذه المؤسسات بعمليات التسويق والترويج والتغطية للإصدارات الجديدة، فضلاً عن قيامها بإدارة المحافظ المالية لصالحها أو لصالح الآخرين، وتتمثل هذه الأجهزة المالية الوسيطة في المصارف التجارية، والمتخصصة وبيوت السمسرة وشركات التأمين وصناديق المعاشات والضمان الاجتماعي وصناديق الاستثمار وشركات التمويل والاستثمار.<sup>9</sup>

#### رابعاً: هيكل الأسواق المالية

لتحديد هيكل السوق المالي نجد عدة معايير لتحديدها ومن أهمها نجد:

- حسب معيار طبيعة الأوراق المالية المتداولة فيها نجد أسواق أولية وأسواق ثانوية.
  - حسب معيار غرض التمويل فيها نجد أسواق نقد وأسواق رأس المال.
  - حسب معيار أسلوب التمويل فيها نجد أسواق قروض وأسواق أوراق مالية.
  - حسب معيار الحقوق والالتزامات المترتبة فيها نجد أسواق الدين وأسواق الملكية.
- حيث ان هذه المعايير متداخلة فيما بينها وسيتم التركيز على معيار غرض التمويل، ويقسم سوق المال إلى قسمين هما سوق النقد وسوق رأس المال، ولكلاً منها خصائصه وأدواته:

## 1- السوق النقدي

### 1-1 مفهوم السوق النقدي وخصائصه

سوق النقد هو سوق للاستثمار قصير الأجل لا يتجاوز اجال استحقاق الأدوات المالية فيه سنة واحدة، كما انه يعد مصدرا للتمويل قصير الاجل مثل تمويل راس المال العامل، ولأنه خاص بالتعاملات قصيرة الاجل فهو يتمتع بمزايا كثيرة أهمها الأمان والسيولة<sup>10</sup>، يتم من خلال هذا السوق التعامل في أوعية ائتمانية، وتتميز تلك الأوعية بانخفاض درجة المخاطرة فيها.

أهم مزايا السوق النقدي:<sup>11</sup>

- يمتاز السوق النقدي بالمرونة العالية قياسا بغيره من الأسواق بسبب فترة الاستثمار القصيرة، وما يتمتع به من انخفاض لدرجة المخاطرة، مما أعطاه صفة المرونة وسرعة الاستجابة للتغيرات الاقتصادية، وهذا أكيد سيقبل من الخسائر ويعظم العوائد؛

- يمتاز السوق النقدي بالسيولة العالية لأدوات الاستثمار المستخدمة فيه، فهي عادة لا تتجاوز سنة مالية واحدة؛

- يمتاز السوق النقدي بانخفاض درجة المخاطرة و ذلك لسببين هما: الأول: تدني درجة المخاطر النقدية التي تنشأ عن احتمالات انخفاض أسعار الأوراق المالية المتداولة فيه وكماأشرنا أن آلية التعامل بهذه السوق تكون لآجال قصيرة الأجل لذا تترك التغيرات الحادثة في أسعار الفائدة السوقية آثار محدودة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق؛ الثاني: تدني درجة مخاطرة الائتمان والتي ترتبط باحتمالات عجز المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه فنظرا لأن الأوراق المالية المتداولة فيه (خصوصا في قطاعه الثانوي) تكون صادرة من مؤسسات ذات مراكز ائتمانية قوية كالبنوك التجارية،

### 1-2 أنواع السوق النقدية

الغرض من استخدام هذه الأساليب المستعملة في السوق النقدية هو التأثير في الحجم الكلي للائتمان بالزيادة أو النقصان، بغض النظر عن وجوه استخدامه أو النشاطات المستفيدة منه.

### 1-2-1 أسواق الخصم

إن سعر الخصم يعبر عن سعر القائدة أو الثمن الذي يتقاضاه البنك المركزي مقابل تقديم القروض وخصم الأوراق التجارية في المدة القصيرة، وبما أن البنوك التجارية غير قادرة على منح الائتمان بشكل مستقل دون توافر السيولة لذلك، فإنها تكون وتسلك سياسة سعر الخصم في التأثير على جملة الاحتياطات النقدية المتوافرة لدى النظام المصرفي عن طريقتين:<sup>12</sup>

- الأول: تحديد الإمكانيات المتاحة للبنوك لتعزيز احتياطاتها النقدية، وذلك بتعديل الشروط التي يتعين أن تتوفر في الأوراق التي يقبل البنك المركزي إعادة خصمها؛
- الثاني: تعديل التكلفة التي تتحملها البنوك في زيادات احتياطاتها عن طريق الاقتراض من البنك المركزي، وذلك بتغيير سعر الخصم وبالتالي إحداث تغيير مقابل في أسعار الفائدة بوجه عام مما يؤثر في حجم الائتمان.

### 1-2-2 السوق المفتوحة

يقصد بسياسة السوق المفتوحة تدخل البنك المركزي في السوق النقدية، ببيع وشراء الأوراق المالية والتجارية بصفة عامة والسندات الحكومية بصفة خاصة، بهدف التأثير على الائتمان، وهي من أهم أدوات السياسة النقدية في الأنظمة الرأسمالية، تحدث هذه السياسة أثرا مباشرا على كمية الاحتياطات النقدية الموجودة لدى البنوك وكذلك على سعر الفائدة.<sup>13</sup>

### 1-2-3 سوق النقود تحت الطلب

وهي تشمل الودائع المصرفية والحسابات الجارية المدينة والدائنة على حد سواء، وحقائق هذا السوق انه يجمع البنوك التجارية والمتخصصة مما يتيح لمن لديه ارصدة فائضة فرصة اقراضها لمن يحتاجها بشكل عاجل على شكل قروض قصيرة الاجل.

### 1-3 أدوات سوق النقد

أهم أدوات السوق النقدية هي:

### 1-3-1 أذونات الخزانة

هي أوراق مالية تصدرها الحكومة ويحصل حاملها على عائد ثابت في تاريخ محدد، وتصدر بتواريخ استحقاق مختلفة عادة ما تكون 90 يوما، وتباع هذه الأوراق بخخص أي انه لا يتم دفع الفائدة للمستثمر بل يتم تحديد السعر بناء على مقدار الخخص<sup>14</sup>، ويتم بيعها عن طريق المزاد، حيث يقوم البنك المركزي في الدولة بعرضها على المستثمرين، الذين هم في العادة من المؤسسات المالية الكبيرة، كالبنوك التجارية، وشركات التأمين، والمتاجرين في هذا النوع من الأدوات المالية، وبيعها لمن يقدم السعر الأعلى، ثم الأقل فالأقل<sup>15</sup>.

### 1-3-2 الأوراق التجارية:

هي عبارة عن اوراق تصدرها عادة الشركات ذات السمعة التجارية الحسنة وشركات التأمين وبعض الشركات غير المصرفية، ويعتبر اجل استحقاق هذه الاصدارات قصيرا، ففي العادة يفضل حائزوها من المستثمرين ان يحتفظوا بها حتى اجل السداد فضلا عن ان يقوموا ببيعها، ولذلك يكون سوق تداول هذه الاوراق ضعيفا نسبيا الامر الذي ينعكس على تعرض اسعارها لتقلبات كبيرة.

### 1-3-3 اتفاقيات اعادة الشراء:

وهو عبارة عن قروض قصيرة الاجل يقل اجالها عن اسبوعين يستعملها المصارف لضمان اذونات خزانة، بحيث إذا لم يتمكن المصرف المقترض من السداد في التاريخ المتفق عليه مسبقا، يصبح المقرض مالكا لأذونات الخزانة الضامنة للقرض.

### 1-3-4 شهادات الإيداع القابلة للتداول:

هي تلك الشهادات (ورقة مالية) تثبت أن لحاملها وديعة لدى المصرف والتي يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل، كما يمكن الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق، وتعتبر من أدوات الدين التي تقوم البنوك ببيعها إلى المدخرين، وتدفع عليها فوائد محددة وعلى فترات دورية وعند الاستحقاق يتم دفع قيمتها بالكامل<sup>16</sup>، لغرض تشجيع المستثمرين على الإيداع لديها، ولذا فهي تصدر بقيم مختلفة وآجال متفاوتة، لا تتجاوز السنة في الغالب ويتم إصدارها وتسويقها بأحد أسلوبين:

- الأول: الإصدار العام، وذلك بدعوة الجمهور للاكتتاب فيها.
- الثاني: الإصدار الخاص، وذلك بأن يتم إصدارها؛ بناء على طلب مسبق منقبل مجموعة من المودعين، بشروط متفق عليها بينهم وبين المصرف المصدر لها.

### 1-3-5 القروض المصرفية قصيرة الاجل :

وهي القروض التي تمنحها المصارف والمؤسسات المالية المشابهة وتكون مدتها اقل من سنة، وتكاليف هذه القروض هي بمقدار الفائدة المدفوعة، وتستخدم لأغراض تمويل راس المال التشغيلي للمشاريع، وهي أداة دين قصيرة الآجل تتراوح مدتها من 3 إلى 12 شهرا<sup>17</sup>.

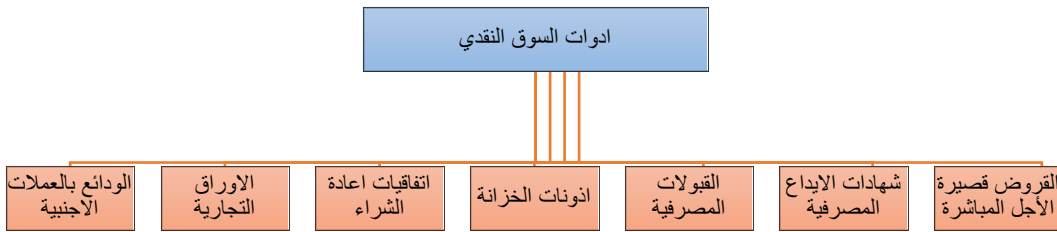
### 1-3-6 القبول المصرفي:

هي سندات مسحوبة على البنك من قبل عميل يطلب فيها من البنك ان يدفع لأمر شخص ثالث مبلغ محدد مخصوم مسبقا، وتستعمل بشكل كبير في تمويل التجارة الخارجية والداخلية<sup>18</sup>، حيث تتراوح فترة استحقاقها بين شهر وتسعة أشهر، ويتحدد العائد عليها عن طريق الخصم من قيمتها الاسمية، وتستخدم كأداة للاقتراض.

### 1-3-7 ودائع اليورو دولار

أما يعرف بودائع العملات الأجنبية فايداعات الأورو دولار الأمريكي لدى البنوك خارج الولايات المتحدة الأمريكية خصوصا في اوربا، يتم تحديد سعر الفائدة المرتبط بها وفقا للعرض والطلب بدون أي قيود.<sup>19</sup>

### الشكل رقم (01): أدوات السوق النقدي



المصدر: من إنجاز الباحثة

### 2- سوق رأس المال و أقسامه

سميت سوق رأس المال: لكونها السوق التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات لتكوين رأس المال في مشروعاتهم المختلفة.

## 1-2 تعريف سوق رأس المال

يمكن حصر تعريف سوق رأس المال في العبارات التالية:

- السوق المالي هو السوق الذي يتداول فيها أدوات الاستثمار طويلة الأجل التي يزيد أجل استحقاقها عن عام، سواء أوراق ملكية أو ديون<sup>20</sup>.
- انها السوق التي يتم فيها تداول الأصول المالية طويلة الأجل، سواء كانت هذه الأصول تمثل سند ملكية كالأسهم أو سند مديونية كالسندات، وهذه الأصول تمثل عقود تصدر عن شركات الأعمال أو الحكومات<sup>21</sup>.
- الأسواق المالية هي مكان أو كيان تتوافر فيه عروض وطلبات تداول الأوراق المالية، ويتم ذلك في سوق منظم ومركزي وسوق الأوراق المالية، هو سوق أصول باختلاف أنواعها وأشكالها، تكون قابلة للتداول، ولا يفترض دائما ملكية السلعة أو الأصل المالي لتداولها، إنما هي أداة مالية معدة للتداول طبقا لقواعد وضوابط خاصة.

## 2-2 تقسيم سوق رأس المال

وتصنف أسواق رأس المال من حيث وقت التنفيذ إلى ما يلي:

### 1-2-2-1- السوق الآجل أو المستقبلية

حيث يتم الاتفاق على مستوى هذه السوق على عقد صفقة بيع أو شراء لأصل معين فورا على ان يكون تنفيذها في تاريخ اجل أي التسليم والتسليم يكون لاحقا، وعادة ما يتم التعامل في مثل هذه الأسواق بالمشتقات المالية وتتعامل أيضا هذه السوق بالأسهم والسندات ولكن هناك اختلاف بسيط هو أن العقود المبرمة يتم تنفيذها في آجالا لاحقة، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة ويتسلمها في تاريخ لاحق. والهدف من وجود هذه السوق يكمن في توفير الحماية من مخاطر تقلبات الأسعار، وهذا ما يشجع المستثمرين على الإقبال على الاستثمار.



## 2-2-2- الأسواق الحاضرة أو الفورية:

تعرف هذه الأسواق بالسوق الحاضرة أو الفورية لأمكانية انتقال حقوق الملكية فوراً من البائع للورقة المالية إلى المشتري لها بعد دفع قيمتها، و استلامها من البائع و بعد أن تم الاتفاق على شراءها (أسهم، سندات، والأوراق التجارية طويلة الأجل)<sup>22</sup>، تنقسم السوق الحاضرة إلى قسمين:

### 2-2-2-1 السوق الأولية (سوق الإصدار)

وهي السوق التي يتم من خلالها توفير راس المال اللازم لإنشاء شركات المساهمة، وذلك عن طريق إصدار أدوات الملكية كالأسهم العادية،<sup>23</sup> وبذلك تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية وبين المكتتب الأول فيها، وبهذا فهي سوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها إلى استثمارات لم تكن موجودة من قبل وتعرف أيضا السوق الأولية بسوق الإصدار وذلك لان الأوراق يتم إصدارها لأول مرة فيها.

عندما ترغب شركة جديدة طرح أسهمها في السوق للاكتتاب العام أو حين تقوم شركة قائمة أصلا بإصدار سندات جديدة أو أسهم، فإن تلك الأسهم والسندات يتم طرحها في بأسلوبين:<sup>24</sup>

- **الأول:** الطرح للتداول العام طرح الإصدارات الجديدة لعامة المستثمرين سواء كانوا مستثمرين أفراد أو شركات ويسمى هذا الإصدار بالطرح العام.

- **الثاني:** الطرح للتداول الخاص أو الدعوى المباشرة إذ يقوم المؤسس أو المستثمر الرئيسي بدعوة بعض الوحدات أو الشركات مثل شركات التأمين، وحدات الضمان الاجتماعي شركات الاستثمار الرأسمالية للمساهمة في شراء الإصدارات الجديدة للشركات حديثة التأسيس.

### - خصائص السوق الأولى: نذكر بعضها فيما يلي:<sup>25</sup>

- المرونة.

- انخفاض الروتين والإجراءات المطولة.

- انخفاض كلفة التداول لعدم شموله بتكاليف التسجيل.

- عدم شموله بعمولات الوسطاء الماليين.

- صعوبة إعادة بيع الأوراق المالية بسبب عدم تسجيلها بالبورصة.

- أساليب تسويق الأوراق المالية في السوق الأولية: يتم تسويق الأوراق المالية في السوق الأولية وفق طريقتين أساسيتين هما:<sup>26</sup>

أسلوب البيع المباشر: يتم بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة في السوق الأولية عن طريق البيع المباشر بأن تتصل شركة الأعمال المصدرة للورقة المالية مباشرة بالمستثمرين والمؤسسات المالية لكي تبيع لها الورقة المالية، أو عن طريق البيع بالمزاد بدعوة المستثمرين للتقدم بعطاءاتهم محددا فيها الكمية المطلوب شراؤها من الأوراق المالية بأسعار الشراء، وفي هذه الحالة قد يكون المستثمرون أفرادا أو مؤسسات ويتم بيع وتسويق الأوراق المالية المصدرة لأول مرة إما من خلال السوق العام المفتوح أو من خلال السوق المغلق أو المحدود.

بواسطة مصرفي الاستثمار: وهو وسيط مالي بين مصدري الأوراق المالية من الشركات وغيرها، وبين المستثمرين، إذ يقوم بضمان تغطية الاكتتاب في هذه الإصدارات من خلال شرائه للأوراق المالية من الشركة بسعر أقل قليلا من سعر البيع حيث يمثل الفرق مقابل المصروفات بالإضافة إلى ربح ضامن الاكتتاب (مصرفي الاستثمار) وعندما يقوم مصرفي الاستثمار بضمان تغطية الاكتتاب في الإصدارات الجديدة فإنه في الواقع يؤدي أربع وظائف أساسية هي:<sup>27</sup>

- توجيه النصح والمشورة: وذلك فيما يتعلق بحجم الإصدار، ومدى ملاءمة توقيتته ووسائل التمويل الأكثر ملاءمة.

- القيام بالإجراءات التنفيذية: وذلك فيما يتعلق بالإصدار الفعلي للأوراق المالية، وما قد يتطلبه ذلك من اتصالات بالجهات المتعلقة بالإصدار.

- التعهد حيث يتعهد بنك الاستثمار بتصريف كل أو حد أدنى من كمية الأوراق المالية المقرر إصدارها. وقد يدفع البنك مقدما للجهة صاحبة الإصدار قيمة الكمية التي تعهد بتصريفها. وفي حالات أخرى قد يقتصر تعهد البنك على بذل أقصى جهد لتصريف الإصدار دون التزامه بتصريف قدر محدد منه وذلك مقابل عمولة، وإذا تبقي جزء لم يتم تصريفه يرد إلى الجهة صاحبة الإصدار.

- التوزيع: وذلك ببيع الأوراق المالية لجمهور المكتتبين أو لعملاء البنك الذين اعتادوا على التعامل معه من خلال نشاط السمسرة الذي يمارسه.

## 2-2-2-2- السوق الثانوية

السوق الثانوية هي سوق المتاجرة في الأوراق المالية يلجا إليها الكثير من المتعاملين لغرض تحقيق المزيد من الأرباح والاستفادة من فروقات الأسعار،<sup>28</sup> وتدعى كذلك سوق التداول، فالسوق الثانوية هي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم في الأوراق المالية، التي يتم إصدارها من قبل السوق الأولية ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية وليس الشركات كما حدث في السوق الأولية. غير أن في المقابل فإن الأسواق الثانوية دور هام وان كان غير مباشر في حركة الاستثمارات للمؤسسات المعنية، لان أي هبوط أو تدهور في نشاط هذه المؤسسات وخاصة بالنسبة لحجم مبيعاتها أو لقيمة أرباحها الموزعة ينعكس على حركة تداول أدواتها، ويؤدي ذلك غالبا إلى انخفاض قيمة هذه الأدوات في السوق الثانوية.

ويمكن تقسيم هذه السوق إلى:

**السوق المنظمة:** وهي سوق تتميز بمحدودية المكان الذي يلتقي فيه المتعاملين لبيع وشراء الأوراق المالية المسجلة دوريا والمنظمة، وفقا لقوانين وقواعد تضعها الجهات الرقابية، تعرف أيضا هذه السوق بالبورصة وتأخذ شكلين:

**السوق المنظمة المركزية:** هي تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية، بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للجهة المصدرة لتلك الأوراق.

**السوق المنظمة المحلية:** هي تلك السوق التي يتعامل فيها بالأوراق المالية للمنشآت الصغيرة، التي تهم المستثمرين في النطاق الجغرافي للسوق أو المناطق القريبة منه.

**السوق الغير منظمة:** سوق الغير منظمة هي سوق تتم فيها المعاملات خارج البورصات أو الأسواق المنظمة، ويطلق عليها اسم السوق الموازية أو سوق المعاملات على المنضدة نسبة للمنضدة المخصصة في السابق لهذا النوع من العمليات على مستوى البنوك التي كانت تتولى الدور الأساسي في عمليات التداول فهذه السوق، في أغلب الأحيان لا تتوفر على مكان محدد لإجراء عمليات التداول، إذ تتم من خلال شبكات اتصالات قوية وسريعة، ويتعامل في هذه السوق أساسا بالأوراق المالية الغير مقيدة في الأسواق المنظمة، بما يوحي أن التاجر أو المتعامل هو صانع سوق الورقة التي يرغب في التعامل فيها.

### السوق الثالث:

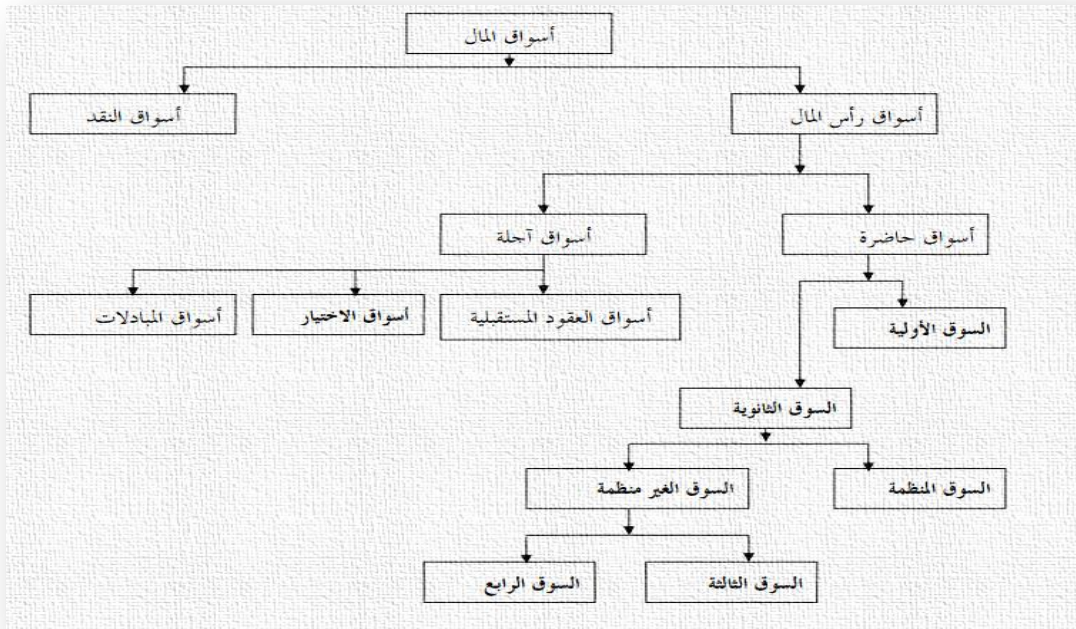
يمثل قطاعا من السوق الغير منظمة اذ تتكون من بيوت السمسرة، غير ان المسجلين في السوق المنظمة، ولهذه البيوت الحق بالمشاركة بالاسهم المسجلة فضلا على الأسهم الغير مسجلة وتلجأ العديد من المؤسسات والشركات التجارية للتعامل بهذه السوق تجنبا للاختناقات الحاصلة في البورصة، والمترتبة عن تنوع التعاملات وكثرتها، فضلا عن انخفاض العمولة على الصفقات المبرمة في هذه السوق، وذلك لان بيوت السمسرة لاتدفع رسوم تسجيل او رسوم عضوية في هذه السوق ، وبرز متعاملها هم شركات التامين صنادق التقاعد وصناديق الاستثمار المشتركة<sup>29</sup>

### السوق الرابع:

وهو يشبه السوق الثالث في كون الصفقات تتم خارج السوق المنظمة، حيث يتمثل هذا السوق في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والافراد الأغنياء، الذين يتعاملون فيها بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة بدون وساطة السماسرة لحد من المعاملات.<sup>30</sup>

وخلاصة لما سبق يمكن تلخيص أشكال الأسواق المالية في الشكل التالي:

### الشكل رقم (02): هيكل السوق المالي



المصدر: من إعداد الباحثة

## المحور الثاني: التأصيل النظري لسوق الأوراق المالية

إذا كانت الأصول التاريخية للأسواق المالية تعود إلى عهود قديمة قدم التعامل بالائتمان، فإن تلك الأسواق تطورت مع تطور العمل المصرفي. ومجيء المصارف التجارية، في القرن الثامن عشر، بدأت تبرز المعالم الأولى لأسواق الأوراق المالية بشكلها الحالي أو ما يعرف بالبورصة.

### أولاً: ماهية سوق الأوراق المالية

#### 1- تعريف سوق الأوراق المالية وخصائصها

يمكن توضيح مفهوم أسواق الأوراق المالية من خلال التعاريف التالية:

- انها عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين، لنوع معين من الأوراق المالية او لأصل مالي معين<sup>31</sup>.

- تعرف باسم البورصة وهي مكان معلوم ومحدد مسبقاً، يجتمع فيه المتعاملون بغرض القيام بعمليات تبادل يبيعاً وشراءً، ويتوافر فيها قدر مناسب من العلانية والشفافية، بحيث تعكس آثارها على جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم، فتتحدد بناء عليها الأسعار سواء صعوداً أو هبوطاً أو ثباتاً، كما يتم من خلالها رصد ومتابعة المتغيرات والمستجدات التي تطرأ على حركة التعامل بسهولة ويسر<sup>32</sup>.

- هو السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات المدرجة في البورصة وفق الشروط التي يحددها قانون او نظام السوق المالي، ويدير عمليات تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع أو الشراء، ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ويشترط التعامل في الأوراق المالية أن تكون تلك الأوراق مسجلة بتلك السوق، وتتم عمليات التداول بطريقة الزيادة العلنية.

إذن فسوق الأوراق المالية هي عبارة عن السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً على نحو يشكل إحدى القنوات الرئيسية التي ينساب عن طريقها المال، من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز من مؤسسات وقطاعات مختلفة، بشكل يساعد على تعبئة المدخرات وتنميتها وهيئتها للمجالات الاستثمارية التي يحتاجها الاقتصاد

من خلال التعريفات السابقة يمكن استنتاج العناصر الأساسية لسوق الأوراق، والتي تتمثل في:

- الأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات تمثل السلعة التي يتم تداولها في السوق؛

- المتعاملون وهم البائعون والمشترون والسماسرة والمؤسسات والهيئات والشركات المرتبطة بعمليات تداول الأوراق المالية؛

- المعلومات وتمثل محركات ومؤشرات اتخاذ قرارات الشراء والبيع او الاحتفاظ بالأوراق؛

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها:<sup>33</sup>

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية؛

- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة؛

- سوق الأوراق المالية يرتبط بالأوراق المالية طويلة الاجل، ويكسب أهمية خاصة في تمويل المشاريع الإنتاجية التي تحتاج الى رؤوس أموال كبيرة على الاجل الطويل؛

- الاستثمار في رؤوس الأموال يعتبر عائداً، ويهتم المستثمرين بالداخل أكثر من اهتمامهم بالسيولة والارباح الموزعة والمخاطرة التي يتعرض لها أصحاب راس المال؛

- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة وبإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة، قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت؛

- الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة وقلها سيولة من الاستثمار في السوق النقدية، لان أدوات الاستثمار فيه طويلة الأجل، مما يحتمل مخاطرة سوقية أو سعرية وتنظيمية مختلفة.

## 2- أهمية سوق الأوراق المالية

تستمد الأسواق المالية أهميتها من وجودها، ومن الدور المتعدد الأوجه والجوانب الذي تقوم به:

- جذب راس المال الفائض غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي، وتحويله من مال عاطل حامل الى رأسمال موظف فعال، فعمليات طرح الأسهم والسندات والصكوك تجذب راس المال وتستوعب مدخرات

الافراد والشركات، وفي الوقت ذاته تدفع المكتنزين الى تحويل مكتنزاتهم الى مدخرات واستثمار وتوظيفها بشكل يحقق عائد مناسب<sup>34</sup>؛

- تمثل سوق الأوراق المالية حلقة اتصال بين جميع الفعاليات الاقتصادية. وتمهد الطريق أمام السلطات النقدية للمزج بين السياستين المالية والنقدية، لجذب رؤوس الأموال الأجنبية؛

- تعد مؤشراً مهماً على حقيقة الوضع الاقتصادي واتجاهات الأسعار ومعدلات الادخار والاستثمار،<sup>35</sup> وتوفر فرص استثمارية لصغار المستثمرين من خلال شراء الأوراق المالية المتمثلة في الأسهم والسندات باستخدام الأموال الفائضة لديه؛

- توفير السيولة فالأسواق المالية تعمل كوسيط يؤدي إلى إعادة توجيه المدخرات نحو الأغراض الاستثمارية، وخلق فرص استثمار جديدة لأنها تمثل مكان التقاء قوى العرض والطلب على تلك الفرص، إضافة الى تسهيل عملية التكوين الرأسمالي بتشجيع الاستثمار في القطاعات المنتجة في الاقتصاد، و تفتيت المخاطر المتضمنة في تلك المشاريع وتشتيتها بواسطة الأسهم والأوراق الأخرى،<sup>36</sup> بالإضافة إلى أنه وعن طريق السوق المالي، يستطيع حملة الأسهم والسندات تحويل ما يملكونه من أوراق مالية إلى سيولة إذا اضطرتهم؛

- تخفيض تكاليف انتقال الأموال بين المتعاملين في السوق توفير الأدوات المالية، التي توفرها الأسواق المالية متعددة ومتباينة في مستوى مخاطرها بما يجعلها تتجاوب مع رغبات أفراد المجتمع غير المتجانسة في تحمل المخاطرة؛

- تشجيع قيام الاستثمارات الكبيرة وهذا الدور من أهم مقومات الاقتصاديات المتطورة، لأن وجود الصناعات الاستخراجية والثقيلة التي تعتمد على أساليب تكنولوجية حديثة ومعقدة تتطلب أحجاماً ضخمة من الأموال، هذه الأموال التي لا يمكن توفرها إلا من خلال تضامن أفراد المجتمع، فبالإضافة إلى كون الأسواق المالية توفر هذه الأموال بجمعها من المدخرين لصالح هذه الاستثمارات، فإنها أيضاً تقوم بتوزيع المخاطر والتي يتعذر تجنبها على أكبر عدد ممكن من المساهمين أو المقرضين.

#### ثانياً: الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية

تعد سوق الاوراق من أهم مؤسسات الوساطة المالية في الاقتصاد المعاصر، وهي تؤدي وظيفة متممة لمؤسسات أخرى كالبنوك التجارية ومؤسسات التأمين وغيرها. ويمكن تلخيص الوظائف الاقتصادية للسوق المالي فيما يلي:

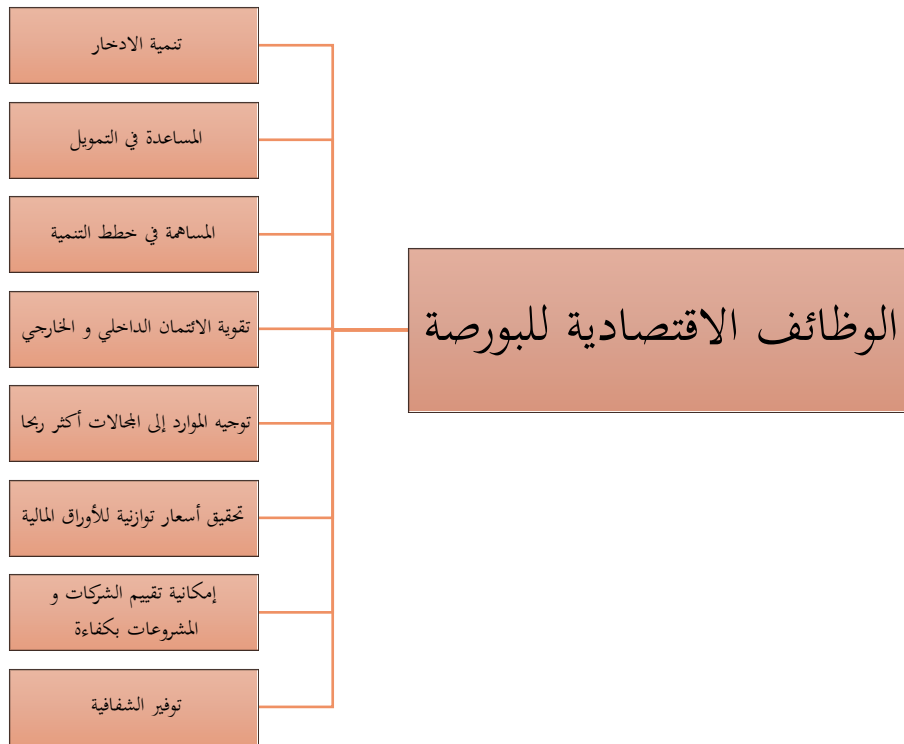


- الوظيفة التمويلية: بما أن البنوك التجارية تعزف عن التمويل طويل الأجل للمشروعات الإنتاجية الكبرى لأسباب متعددة منها: تجنب الآثار التضخمية وغيرها، فالوجهة المفضلة هي التمويل عن طريق الأسواق المالية من خلال إمكانية طرح المنشأة للأوراق المالية والحصول على التمويل اللازم للاستثمار أو التوسع، ويتميز التمويل الذي توفره هذه السوق بأنه تمويل طويل الأجل، كما أن المنشأة غير ملتزمة قانونياً باسترجاع الأدوات المالية التي تصدر من أصحابها، ولكن يقوم صاحب الأداة المالية ببيعها في السوق المالية لطرف آخر؛<sup>37</sup>
- سوق الأوراق المالية مؤشر للحالة الاقتصادية حيث تسهم أسواق الأوراق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، فهي تعد المركز الذي يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الاقتصادي وتسجيلها، والأسعار التي يتم التعامل بها تبني على أساس السعر العام من المبالغ المستثمرة؛<sup>38</sup>
- تشجيع الاستثمار حيث يستطيع المستثمر الحصول على كم من البيانات والمعلومات حول المنشآت التي يرغب في الاكتتاب في أوراقها المالية، هاته المعلومات التي تتعلق بالمنشأة وحجمها ومركزها المالي وحجم التعامل تطور أسعار أوراقها المالية، وبذلك تقلل من تكلفة الحصول على هذه المعلومات من حيث الجهد والوقت والمخاطر؛
- ضرورة سوق مستمرة للأوراق المالية وذلك لإمكان استرداد المستثمر لمدخراته، فالمستثمر يقبل على شراء الأوراق المالية طالما يمكن بيعها في أي وقت واستعادة قيمتها عند الحاجة إليها؛<sup>39</sup>
- تحقيق المواءمة بين تفضيلات المدخرين والمستثمرين، حيث تمنح السوق المالي للمقرضين إمكانية الحصول على عوائد استثماراتهم، وفي المقابل تمنح للمقرضين فرصة الحصول على الموارد المالية اللازمة لنشاطهم، وبالتالي تحقيق ناتج قومي مرتفع للاقتصاد الوطني؛
- تحقيق أسعار توازنه للأوراق المالية: إن نظام عمل سوق راس المال يؤدي إلى تحقيق أسعار عادلة وهذا من خلال قانون العرض والطلب، إذ إن القاء العرض والطلب عند نقطة معينة يؤدي إلى تحقيق سعر التوازن؛
- تقوية الائتمان الداخلي والخارجي حيث إن عمليات البيع والشراء في بورصة الأوراق المالية تعد مظهراً من مظاهر الائتمان الداخلي، فإذا ما ازدادت مظاهر هذا الائتمان ليشمل الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية أصبح من الممكن قبول هذه الأوراق كغطاء لعقد القروض المالية؛<sup>40</sup>
- تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أوراق مالية بصورة سهلة، وتجنب الآثار التضخمية إلى حد بعيد مقارنة بالاستثمار في السوق النقدي؛



- إمكانية تقييم الشركات والمشروعات بكفاءة فان سوق الأوراق المالية تعد أداة لتقييم الشركات، حيث تسهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بواقعها ويتم الحكم عليها بالنجاح او الفشل، وتوفير طريقة لتبادل المعلومات حول فرص الاستثمار الأمر الذي يزيد من كفاءة قرارات المستثمرين؛
- توفير جو المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات بفضل ما يسود السوق المالي من انتظام في التعامل ومعرفة بالأسعار وكبر عدد المتعاملين، مما يؤدي إلى زيادة حجم المبادلات، وبالتالي تحقيق معدل نمو مقبول في النشاط الاقتصادي.

### الشكل رقم (03): الوظائف الاقتصادية للبورصة



المصدر: من إعداد الباحثة

ثالثاً: لجان بورصة الأوراق المالية واهم المتعاملين فيها

1- لجان بورصة الأوراق المالية

1-1 اللجنة العليا لبورصة الاوراق المالية:

تعتبر اللجنة العليا أحد التنظيمات الرئيسية لإدارة البورصة، تتكون من مكتب ولجان فرعية ومجموعة أعضاء يختلف عددهم وطريقة تعيينهم من بورصة لأخرى، واهم المهام الموكلة لها هي:<sup>41</sup>

- الاشراف على سير العمل في البورصة والعمليات الجارية فيها؛
- تنفيذ قوانين واللوائح المنظمة للبورصة، ومراقبة ومتابعة مدى التزام الأعضاء بها؛
- الاشراف على الأسعار كتحديد جدول أسعار الأوراق المالية، والاعلان عنها؛
- قبول السماسرة وشركات السمسرة للعمل لصالح العملاء.

## 1-2 اللجان الفرعية لبورصة الأوراق المالية

تشكل لجان فرعية لتساعد الأولى في تأدية وظيفتها، وتتكون هذه اللجان من ثلاثة على الأقل وتختلف أسماء هذه اللجان من بورصة الى أخرى، الا ان المهام المنوطة بها متشابهة واهم اللجان هم:<sup>42</sup>

- لجنة التأديب
- لجنة التحكيم
- لجنة التسعيرة
- لجنة قيد الأوراق المالية
- لجنة المقاصة
- لجنة المراقبة
- الجمعية العمومية
- لجنة السماسرة

## 1-3 عضوية البورصة: تتكون من الأعضاء المنظمون والأعضاء المرسلون

- الأعضاء المنظمون: وهم البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار والشركات التي تعمل في مجال تسويق الأوراق المالية لحساب عملائهم أو لحسابهم الخاص عن طريق الأعضاء العاملين بالبورصة.
- الأعضاء المرسلون: هم الأعضاء العاملين في بورصات أجنبية ويمارسون نشاطهم في بورصة دولة أخرى عن طريق سمسار وطني مقيد في بورصة هذه الدولة.

## 2- المتعاملون في سوق الأوراق المالية

يمكن تصنيف المتعاملون في سوق الأوراق المالية الى ثلاثة فئات:

**الفئة الأولى:** العرضون للمال، اما على جهة الإقراض المباشر او عن طريق شراء سندات ونحوها، واما على جهة المشاركة في شركات المساهمة عن طريق شراء الأسهم، ويشتمل ذلك الفئات ذات الفائض المالي من الأفراد والمؤسسات التي يزيد دخلها عن احتياجاتها الاستهلاكية والاستثمارية،<sup>43</sup> مثل شركات التأمين - صناديق الادخار والتوفير - صناديق المعاشات - البنوك التجارية- تجمعات التوظيف المشترك التي تكون مانحة لرؤوس الأموال؛

**الفئة الثانية:** الطالبون لرأس المال اما على جهة الاقتراض المباشر او عن طريق اصدار السندات، واما على طلب المشاركة عن طريق اصدار الأسهم، ويشمل ذلك الفئات ذات الاحتياج المالي من الافراد والمؤسسات والبيانات الحكومية<sup>44</sup>

**الفئة الثالثة:** الوسطاء الماليون الرئيسيون: يقوم الوسطاء بدور مهم في البورصة من حيث الالتقاء بين عارضى رؤوس الأموال والطالبيين عليها، وعادة ما يكون الوسيط شخص طبيعي او شخص معنوي، ويقوم الوسيط بحزمة من الاعمال من أهمها:<sup>45</sup>

- اعمال السمسرة؛
- صناعة الأسواق؛
- التعهد بتغطية الإصدارات؛
- العمل على إطالة فترة استحقاق الدين؛
- العمل على تقليل المخاطر والتكاليف التي يتحملها المستثمر.

ويتدخل في البورصة عدد من الأطراف الوسيطة منهم نذكر:<sup>46</sup>

- **وكلاء بيوت السمسرة** وهم سمسرة أعضاء بالبورصة يعملون لحساب بيوت السمسرة الكبيرة لتنفيذ طلباتهم الكبيرة الخاصة بشراء وبيع الأوراق المالية المتداولة في البورصة، ويقوم بمساعدة الأعضاء العاملين بالبورصة فئتان هما المندوب الرئيسي ويعمل موظفا لدى السمسار، أما الفئة الثانية هم الوسطاء كحلقة اتصال بين السمسار والعملاء، يتلقون منهم أوامر الشراء والبيع ويبلغونها للسمسار وتنفيذ الصفقات نيابة عن السمسار بالمقصورة وتحت مسؤوليته؛

- **صانع السوق:** يمكن للوسيط أن يقوم بدور صانع السوق بالبيع والشراء للأوراق المالية وذلك بترخيص لجنة البورصة، ويحق له أن يعمل لصالحه أو لصالح عملائه؛

- المتخصصون: المتخصص هو سمسار مالي، يتدخل في البورصة للتعامل في أوراق مالية محدودة يتم تداولها في مركز واحد؛
- شركات المقاصة والتسوية: تقوم هذه الشركات بدور مكمل لعمل السمسار أو شركة السمسرة، من حيث استكمال العمليات التي قامت بها شركات السمسرة، وتسوية المراكز المالية بين المتعاملين؛
- سمسرة الخصم: وهم نوع من السمسرة التي تقدم خدماتها الإدارية والكتابية الخاصة بإتمام عمليات البيع والشراء، ويعملون من بيوت السمسرة التي تقوم بعمليات حفظ الأوراق المملوكة لعملائها في خزانتها وتحصل عوائدها نيابة عن العملاء في تواريخ استحقاقاتها، فضلا عن اتخاذ قرار الشراء أو البيع المناسب له دون الحاجة للتعامل مع الأعضاء العاملين بالبورصة.
- مكاتب الخدمة الاستشارية: وهذه المكاتب لا تمارس نشاط السمسرة وتسويق الأوراق المالية، ولكنها تساعد في تدعيم كفاءة السوق المالي

#### رابعا: أساس عمليات سوق الأوراق المالية

### 1- عمليات التداول والتسعير في سوق الأوراق المالية

#### 1-1-1 التداول

التداول: تستخدم هذه العبارة للدلالة على التعاملات بالأوراق المالية في السوق بين مختلف المساهمين في السوق المالي والمتعاملين معه،<sup>47</sup> يتم التداول في السوق بطريقتين:<sup>48</sup>

#### 1-1-1-1 الطريقة المباشرة للتداول وتكون وفق الصيغ التالية:

- المناذاة: وهو ان ينادي السمسار بما لديه من عرض او طلب بصوت مرتفع مع ذكر الخصائص، الى ان يجد من يقابله فيما يقدم حاجته من السمسرة في السوق.
- الكتابة وذلك على لوحة العرض والطلب، حيث يقدم السمسرة طلباتهم في بطاقات خاصة الى كاتب المقصورة لتدوينها على اللوحة، ويستمر تلقي العروض الى ان يضرب الجرس الأول لأفعال الجلسة.

## 1-1-2 النظام الآلي للتداول

هو نظام اتصالات بين أطراف التعامل يبدأ بقبول رسائل المتعاملين في شكل أوامر بيع أو شراء وبثها في صورة عروض وطلبات على الشاشة، وينفذها في ظل قواعد أولوية واضحة وتنتهي بتسوية الصفقات المنفذة.

عمليات التداول: يمكن تصنيف عمليات التداول في السوق المالي الى عمليات عاجلة وعمليات آجلة وكما يلي:<sup>49</sup>

- **العمليات العاجلة** وهي عمليات بيع وشراء للأوراق المالية في مدة زمنية لا تتعدى 48 ساعة في أغلب الأسواق المالية، حيث يحتفظ المشتري بتلك الأوراق المالية، ويستفيد من أرباحها ويتحمل خسارتها أيضاً؛
- **العمليات الآجلة** وهي تلك العمليات التي تتضمن شرط التعاقد بين البائع والمشتري، يتفق من خلالها المتعاقدان على مجموعة من الشروط تختلف حسب طبيعة العقد الذي يختلف على حسب طبيعة العملية.

## 1-2 التسعير في البورصة

ان سعر سوق الأوراق المالية هو القيمة التي تبلغها ورقة مالية اثناء احدى الجلسات في السوق المالي، والذي يسجل في لوحة التسعيرة بعد انتهائها، ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي اجتمعت عندها طلبات البيع والشراء للورقة المالية.

يمكن اللجوء الى عدة طرق من اجل تحديد سعر:

- طريقة المناذاة
- طريقة المعارضة
- طريقة التوازن

## 2-أوامر البورصة

### 1-2 تعريف الامر وموصفاته

يعتبر الأمر بمثابة التفويض الذي يمنحه العميل للوسيط المالي في البورصة لأجل تنفيذ العمليات المتعلقة بشراء، أو بيع الأوراق المالية بشروط محددة، ومبينة بوضوح، وعموما هناك معلومات تقليدية في كل أمر وهي:

- اسم الورقة المالية المرغوب الاستثمار فيها.

- عدد الأوراق المراد التعامل بها.
- نوع الصفقة (بيع أو شراء).
- نوع السوق (اجل أو عاجل).
- مدة صلاحية الأمر (يوم، أسبوع، شهر، ...، مفتوح).
- السعر (محدد أو غير محدد).

## 2-2 أنواع الأوامر

تتحدد أنواع الأوامر من خلال تحديد اهم العناصر التي تحكم هذه الأوامر والمتمثلة:<sup>50</sup>

- سعر التنفيذ أي السعر الذي يحدده المستثمر للسماح لتنفيذ الصفقة سواء بيعا او عند الشراء؛
- وقت التنفيذ ويقصد به الفترة الزمنية او التاريخ الذي يسمح لسماح خلالها او بحلوله تنفيذ الصفقة؛
- حجم الطلب: ويقصد به حجم طلبية بيع او شراء الأوراق المالية التي يريدتها المستثمر.

### 2-2-1 الاوامر المحددة لسعر التنفيذ

- الأمر بالسعر المحدد: امر من العميل يحدد للوسيط سعرا او حدا معيننا لسعر الورقة المالية، ويتم تنفيذ الامر بمجرد وصول السعر لهذا الحد قبل جلسة افتتاح البورصة؛
- الأمر بسعر السوق: يعتبر هذا النوع من أوامر البيع والشراء الطريقة الوحيدة لضمان إتمام عملية البيع والشراء بشكل فوري، ولكن بسعر غير معروف الى ان تتم العملية،<sup>51</sup> وبهذا يتم بطلب العميل من الوسيط شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية مهما كان سعر الورقة في السوق، ويختار الوسيط السعر الأفضل لتنفيذه جزئيا على مدى فترة التداول.

### 2-2-2 الأوامر المحددة لوقت التنفيذ

يكون الزمن فيها هو الفيصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها، وتنقسم هذه الأوامر بطبيعتها إلى:<sup>52</sup>

- أمر محدد بيوم: هو الأمر الذي يظل ساريا لما تبقي من ساعات اليوم، فإذا ما تسلم السمسار الأمر في الساعة العاشرة صباحا فإنه يظل ساري المفعول إلي أن تغلق البورصة أبوابها في ذلك اليوم. كقاعدة عامة يعتبر الأمر ليوم واحد ما لم ينص صراحة على غير ذلك، كذلك يعتبر أمر السوق بطبيعته أمرا محدد بيوم واحد طالما أنه لا يحدد سعرا معيننا للتنفيذ.

- أمر محدد بأسبوع أو شهر: هو الأمر الذي ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه، فإذا صدر الأمر يوم الاثنين مثلاً فإنه يظل ساري المفعول حتى نهاية يوم الخميس بالبورصة المصرية ويوم الجمعة في بورصة نيويورك.  
- أمر مفتوح هو الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى تنفيذه أو يقرر المستثمر الغاؤه، ومن عيوب هذا الأمر أنه قد يؤدي طول الفترة التي تنقضي منذ إصداره إلى نسيان المستثمر إصداره لهذا الأمر وحتى إذا ما نبهه السمسار بوجود الأمر فقد لا يكون

### 2-2-3 الأوامر التي تجمع بين السعر ووقت التنفيذ

هي أوامر قد تكون محددة لسعر التنفيذ خلال فترة زمنية معينة أو مفتوح بسعر محدد، وتنقسم هذه الأوامر إلى:<sup>53</sup>

- أمر محدد للسعر خلال فترة معينة: هو أمر يتحدد فيه سعراً معيناً للتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام الصفقة خلال فترة معينة قد تكون يوماً أو شهر أو أكثر.

- أمر مفتوح في حدود سعر معين: هو أمر لا يحدد له فترة معينة للتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي حدده المستثمر أو سعر أفضل منه، ويناسب هذا النوع من الأوامر المستثمر الذي لديه ثقة بأن إعطاء وقت كافٍ للأمر كفيل بتنفيذ الشروط التي يريدها.

2-2-4 الأوامر الخاصة: هي أوامر إما مرتبطة أو مرهنة يسلمها العميل إلى الوسيط لتنفيذ الصفقة، فالأولى تكون مرتبطة إحداها بالآخرى، أي شراء أوراق مالية من جهة وبيع أوراق من جهة أخرى، في نفس البورصة، أما الثانية فتقتضي البيع والشراء من سوقين مختلفين، أي شراء أوراق مالية من سوق منخفض الأسعار وبيع في سوق آخر مرتفع الأسعار، والاستفادة من فارق الأسعار، وغيرها من الأوامر الخاصة التي يرى المستثمر أنه تخدمه.

خلاصة:

يلعب السوق المالية دورا محوريا في تحقيق التنمية الشاملة من خلال تجميع العرضين والطلبين للأموال سواء كانوا أفرادا أو مؤسسات، وتستمد فكرة الأسواق المالية من نظرية آدم سميث الاقتصاد الإنكليزي، والتي تركز على فكرة تقسيم العمل، وتعتمد هذه الفكرة على تقسيم السوق وعلى حجم الإنتاج، مما ينعكس على ذلك البحث عن نوع من التخصص في الإنتاج تبعا للمزايا النسبية، وقد انعكست هذه العلاقة على التطورات المالية وما يترتب على ذلك إيجاد سوق متخصص للأوراق المالية، يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، أو المكان الذي يتم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق، بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة، بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة، ويتم حسب معيار غرض التمويل، ويقسم سوق المال إلى قسمين هما سوق النقد وسوق رأس المال، فسوق النقد هو سوق للاستثمار قصير الآجال لا يتجاوز اجال استحقاق الأدوات المالية فيه سنة واحدة، كما انه يعد مصدرا للتمويل قصير الاجل مثل تمويل راس المال العامل، ولأنه خاص بالتعاملات قصيرة الاجل فهو يتمتع بمزايا كثيرة أهمها الأمان والسيولة، اما السوق المالي هو السوق الذي يتداول فيها أدوات الاستثمار طويلة الأجل التي يزيد أجل استحقاقها عن عام، سواء أوراق ملكية أو ديون.



## هوامش الفصل الأول

- 1 - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية، دار الفكر المعاصر، بيروت، 2002، ص ص 28، 29.
- 2 - أنظر
- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية البورصات، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص ص 31، 32.
- شعبان محمد اسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية، منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، سورية، ص ص 33، 34.
- 3- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص 58.
- 4 - أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007، ص 13.
- 5- محمد مطر، إدارة الاستثمارات، مؤسسة الوراق، الطبعة الثانية، الأردن، 1999، ص 140.
- 6- مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا 2009، ص 31.
- 7- أهري الطيب الفكي، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، الأردن، 2017، ص ص 25، 26.
- 8- الغالي بن إبراهيم وآخرون، الأسواق المالية الدولية: تقييم الأسهم والسندات، دار العلي بن زيد، بسكرة، 2019، ص 37
- 9- مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص 32
- 10- عبد الكريم احمد قندوز، الاسواق المالية، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 21، صندوق النقد العربي، 2021، ص 11.
- 11- عمر عزوي، خيرة الداوي، تأثير العولمة المالية على الاسواق المالية، مجلة دراسات -العدد الاقتصادي - المجلد 3-العدد 2-سبتمبر 2012، ص 132.
- 12 - سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية، دار البيازوري، الأردن، 2010، ص 156.
- 13 - صالح مفتاح، النقود والسياسة النقدية، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005، ص 150.
- 14- عيسى محمد الغزالي، تحليل الأسواق المالية، دوريات جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004، ص 05.
- 15 -مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من المنظور الإسلامي، مركز النشر العلمي، جدة، 2010، ص 25.
- 16 -سعيد بن حسين بن علي المقرني، شهادات الإيداع القابلة للتداول، مجلة المحاسب العربي، العدد الخامس، 2015، ص 02
- 17- دريد كامل آل شيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البيازوري، الاردن، 2009، ص 232.
- 18- امين تمار، واقع وافاق الأسواق المالية في ظل العولمة المالية-دراسة حالة الدول النامية، مجلة الدراسات التجارية والاقتصادية المعاصرة، المجلد 04، العدد 01، 2021، ص 156.
- 19 - عبد الكريم احمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص 11.
- 20- السيدة عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2009، ص 13.
- 21- أحمد بوراس، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002، ص 73.
- 22- عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية، الطبعة الثانية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص 146
- 23 - مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص 08
- 24 - دريد كامل آل شيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص 52.
- 25 - المرجع نفسه.
- 26 - أمين عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص 23-25
- 27 - محمد عبد الله شاهين، أسواق المال بين الأرباح والخسائر العوائد والمخاطر، دار حيمثرا للنشر والتوزيع، القاهرة، 2019، ص 16.
- 28- مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص 08
- 29- حيدر حسين ال طعمة، الأسواق المالية: النشأة، المفهوم، الأدوات، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، 2014 ص 19.
- 30- عماد صلاح سالم، إدارة أزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، بدون دار نشر، مصر، 2002، ص 235.

- 31 - عبد الغفار حنفي، البورصات، أسهم، سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، مصر، 2010، ص 39.
- 32 - مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2014، ص 13.
- 33 - عبد الله غالب، عبد الحفيظ خزان، أسواق الأوراق المالية الناشئة، الوظائف الاقتصادية، خصائصها، واقسامها، مجلة الاجتهاد القضائي، العدد الحادي عشر، 2014، ص 80.
- 34 - جودة صلاح السيد، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مطبعة الاشعاع الفنية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000، ص 15.
- 35 - على سيد اسماعيل، مصادر توفير السيولة في الأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2020، ص 183.
- 36 - المرجع نفسه
- 37 - عبد القادر احمد الصباغ، قيد الأوراق المالية في البورصة دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي، المركز العربي للنشر والتوزيع، مصر، 2018، ص 92.
- 38 - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق، دار النشر للجامعات، مصر، 2009، ص 40.
- 39 - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002، ص 300.
- 40 - محمد شكري الجميل العدوي، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2012، ص 42.
- 41 - شعبان محمد اسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية، منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، مرجع سبق ذكره، ص 51.
- 42 - شعبان محمد اسلام البرواري، مرجع سبق ذكره، ص 52-53.
- 43 - مبارك بن سليمان، احكام التعامل في الأسواق المالية، دار كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، السعودية، 2005، ص 44.
- 44 - المرجع نفسه
- 45 - حسني على خريوش واخرون، الأسواق المالية بورصة الأسهم والسندات المالية، دار زهران للنشر، عمان، 2010، ص 29.
- 46 - صلاح الدين شريط، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دار حميثرا، القاهرة، 2018، ص 41.
- 47 - دريد كامل آل شبيب، ادارة الاستثمارات-تحليل الاستثمارات، الأسواق المالية، المحافظ الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 154.
- 48 - الغالي بن إبراهيم، بن ضيف محمد، مرجع سبق ذكره، ص 134.
- 49 - نوال بوعلام سمر، البورصة والأسواق المالية، دار اليازوري، عمان، 2021، ص 45، 56.
- 50 - محمد محمود الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، عمان، 2005، ص 205.
- 51 - فهد الحولاني، المال والاستثمار في الأسواق المالية، دار الهلال للاؤفس، الطبعة الثانية، الرياض، 2066، ص 113.
- 52 - محمد عبد الله شاهين، اسواق المال بين الأرباح والخسائر العوائد والمخاطر، دار حميثرا للنشر والترجمة، مصر، 2018، ص 26.
- 53 - مرجع سبق ذكره، ص 27.

## الفصل الثاني:

الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية

ومستجداتها

## تمهيد

تعتبر الأوراق المالية من الأدوات الرئيسية التي يتم التعامل بها في السوق المالي، ويطلق لفظ الأوراق المالية على جميع الأوراق والصكوك التي تصدرها الهيئات الحكومية والمؤسسات الخاصة والمالية، فتعطي للشخص الذي يملكها حقا لدى الجهات التي تصدرها، وتتميز بأنها تصدر بالقيمة نفسها على عكس الأوراق التجارية التي غالبا ما تتغير قيمتها.

وتأخذ الأوراق المالية عدة أشكال منها الأسهم السندات، ولكن مع تطور التكنولوجيات المالية، تم استحداث أنواع مختلفة أخرى من الأوراق المالية على راسها الخيارات والمبادلات.

سوف نتطرق في هذا الفصل إلى محورين كما يلي:

### المحور الأول: الأدوات المالية التقليدية وطرق التقييم

أولا: أدوات الملكية

ثانيا: أدوات الدين

ثالثا: مخاطر التعامل بالأوراق المالية

رابعا: تقييم الأوراق المالية

### المحور الثاني: الأدوات المالية الحديثة

أولا: مدخل إلى الهندسة المالية الابتكارات المالية الحديثة

ثانيا: نشأة المشتقات المالية

ثالثا: مفهوم واستخدامات المشتقات المالية

رابعا: أنواع الرئيسية لعقود المشتقات المالية

## المحور الأول: الأدوات المالية التقليدية وطرق التقييم

توفر الأسواق المالية أدوات مالية متنوعة بالنسبة للمستثمر المالي، وحتى يحقق هذا المستثمر ما يطمح إليه من أرباح، وتعتبر بذلك العمود الفقري لهذا السوق وتعاملاته سند قانوني لحامله في أصل رأس ماله (نقدي أو عيني) تجاه جهة الإصدار، ويمكن تقسيم هذه الأدوات إلى أوراق ملكية وأوراق مديونية.

### أولاً: أدوات الملكية

تقوم الشركات خلال نشاطها بإصدار أنواع عدة من الأوراق المالية بهدف الحصول على أموال لتمويل استثماراتها، ومن أهم الأوراق المصدرة نجد أدوات الملكية على غرار الأسهم العادية أو الممتازة التي سوف نتطرق لها في هذه النقطة.

#### 1- مفهوم وخصائص الأسهم

يمكن توضيح مفهوم الأسهم من خلال التعريف التالية:

– إنها عبارة عن صكوك متساوية القيمة غير قابلة للتجزئة وقابلة للتداول بالطرق التجارية، وتمثل حقوق المساهمين في الشركات التي أسهموا في رأس مالها وتحويل له بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة.<sup>54</sup>

– السهم يمثل الحصة التي يقدمها الشريك في رأس مال الشركة كما يطلق السهم على الصك المثبت لهذا الحق.<sup>55</sup>

– أنه صك يمثل حصة في رأس مال المؤسسة فعند تأسيس أي شركة مساهمة فإن رأس مالها يتكون من عدد الحصص المتساوية يسمى كل منهما سهماً، ويحدد المؤسسون في عقد تأسيس المؤسسة ونظامها الأساسي الحد الأقصى لعدد الأسهم التي يمكن للمؤسسة إصدارها والقيمة الاسمية للسهم، ويعرف هذا الحد الأقصى برأس المال المرخص به، ويعطي السهم لحامله الحق في الحصول على توزيعات إذا ما حققت المؤسسة أرباحاً وقررت الإدارة توزيعها كلها أو جزء منها.

فمستنتج من هذه التعريف أن الأسهم عبارة عن مستند يثبت حق صاحب الأسهم في ملكية جزء من رأس مال الشركة، لذلك فهي تمثل الملكية الأصلية في المنشأة، وهي أيضاً أحد الوسائل الرئيسية لتمويل طويل الأجل في المنشأة خاصة رأس المال الدائم، فالشركات المساهمة تعتمد اعتماداً يكاد يكون تاماً على إصدار

## الفصل الثاني: .....الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية ومستجداتها

هذه الأسهم للحصول على رأس المال اللازم لها بصفة دائمة خاصة عند بدء نشاط المؤسسة أو المنشأة، ويتمتع مالكي الأسهم بمجموعة من الحقوق أهمها:

– حق الاستمرار في الشركة، لان المساهم يمتلك أسهما في الشركة فلا يجوز فصله منها ولا تنتزع ملكيته لأسهمه إلا برضاه؛

– حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة: ويمكن هذا الحق المساهم من المشاركة في إدارة الشركة ولكل سهم صوت، أما صاحب السهم الممتاز يكون متعدد الأصوات؛

– حق مراقبة أعمال الشركة بمراجعة ميزانياتها وحساب أرباحها وخسائرها وتقارير مجلس الإدارة وغير ذلك من أمور الشركة؛

– حق المشاركة في الحصول على الأرباح والاحتياطات؛

– حق الأولوية في الاكتتاب إذا قررت الشركة زيادة رأس مالها وطرح أسهم جديدة؛

– حق التنازل عن الأسهم بالبيع أو الهبة أو غير ذلك؛

– حق الحصول على نصيبه من موجودات الشركة عند التصفية

### 2- قيم الأسهم

يمكن التمييز بين عدة قيم للسهم الواحد كما توضحه النقاط التالية:

**1-2 القيمة الاسمية** هي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة، وتدون في شهادة السهم الصادرة للمالكه، ومن مجموع القيم الاسمية لجميع الأسهم يتكون رأس مال الشركة.<sup>56</sup>

ويمكن التوصل إلى هذه القيمة من خلال الصيغة الموالية:

$$\frac{\text{اسمال الشركة}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الاسمية للسهم}$$

**2-2 قيمة الإصدار**: وهي التي يتم الاكتتاب فيها على مستوى السوق الأولية، عند إصدار أسهم جديدة بغرض زيادة رأس مال الشركة أو هدف التوسع في المشاريع المستقبلية، كما يمكن أن ترتفع قيمة الإصدار عن القيمة الاسمية بسعر يعرف بعلاوة الإصدار.<sup>57</sup>

**2-3 القيمة الدفترية** وهي تتمثل في قيمة السهم داخل دفاتر المؤسسة، والتي يمكن الحصول عليها من خلال قسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم المصدرة.

وتشير القيمة الدفترية لقيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة وكقاعدة عامة، فإن القيمة الدفترية

$$\frac{\text{اجمالي حقوق المساهمين}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الدفترية}$$

$$\frac{\text{رأس المال} + \text{الاحتياطيات} + \text{أرباح غير موزعة}}{\text{عدد الأسهم}} = \text{القيمة الدفترية}$$

**2-4 القيمة السوقية** هي القيمة التي يباع بها السهم في السوق، وهي تتغير بحسب العرض والطلب، التي تتأثر بعوامل متعددة ترتبط بوضع الشركة الخاص أو بالوضع الاقتصادي العام.

**2-5 القيمة التصفية:** أنها المبلغ الذي يمكن الحصول عليه من بيع أحد الأصول أو مجموعة من الأصول أو كافة الأصول بمعزل عن المؤسسة والتنظيم الإداري الذي كان تستخدمها، إذ أن في حالة التصفية فإن القيم التي تجلبها هذه الموجودات بعد استبعاد الديون المترتبة على الشركة تدعى القيمة التصفية للشركة،<sup>58</sup> والتي تتمثل في حصة السهم لكل موجودات الشركة، وهذا بعد تسديد الالتزامات وحقوق الدائنين وقروض وأكيد سندات.

### 3-أنواع الأسهم

هناك عدة معايير لتصنيف الأسهم، ومنها:

#### 3-1 تصنيف الأسهم من حيث الشكل:

**3-1-1 السهم الاسمي** هو ذلك السهم الذي يحمل اسم صاحبه، ويقيد فيه البيانات والمعلومات:

- اسم ولقب ووظيفة والعنوان الشخصي للمساهم وكذا جنسيته؛
- بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وهذا لمعرفة مقدار الدين الباقي في ذمة المساهم؛
- نوع الأسهم المملوكة للمساهم، واسم ونوع المؤسسة المصدرة، وكذا عنوانها ورأس مالها؛
- عملية التنازل وتاريخ حدوثها.

**3-1-2 الأسهم لحاملها:** في هذا النوع من الأسهم لا يذكر فيها اسم المساهم وتتداول بالتسليم من يد إلى يد أخرى دون الحاجة إلى إثبات التنازل في دفاتر الشركة، وعلى ذلك فإن حيازة السهم دليل على ملكيته استنادا على القاعدة القانونية،<sup>59</sup> أي بتسليمه باليد وبالتالي يصبح حامل السهم هو المالك في نظر الشركة.

**3-1-3 الأسهم لأمر:** يمكن أن تصدر الشركة أسهم لأمر بشرط أن تدفع قيمتها الاسمية بالكامل كما يتم تداولها بطريقة التظهير مما لا يمكن الشركة من أن تتعقب تداول هذا النوع من الأسهم مما يجعلها لا تستطيع التعرف على المساهم الأخير.

### 3-2 تصنيف الأسهم من حيث نوع الحصة المدفوعة

يمكن تقسيمها إلى:

– **الأسهم النقدية (المالية):** وهذه الأسهم التي تعطي للشريك اذا قدم حصته في راس المال نقدا، وهذه الأسهم فد تكون محررة اذا دفعت قيمتها كلها وقد تكون غير محررة اذا دفعت بعض من قيمتها كالنصف،<sup>60</sup> وعند الاكتتاب يشترط عدم إمكانية تداوله إلا بعد التأسيس النهائي للشركة.

– **الأسهم العينية:** وهي الأسهم التي تعطي للشريك اذا قدم حصته في راس مال الشركة عينا مثل الأراضي أو البضائع أو العقارات،<sup>61</sup> على أن يتم تقدير قيمة الحصة العينية والمصادقة عليها في الجمعية التأسيسية، كما يجب الوفاء بقيمة الأسهم العينية بالكامل عند الاكتتاب.

– **الأسهم المختلطة:** الأسهم المختلطة هي الأسهم التي يتم تسديد جزوا منها نقدا والباقي عينا، وهي بالتالي تمثل رأسمال الشركة ككل.

### 3-2 تصنيف من حيث الحقوق التي يتمتع بها صاحبها

وتنقسم إلى نوعين:

#### 3-2-1 الأسهم العادية

تعرف الأسهم العادية على أنها:

– حقوق الملكية طبقا لمختلف الأنظمة القانونية، وتمثل حق شريك أو حصة شريك أو مساهم في رأسمال شركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم.



- شهادات المشاركة في الأرباح والخسائر، والسهم العادي يوثقه ملكية له قيمة اسمية وقيم أخرى كالمسوقية والإصدار والمحاسبية، الأصل أن تكون الأسهم عادية ويعتبر أصحابها أكثر الأطراف المرتبطة بالمنشأة استفادة في حالة نجاح المنشأة،<sup>62</sup> وفي نفس الوقت أكثر الأطراف تحملا للضرر في حالة فشل المنشأة.

- هناك ثلاثة مزايا رئيسية ترتبط باستخدام الأسهم العادية كمصدر للتمويل طويل الأجل وهي:<sup>63</sup>

- إن الشركة غير ملزمة قانونية بأجراء توزيعات لحملة هذه الأسهم العادية؛

- تمثل هذه الأسهم مصدر دائم للتمويل، إذ لا يجوز لحاملها استرداد قيمتها من الشركة التي أصدرتها؛

- إصدار المزيد من الأسهم العادية يؤدي إلى انخفاض نسبة القروض إلى حقوق الملكية، وهو امر يترتب عليه زيادة القدرة الافتراضية المستقبلية للشركة.

- ويوجد أنواع مستحدثة من الأسهم العادية وهي:<sup>64</sup>

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: ترتبط فيها التوزيعات بكمية الإنتاج أو قيمة الأرباح لقسم معين.

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المحصومة: وهي الأسهم العادية التي يجري فيها خصم التوزيعات من الإيرادات قبل حساب الضريبة.

- الأسهم العادية المضمونة: وهي الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في العودة على الشركة المصدرة بالتعويض إذا ما انخفض سعر أسهمها في السوق خلال فترة معين.

### 3-2-2 الأسهم الممتازة

وبالإضافة إلى الأسهم العادية هناك نوع آخر من الأسهم يمكن إدراجه ضمن أوراق الملكية تعرف

بالأسهم الممتازة، يهدف إصدار المؤسسة لمثل هذه الأسهم إلى زيادة مواردها المتاحة في مرحلة ما.

فبالأسهم الممتازة هي التي تمنح أصحابها حقوقا أعلى مرتبة من الحقوق التي تمنحها الأسهم العادية،

وذلك لتكون حافزا تستقطب الجمهور للاكتتاب؛ عندما تحتاج الشركة لزيادة رأس مالها في ظل ظروف لا

تشجع المدخرين على الاكتتاب،<sup>65</sup> فالسهم الممتاز على انه: أداة مالية هجينة تجمع بين صفات أداة المديونية

السند وأداة الملكية السهم العادي الحق لحامله الحصول على عائد محدد سنويا أما بنسبة من القيمة الاسمية أو

مبلغ محدد بجانب المبلغ المثبت بشهادة السهم تصدر الأسهم الممتازة لسبيين:<sup>66</sup>

أولهما: أن تحتاج الشركة لزيادة رأس مالها، فتصدر هذا النوع من الأسهم لحث الجمهور على الاكتتاب في الأسهم الجديدة، وغالبا ما تكون أعمال الشركة غير مقبولة عند الجمهور، فتلجأ إلى هذا النوع من الأسهم الممتازة ترغيبا للجمهور وحثا لهم على المشاركة.

ثانيهما: تقدم امتيازات لحملة الأسهم القديمة أو بعضهم مكافأة لهم على ما بذلوه في سبيل إنجاح الشركة، وذلك بتحويل أسهمهم العادية إلى أسهم امتياز، مراعاة لهذه المصلحة.

تتميز الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية بما توفره من مزايا خاصة لا يتمتع بها حامل السهم العادي يأتي أهميته في الآتي:<sup>67</sup>

- الأفضلية عند إجراء التوزيعات؛
- الأولوية في الحصول على مستحقاته في حالة تصفية أصول الشركة وبعد سداد الدائنية؛
- إمكانية التحويل إلى أسهم عادية؛
- إمكانية الاستدعاء بواسطة الشركة عندما ترغب ذلك؛
- التمييز في حق التصويت.

يمكن تقسيم الأسهم الممتازة إلى الأنواع التالية:<sup>68</sup>

- أسهم مجمعة للأرباح: وهي الأسهم الممتازة التي تضمن لصاحبها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن السنوات السابقة، التي حققت فيها الشركة أرباح غير أنها لم تقرر توزيعها، ومن ثم فحملة هذا النوع من الأسهم الأسبقية في الحصول على التوزيعات للسنوات السابقة قبل إجراء أي توزيعات على حملة الأسهم العادية.

- أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح: وهي الأسهم التي توفر لحاملها ميزة إضافية الحق الأولوية في توزيع نسبة ثابتة من الأرباح، تتمثل في إعطاء الحق لحاملها في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح التي توزع عليهم.

- الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: وهي الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في تحويلها إلى أسهم عادية بالسعر الاسمي إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، ومن ثم تحقيق مكاسب رأسمالية لحامل هذا النوع من الأسهم الممتازة

- الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: وهي الأسهم التي تعطي مصدرها الحق في استرجاعها من حاملها مقابل دفع قيمتها، وعادة ما يكون ذلك عند ارتفاع أسعارها السوقية.

## ثانيا: أدوات الدين

تمثل السندات من أوراق الدين ومصدرا آخر للتمويل، ومن أهم أبرز الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي سواء تعلق الأمر بالأسواق المنظمة (البورصة) أو الأسواق غير المنظمة.

### 1- مفهوم وخصائص السندات

السند يمثل حصة في ديون الشركة أي أنه اتفاق تعاقدي لمدة معينة وبمبلغ معين بين المقرض والمقترض، يتعهد فيه الأول "المدين" إلى الثاني "حائز السند" بدفع قيمة سند في تاريخ محدد بالإضافة إلى فوائد السند.<sup>69</sup>

وتعرف السندات بانها أدوات مالية طويلة الأجل تثبت دينا على الجهة التي أصدرته سواء أكانت شركة لها ترخيص الادخار العام أو حكومة أو جماعات محلية، مقابل أن يحصل صاحب السند حامله على معدل فائدة ثابت سنوي أو نصف سنوي، فالأصل في السندات أن تكون ذات عائد ثابت وعادة ما يتم سداد قيمتها عند تواريخ محددة<sup>70</sup>

وتشكل السندات الورقة المالية الرئيسية المنطوية تحت هذه فئة أوراق الدين، وتتميز أوراق الدين بثبات العائد المترتب عن الاستثمار فيها، مما يجعلها أقل مخاطرة من أوراق الملكية، وبالرغم من وجود سندات ذات معدلات فائدة متحركة، إلا أن حساب هذه المعدلات يتم على أساس معدل الفائدة وقت الإصدار مما يجعلها تندرج ضمن فئة الأوراق ذات العوائد الثابتة

إن الاستثمار في السندات له العديد من الخصائص، ومنها:<sup>71</sup>

– تدفع الفائدة على السندات سواء حققت الشركة المصدرة للسندات أرباحا أو لم تحقق تدفع الفائدة المستحقة على السندات بنسبة مئوية معينة من القيمة الاسمية يتم تثبيت سعر الفائدة على السندات طيلة حياتها؛

– يمكن إطفاء السندات قبل تاريخ استحقاقها؛

– تتناسب الفائدة عادة تناسباً طردياً مع مدة الاستحقاق؛

– تسدد حقوق حاملي السندات قبل حقوق حاملي الأسهم في حالة الإفلاس الجهة المصدرة للسندات؛

– أهم المخاطر التي تواجه السندات حملة السندات هي تقلب أسعار الفائدة؛

– يمثل السند أداة دين استثمارية ثابتة الأجل.

## 2- أنواع السندات

تتخذ السندات عدة أنواع وذلك من منطلق تعدد المعايير المتخذة في عملية التصنيف، وذلك كما يلي:

### 1-2 أنواع السندات من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها

يمكن تقسيم السندات من حيث تاريخ الوفاء بقيمتها إلى الأقسام الآتية:<sup>72</sup>

– **السندات ذات التاريخ المحدد للوفاء:** وهي السندات التي ينص عند إصدارها على لزوم الوفاء بها في تاريخ محدد، بأن يدفع المصدر القيمة الاسمية للسندات جميعها عند تاريخ الاستحقاق المنصوص عليه في العقد، ولا يحق له إلزام حامل السند قبول الوفاء به قبل هذا التاريخ.

– **السندات التسلسلية:** وهي السندات التي يتفق على لزوم الوفاء بها وفق جدول زمني تضمن تواريخ استحقاق متسلسلة حتى تاريخ الاستحقاق النهائي

– **السندات القابلة للاستدعاء:** وهي السندات التي ينص في عقد الإصدار على حق المصدر في رد قيمتها إلى حاملها قبل تاريخ الاستحقاق، إذا رأت مصلحة لها في ذلك، وإذا لم يكن السند قابلاً للاستدعاء فإن الشركة قد تقوم بتسديد السندات عن طريق شرائها مباشرة من السوق بالسعر السائد، وذلك عند تكون قيمة السند السوقية أقل من قيمته الاسمية.

– **السندات القابلة للتحويل:** وهي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية أو ممتازة بعد مضي مدة محددة، إذا رغب حاملها في ذلك، بحيث يتحول مجرد التحويل من دائن للشركة إلى شريك مساهم، وذلك وفقاً لشروط وقواعد محددة في العقد.

### 2-2 أنواع السندات حسب الجهة المصدرة

– **سندات عامة:** هي السندات التي تصدرها الدولة ومؤسساتها للاكتتاب العام، وتمثل قروضا على عاتق الحكومة، ويتم الحصول عليها من طرف الأفراد أو الهيئات، وذلك بهدف تمويل عمليات التنمية الاقتصادية، أو لتمويل المجهود الحربي، قروض حربية، أو لمواجهة العجز في ميزانها أو لمواجهة التضخم.<sup>73</sup>

– **سندات خاصة:** وهي سندات طويلة الأجل تصدرها مؤسسات الأعمال مع درجة ائتمان قوية جدا، وتعد هذه السندات من أدوات الدين التي تساعد مؤسسات الأعمال في الحصول على الموارد المالية التي تحتاجها.<sup>74</sup>

### 2-3 أنواع السندات من حيث الدخل:

من حيث نوع العوائد المالية التي يجنيها حملة السندات، وتنقسم إلى عدة أقسام، منها:<sup>75</sup>

– **السندات ذات معدل الفائدة الثابت:** وهي السندات التي تحدد فائدتها بنسبة مئوية ثابتة من قيمتها الاسمية، بحيث تدفع هذه الفائدة المحددة بشكل دوري، إلى أن يجل أجل الاستحقاق ويتم الوفاء بالقيمة الاسمية للسند.

– **السندات ذات معدل الفائدة العائم المتغير:** وهي السندات التي لا تحدد فائدتها بنسبة ثابتة، وإنما تتغير هذه النسبة تبعاً لتغير أسعار الفائدة الجارية في السوق، بحيث إذا حل وقت دفع الفائدة، أعطي حامل السند نسبة الفائدة السائدة في ذلك الوقت.

– **السندات التي لا تحمل معدلاً للفائدة (السندات ذات الكوبون الصفري):** وهي السندات التي تباع بخخص من قيمتها الاسمية، فلا تحمل معدلاً للفائدة كغيرها من السندات، وإنما يمثل الفرق بين قيمتها الاسمية التي يقبضها المشتري عند تاريخ الاستحقاق، وبين السعر الذي اشتراها به، الفائدة الحقيقية على القرض، وذلك أنها تباع عند الإصدار بسعر يقل عن القيمة الاسمية المدونة عليها، ولا يلتزم مصدرها إلا بدفع تلك القيمة عندما يجل أجل استحقاقها.

– **سندات الدخل** وهي السندات التي يرتبط دفع فوائدها السنوية بتحقيق الشركة أرباحها في تلك السنة، بحيث لا يحق لحملتها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تحقق فيها الشركة أرباحها كافية، إلا أنه قد ينص في عقد الإصدار على دفع فوائد السنوات التي لم تتحقق فيها أرباح من أرباح السنوات اللاحقة.

– **السندات المشاركة:** وهي السندات التي تعطي حاملها الحق في جزء من أرباح الشركة عندما تصل إلى معدل معين، إضافة إلى الفوائد الدورية.

## 2-4 أنواع السندات من حيث الإصدار

من حيث الإصدار نجد هناك<sup>76</sup>:

– **السند الاسمي:** وهو السند الذي يحمل اسم صاحبه وبالتالي فهو قابل للتداول

– **السند لحامله:** لا يحمل اسم صاحبه، وهو بذلك قابل للتداول وتنتقل ملكيته بالبيع أو الشراء أو التنازل.

## 2-5 أنواع السندات من حيث الجنسية

– **سندات محلية:** وهي التي تصدر محلياً من طرف المؤسسات الوطنية والحكومة

– **سندات أجنبية:** تصدرها مؤسسات وطنية لصالح مقترضين أجانب

- سندات دولية: تصدر في بلد ما ولكن بعملة أجنبية وليس بالعملة المحلية يجري تداولها في مختلف الأسواق المالية

## 2-6 أنواع السندات من حيث القابلية للتحويل

تعتبر قابلية التحويل ميزة للمستثمر وهي عكس القابلية للاستدعاء، والتي تعتبر ميزة للمصدر، وتميز بين نوعين:<sup>77</sup>

- سندات قابلة للتحويل: وهي السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية أو ممتازة بعد مدة محددة، إذا رغب حاملها في ذلك، بحيث يتحول بمجرد التحويل من دائن للشركة إلى شريك مساهم، وذلك وفقاً لشروط وقواعد محددة في العقد.

- سندات غير قابلة للتحويل: وهي سندات لا يحق لصاحبها المطالبة باستبدالها بأسهم عادية

### ثالثاً: مخاطر التعامل بالأوراق المالية

المخاطرة بالنسبة لاستثمار معين تشير إلى التقلبات المحتملة في العائد من ذلك الاستثمار، وتأتي من عدة مصادر وهذه المصادر تحدد المخاطر الفرعية والتي تشكل في مجموعها المخاطر الكلية، ويجب على المستثمر أن يعرف المخاطر المصاحبة لمختلف أنواع الاستثمار كالأوراق المالية، والتي تختلف حسب نوع الورقة المالية.

#### 1- مخاطر التعامل بالأسهم

اهم هذه المخاطر نجد:

##### 1-1 مخاطر الإدارة:

هي ذلك الجزء من مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية والذي يرجع إلى قرارات القائمين على إدارة الشركة المصدرة لهذه الأوراق، وتعتبر إدارة الشركة مصدراً للمخاطرة نظراً للقرارات الخاطئة التي قد تتخذها أو المواقف السلبية التي قد تلجأ، ومن أهم الأمثلة نجد:<sup>78</sup>

- عدم الاحتياط للأحداث الغير المتوقعة؛

- تقادم المنتجات وعدم تجديدها؛

- الارتباط بعميل واحد أو سوق واحد أو مورد واحدة.

## 2-1 مخاطر الإفلاس:

تنشأ عن عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها تجاه الغير، نتيجة للتغير في سلامة المركز المالي لها عند تنفيذ اقتراح استثماري أو توسيع نشاطها، وهذا ما ينعكس في النهاية على القيمة السوقية لأوراقها المالية وتمكن مخاطر الإفلاس بالنسبة للأسهم في أن المساهمين لا يحصلون على مستحقاتهم إلا بعد وفاء جميع الدائنين حقوقهم، ويمكن أن لا يبقى بعد التصفية يكفي لاسترداد أموالهم.

## 3-1 مخاطر الصناعة:

هي تلك المخاطر التي تنتج عن ظروف وعوامل خاصة بقطاع معين أو صناعة معينة، دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع، ومن أمثلة هذه المخاطر الإضرابات العمالية في قطاع معين وظهور قوانين تمس الصناعة مثل قانون حماية البيئة من التلوث التي تؤثر على العديد من الصناعات أو زيادة الضرائب على صناعة معينة، ومن بين المخاطر تغير أذواق المستهلكين أو ظهور اختراعات جديدة تؤدي إلى تحول المستهلكين.<sup>79</sup>

## 2- مخاطر التعامل بالسندات

رغم المزايا المتعددة التي تضمنها عملية الاستثمار في السندات، ودرجة الأمان التي توفرها كأوراق مالية، إلا أن المستثمر في السندات يتعرض إلى جملة من المخاطر التي تؤدي إلى خسارته، وأهم الخاطر التي يتعرض إليها ما يلي:

– مخاطر سعر الفائدة: تشير مخاطر سعر الفائدة إلى إمكانية انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية كنتيجة لتغير أسعار الفائدة السائدة في السوق، وتجدر الإشارة هنا إلى أن مخاطر أسعار الفائدة تنعكس على السندات أكثر من انعكاسها على أي نوع آخر من الأوراق المالية، ويرجع ذلك أن السند يحمل سعر فائدة ثابت وتطول فترة الاستحقاق وتنعكس مخاطر أسعار الفائدة في نقص أو الزيادة في سعر السند في السوق، كنتيجة لتغير أسعار الفائدة السائدة<sup>80</sup>

– مخاطر السيولة: تفتقر السندات إلى خاصية السيولة خاصة إذا كانت طويلة الأجل، فان المستثمر يتعرض إلى مخاطر السيولة الناتجة عن الهبوط الذي يحصل في القوة الشرائية للعملة بفعل التضخم، حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن القيمة الاسمية التي يصدر بها، وكلما طال اجل السند زادت المخاطر.

– مخاطر الائتمان: وهي عدم مقدرة مصدر السندات على الوفاء بالتزامه اتجاه حملة السندات في الوقت المحدد، من حيث سداد الفوائد أو الكوبونات أو القيمة الاسمية، اصل المبلغ المقترض في حالة الإفلاس أو تحقيق خسارة فادحة.

– مخاطر التضخم: إن الارتفاع العام للأسعار يعرف بالتضخم، ويرجع سبب هذا الارتفاع أما إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج أو إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات المعروضة وعائدات تكون الاستثمارات ذات الدخل الثابت مثل السندات بل حتى الأسهم الممتازة أكثر تأثيراً بهذه المخاطر من غيرها من الاستثمارات<sup>81</sup>، فإذا ارتفعت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار تنخفض بما يؤدي إلى انخفاض المعدل الحقيقي للعائد على الاستثمار عن المعدل الاسمي لهذا العائد.

#### رابعاً: تقييم الأوراق المالية

نتناول في هذه النقطة كل من تقييم الأسهم والسندات:<sup>82</sup>

#### 1- معايير تقييم الأسهم

يزخر الأدب المالي بالعديد من المعايير المعتمدة في تحليل الأسهم بغرض تقييمها. وتجدد الإشارة مقدماً إلى أن الركون إلى معيار دون غيره إنما يحكمه سلوك متخذ قرار الاستثمار، ونمطه فيما إذا كان مستثمراً مغامراً أو متحفظاً.

ومن أشهر المعايير المعتمدة، ما يأتي:

#### 1-1 عائد السهم (EPS) Earning Per Share

ويستخدم هذا المؤشر للتعرف على ربحية السهم، أي بمعنى الإيراد السنوي (العائد) للسهم ويحسب هذا المؤشر كالآتي:

$$\text{EPS} = \frac{\text{(صافي الربح بعد الضريبة - توزيعات الأسهم)}}{\text{المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية}}$$

وسيميل المستثمر عادة إلى شراء الأسهم ذات العائد الأعلى ويتعد عن الأسهم ذات الربحية المنخفضة، وهذا هو حال المستثمر المتحفظ.



### 1-2 حصة السهم العادي من التوزيعات (DPS)

يستخدم هذا المؤشر في تحديد حصة السهم من توزيعات الأرباح، بمعنى الأرباح المستلمة فعلاً من السهم الواحد، إذ قد يحصل أن يترتب للسهم عائداً معيناً قد يتخذ قرار بتوزيع جزء من هذا العائد والاحتفاظ بالجزء الآخر الأغراض تتعلق بسياسات الشركة (المشروع)، ويحتسب هذا المؤشر كالاتي:

$$\text{DPS} = \frac{\text{توزيعات الأرباح المعلن عنها} - \text{توزيعات الأسهم}}{\text{عدد الأسهم المسجلة في سجلات الشركة}}$$

وإذا كان المستثمر مهتماً بالجانب النقدي وبمقدار النقود المستلمة سيميل إلى تفضيل الأسهم ذات الحصة العالية من توزيعات الأرباح وبيتعد عن الأسهم ذات التوزيعات القليلة حتى وإن كان عائدها مرتفع.

### 1-3 مردود السهم العادي (VPS)

يعكس هذا المؤشر تكلفة الفرصة البديلة في الاستمرار بالاحتفاظ بالسهم أو بيعه والتحول إلى فرص استثمارية أخرى. ويحتسب هذا المؤشر وفق الصيغة الآتية:

$$\text{YPS} = \frac{\text{حصة السهم العادي من التوزيعات (DPS)}}{\text{السعر السوقي}}$$

وعادة ما يقارن المردود مع سعر الفائدة السائد في السوق، فإذا كان المردود أعلى من سعر الفائدة يصبح الاحتفاظ بالسهم أو اقتنائه ذو جدوى. أما إذا كان المردود أقل من سعر الفائدة فإنه من الأفضل الابتعاد عن هكذا أسهم وإذا كان المستثمر محتفظاً بعدد منها فسيكون الأفضل له التخلص منها بالبيع والبحث عن أسهم غيرها مردودها أعلى من سعر الفائدة.

## 1-4 مضاعف سعر السهم العادي (PER)

يستخدم هذا المؤشر لتقييم التغيرات في الأسعار السوقية للسهم، مما يفيد في التنبؤ بحركة الأسعار. وعادة توجد نسبة معيارية للسوق. وكلما ابتعد المضاعف بالزيادة عن هذه النسبة كلما كان ذلك دليلاً على احتمال هبوط حاد في سعر السهم والعكس صحيح. ويحتسب المضاعف وفق الصيغة الآتية:

$$\frac{\text{السعر السوقي}}{\text{عائد السهم (EPS)}} = \text{مضاعف سعر السهم العادي (PER)}$$

أو

$$\frac{\text{السعر السوقي}}{\text{حصصة السهم العادي من التوزيعات (DPS)}} = \text{مضاعف سعر السهم العادي (PER)}$$

## 2-تقييم السندات

تختلف المعايير المعتمدة في تقييم السندات عن تلك المستخدمة في تقييم الأسهم وذلك بسبب اختلاف طبيعة الأداة الاستثمارية، فالسهم يعد بمثابة أداة ملكية، بينما السند يعد أداة دين هذا من جهة ومن جهة ثانية تتوقف عوائد الأسهم على الأرباح التي تحققها الشركة المصدرة وعلى سياسة توزيع الأرباح وعلى أوضاع السوق المالي، بينما عوائد السندات لا تعتمد بشكل مباشر على نتيجة أعمال الشركة.

ونستعرض في أدناه عدد من المعايير المعتمدة في تقييم السندات:

## 2-1 كوبون السند (BC)

ويعبر عن الإيراد أو الدخل السنوي الذي يحققه المستثمر من السند. إذا اشترى مستثمراً سنداً قيمته الأسمية (1000) ديناراً بمعدل (10)، فهذا يعني أن الكوبون السنوي للسند يعادله (100) ديناراً، وقد يسدد الكوبون لحامل السند إما على أساس سنوي أو نصف سنوي.

## 2 ريع (مردود) السند (BY) Bond Yield

يستخدم هذا المؤشر لتقييم ربحية السند بالمقارنة مع ربحية الخيارات الاستثمارية الأخرى، وذلك ضمن مفهوم (إطار) كلفة الفرصة البديلة. ويقاس ريع السند بعدة صور وكالاتي:

### المردود أو الربح الاسمي (NY)

ويمثل الدخل السنوي منسوباً لقيمته الاسمية، وهو في حقيقته سرعة السند. ويحتسب كآتي:

$$\frac{\text{الكوبون السنوي للسند}}{\text{القيمة الاسمية للسند}} = \text{المردود أو الربح الاسمي (NY)}$$

### المردود أو الربح الجاري (CY)

ويمثل الكوبون السنوي منسوباً لقيمته السوقية، وحسب الآتي:

$$\frac{\text{الكوبون السنوي للسند}}{\text{القيمة السوقية للسند}} = \text{المردود أو الربح الجاري (CY)}$$

### المردود المتوقع للسند (PY) Promised Yield

ويعد من المؤشرات المهمة في تقييم ربحية السندات، حيث أنه يأخذ بعين التدفقات المتوقعة من السند. وتمثل التدفقات في الدخل السنوي الاعتبار جميع الذي سيحصل عليه حامل السند بافتراض أنه سيحتفظ به لحين استحقاقه مضافاً إليه القيمة المستردة للسند بتاريخ الاستحقاق والتي يمكن أن تكون القيمة الاسمية أو غيرها ويطلق عليه البعض مصطلح العائد لحين الاستحقاق وهو يمثل معدل الخصم الذي لو تم بموجبه خصم جميع التدفقات النقدية المتوقعة من السند لكانت القيمة الحالية مساوية للسعر السوقي للسند بتاريخ الخصم.

ويحتسب المردود المتوقع بطريقتين بحسب سلوك حامل السند، لكن الطريقة الأكثر شهرة هي في حالة

رغبة المستثمر الاحتفاظ بالسند لحين الاستحقاق فإن المردود يتحدد حسب الصيغة الآتية:

$$Y = \frac{c + (p - \frac{v}{n})}{(p + \frac{v}{2})}$$

حيث أن

Y: المردود المتوقع للسند.

C: كوبون السند.

P: القيمة المستردة للسند القيمة الاستهلاكية).

V: سعر شراء السند.

n : أجل السند.

أما الطريقة الثانية في حالة رغبة المستثمر الاحتفاظ بالسند لحين الاستحقاق وإن الكوبون المحصل من السند سيعاد استثماره بعائد متوقع يعادل تماماً المردود المتوقع للسند. فإنه وفقاً لهذه الطريقة فإن العائد المتوقع يحدد بطريقة التجربة والخطأ والتي تقوم على ما يعرف بمفهوم معدل العائد الداخلي IRR

### 2-3 عائد الاحتفاظ بالسند (HPR)

يعبر هذا المؤشر عن العائد على الاستثمار السنوي الذي يحققه المستثمر في السندات من خلال الدخل السنوي (الكوبون) والتقلب الحاصل في سعر السند السوقي. ولهذا فإن المؤشر يحتسب وفق الصيغة الآتية:

$$\text{عائد الاحتفاظ بالسند (HPR)} = \frac{\text{القيمة الاجمالية للدخل من جميع المصادر}}{\text{سعر شراء السند}}$$

### المحور الثاني: الأدوات المالية الحديثة

تعتبر الهندسة المالية وما انجر عنها التوليفة التي تجمع بين العلوم الاقتصادية وتكنولوجيا الاتصالات، حيث انعكست على أسواق المال في العالم المعاصر مع عصر العولمة، مما أنتج تغيرات عميقة تبلورت في الثورة الحادثة في عالمي الاستثمار والتمويل وإلى ابتكار أدوات استثمارية جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة، حيث ساهمت بنقل وتوزيع المخاطر.

### أولاً: مدخل إلى الهندسة المالية (الابتكارات المالية الحديثة)

حسب الجمعية الدولية للمهندسين المالية تتضمن الهندسة المالية التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية، لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة ولاستغلال الفرص المالية، ومن هذا المنطلق فهي ليست أداة بل هي المهنة التي تستعمل الأدوات وذلك للتعامل مع منتجات مالية جديدة ومحسنة من خلال التصميم المبتكر أو إعادة تهجين الأدوات المالية الحالية.

وهناك عدة عوامل ساعدت على انتشار الهندسة المالية منها:<sup>83</sup>

– الرغبة في إدارة المخاطر؛

– الاستفادة من المزايا النسبية عن طريق الأوراق المالية التي تخفض الحجم الكلي للضرائب المدفوعة من قبل الشركة؛

– تخفيض تكاليف الإصدار والوكالة؛

– التقدم التكنولوجي سببا رئيسيا في انتشار الهندسة المالية

– انفتاح الاقتصاديات الدول السائرة في طريق النمو على التجارة الدولية، أدى إلى اتساع الأسواق وزيادة الطلب على التمويل الدولي لأنشطة التجارة والاستثمار.

رغم مرور أكثر من ربع قرن على التعامل بأدوات الهندسة المالية، إلا أن المختصون والمتعاملون لا زالوا ينقسمون وبصورة واضحة إلى فريقين متعاكسين، ففي حين يصر الفريق الأول على الحذر من التعامل بعهده الأدوات الجديدة وعدم التعامل بها إطلاقا بسبب المخاطر الكبيرة التي تصاحبها، أما الفريق الآخر أكثر تفاؤلا حيث يرى بأن هذه التقنية من خلال ما توفره من أدوات تعد مفتاحا لحل العديد من المشاكل، ومن أبرز هذه الفوائد نذكر ما يلي: <sup>84</sup>

– أن التعامل بأدوات الهندسة المالية يكزن أقل تكلفة من التعامل بالموجودات الأساسية كالأسهم والسندات؛  
– يمكن للمؤسسات المالية والمصرفية والمستثمرين عموما التحوط من المخاطر المحتملة، وذلك باستخدام أموال أقل مما لو اشترت موجودات نظهر في الميزانية؛

– تقليل التكاليف للمصدرين والمستثمرين وترفع من العوائد وتوسع مجموعة بدائل التمويل، والاستثمار ونقلل مخاطر الخسارة إذا ما أحسنت إدارة مخاطرها؛

– تدعيم الخدمات التي تقدمها المؤسسات المالية والمصرفية لزيائنها ونساهم في بناء محافظ مالية أكثر تنوعا.  
– ومن خلال ما سبق يمكن تعريف الهندسة المالية بأنها عملية القيام أو تصميم أو تطوير أدوات مالية أو استحداث أدوات جديدة، قصد التغلب على مشكل التمويل، لذلك نجد أن أدوات الهندسة المالية المبتكرة وعلى رأسها المشتقات المالية تشمل النقاط التالية:

– ابتكار أدوات مالية جديدة؛

– ابتكار أدوات تمويلية جديدة؛

– ابتكار حلول جديدة؛

– تطوير واشتقاق الأدوات والحلول القائمة.

### ثانيا: نشأة المشتقات المالية

يعود تاريخ نشأت المشتقات المالية لقرون ماضية وهي الآن تستخدم على نطاق واسع عن طريق الشركات المساهمة العامة والمؤسسات المالية والمستثمرين المحترفين والأفراد، وهناك أنواع معينة من المشتقات يتم تداولها بنشاط في الأسواق العامة بشكل يتشابه مع تداول الأسهم في الأسواق المالية، ومع ذلك فإن معظم المشتقات يتم خلقها في صفقات خاصة داخل الأسواق الغير منظمة ويتم تداولها بعد ذلك في الأسواق المنظمة<sup>85</sup>

والانطلاقة الفعلية لسوق المشتقات كانت سنة 1970 في الولايات المتحدة الأمريكية، ومن أهم أسواق المشتقات التي استحدثت آنذاك سوق اللوحة التجارية لشيكاجو وسوق التجاري للتبادل لشيكاجو، لتظهر بعدها أسواق أخرى في أوروبا مثل سوق لندن للمشتقات المالية سنة 1980، والسوق الفرنسي للمشتقات المالية في سنة 1986، حيث أصبحت المشتقات ميزة الأسواق، لما توفره من فرص للمضاربة وتقليل أخطار الصرف ومعدل الفائدة، بالإضافة إلى تجنب القوانين التنظيمية، على غرار الاحتياطي المفروض على الودائع، وكذلك التطور التكنولوجي الذي أدى إلى تطوير التقنيات، والأساليب الفنية لتقييم الخدمات المالية.

### ثالثا: مفهوم واستخدامات المشتقات المالية

أدى ظهور الهندسة المالية إلى تطوير التفكير الاستراتيجي للمؤسسات المالية والمصرفية وجعل الأسواق المالية تعمل بطريقة أكثر كفاءة، فهي تمتلك القدرة على تطوير مجموعة من الأدوات المالية الجديدة والتي تعمل على زيادة العائد بأقل تكلفة وأدنى مخاطرة أي إدارة المخاطر بأفضل صورة ممكنة<sup>86</sup>

#### 1- مفهوم وأهمية المشتقات المالية

تعرف المشتقات المالية أنها أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر أو سلعة، والتي من خلالها يمكن شراء أو بيع المخاطر المالية في الأسواق، أما قيمة الأداة المشتقة فأنها تتوقف على أسعار الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض، وتشتمل إدارة المخاطر والتحوط والمراجحة في الأسواق والمضاربة،

من خلال هذا التعريف فإن المشتقات المالية تعرف حسب مصدر اشتقاقها ترتبط في هذا النوع من الأوراق بأصل مادي (سلع، مواد أولية...) أو بأصل مالي (أسهم، سندات...) أو بأصل صوري (مؤشرات البورصة، مؤشرات الأسعار...)، بحيث يتغير سعر الورقة بتغير سعر الأصل.

أما من الناحية المحاسبية تعتبر المشتقات المالية من الأدوات التي تصنف على أنها خارج الميزانية، حيث لا يترتب عنها تدفق نقدي آني أو يترتب عنها تدفق نقدي ضئيل نسبياً، فهي بذلك عكس الأدوات المالية التي تصنف داخل الميزانية التي يترتب عن حيازتها تدفق نقدي مقابل حيازتها، فضلاً عن مصاريف الإطفاء وغيرها.<sup>87</sup>

فالمشتقات المالية تكون بمثابة عقود بين المشتري والبائع وتعمل بيوت المقاصة على ضمان تنفيذ تلك العقود، ويجري تداول المشتقات المالية في أسواق متخصصة تعرف بأسواق المشتقات المالية، يتم تبادل المشتقات في نوعين من الأسواق المالية هما:<sup>88</sup>

– الأسواق المنظمة التي تتسم بتنظيم وتوحيد شروط التعامل في العقود من ذلك الشروط المتعلقة بالتسليم وطرق التسوية والحدود الدنيا والقصوى، لعدد العقود الممكن حيازتها من طرف عميل واحد لكل نوع من أنواع الأصول، كما يتولى إدارة السوق ومعاملاتها جهة نظامية العقود والمعاملات التي تتم في السوق، بيت التسوية التي تسهر على تنظيم وضمناً سيولة العقود وتضمن تغطية مخاطر أطراف التعاقد؛

– الأسواق الغير منظمة: وتتم معاملاتها بشكل مباشر بين المتعاملين من دون غرفة مقاصة، ومن حيث الحجم فهي أكبر بكثير من الأسواق المنظمة، فالعقود والمعاملات التي تتم في السوق غير المنظمة ليست نمطية ولا موحدة.

- للمشتقات المالية أهمية اقتصادية تكمن في:
- توفر المشتقات المالية للمستثمرين فرصاً كبيرة لجني الأرباح من خلال الاستفادة من مزايا الرفع المالي؛
- تتميز بعض عقود المشتقات المالية بدرجة عالية من السيولة؛
- تعمل المشتقات المالية كغطاء التامين من حيث تقليل المخاطر، وذلك من خلال توفير الحماية منها؛
- تعتبر عقود المشتقات المالية أداة للتنبؤ بالأسعار المتوقعة؛
- تتيح عقود المشتقات المالية لطرفي العقد فضل الفرص لتخطيط التدفقات النقدية المستقبلية بدقة؛
- تمتاز عقود المشتقات المالية بسرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية؛

- تسمح عقود المشتقات المالية بتأمين أفضل الفرص للمضاربة والاستفادة من تقلبات أسعار السوق لهذه لمشتقات؛

- تساهم عقود المشتقات المالية في تيسير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد.

## 2- استخدامات المشتقات المالية

أهم استخدامات المشتقات المالية هي:<sup>89</sup>

- إدارة المخاطر: فالمشتقات المالية أدوات لتخفيف حدة المخاطر التي تعرض لها المتعاقدون، فالمزارع الذي يبيع المحاصيل الزراعية يدخل بعقد مشتق بغرض الحصول على قيمة مستقبلية تضمن له الحماية من مخاطر انخفاض سعرها؛

- المضاربة: تعتبر هذه الأدوات وسيلة للمراهنة وتكون مصممة لتتلاءم مع مختلف الأصول على سبيل المثال كمرهن المضاربة على قيمة مؤشر معينة ما بين قيمتين لمدة زمنية معينة؛

- تقليل تكاليف المعاملات فعندما يرغب مدير أحد الصناديق الاستثمارية ببيع أسهم وشراء سندات، فهذا يستلزم دفع رسوم إلى السماسرة إضافة إلى دفع التكاليف التجارية، لكن في حال قام بالتجارة بالمشتقات فإنه سيحقق نفس الأهداف لكن بتكاليف اقل؛

- المراجعة وتستخدم للالتفاف على القيود التنظيمية للضرائب وقواعد المحاسبة، وتعتمد بشكل أساسي على فروقات الأسعار بين الأسواق العالمية.

## رابعاً: أنواع الرئيسية لعقود المشتقات المالية

أهم أنواع عقود المشتقات هي:

### 1- عقود اختيارية (عقود الخيار)

الاختيار option هي كلمة مشتقة من "optio" اللاتينية التي تعني الحق وليس الالتزام، ومن الفعل optore الذي يعني القدرة أو حرية الاختيار، وعقود الخيارات تمثل أحد الأدوات المالية الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها كمخاطر تغير سعر الأوراق المالية التي بحوزته،<sup>90</sup> الخيار هو عقد يمكن حامله من شراء أو بيع أصل معين - اسهم أو عملة أجنبية - بسعر محدد بتاريخ مستقبلي، فإذا كان الخيار يحمل ويعطي لصاحبه حق الشراء يسمى خيار الشراء، أما إذا كان يعطي لحامله حق البيع سمي



خيار البيع، وعلى هذا الأساس فإنه اتفاق ما بين طرفين في السوق المالية للتعامل بسعر محدد لأصل مالي في تاريخ لاحق، دون الزام بالتنفيذ للطرف الذي تحمل تكلفة القيام بالعقد.

ولعقود الخيار طرق تنفيذها أهمها:<sup>91</sup>

– الأسلوب الأمريكي: بموجب الأسلوب الأمريكي فإن العقد يعطي مشتري حق الاختبار الحق في شراء أو بيع أوراق مالية بالسعر المتفق عليه في أي وقت، خلال الفترة الممتدة منذ إبرام العقد حتى التاريخ المحدد لانتهائه؛

– الأسلوب الأوروبي: بموجب هذا الأسلوب فإن العقد يعطي مشتري حق الاختيار الحق في شراء أو بيع أوراق مالية السعر المتفق عليه إلا أن التنفيذ لا يتم إلا في تاريخ الاستحقاق فقط.

– ولعقود الاختيار أنواع هي:

– حق اختيار الشراء option call: هو عقد بين طرفين أو فيه يمنح محرر العقد للمشتري الحق في الاختيار بين شراء الأصل أو عدم شرائه، وذلك في تاريخ مستقبلي محدد، وبسعر يحدد مسبقا في العقد ومقابل منح هذا الحق يحصل المحرر على مبلغ (العلاوة أو المكافأة) من المشتري.

– حق اختيار البيع put option: من خلاله يمنح المحرر للمشتري الحق في الاختيار بين بيع أصل معين أو عدم بيعه، وذلك في تاريخ مستقبلي بسعر محددان مسبقا في العقد ومقابل هذا الحق يحصل المحرر على مكافأة من المشتري.

– الضمانات: وهي عقود اختيار شراء تصدرها الشركات على أسهمها وعادة ما تكون مدتها الزمنية طويلة مقارنة بعقود الاختيار الأخرى

## 2- العقود المستقبلية Futures Contracts

ظهرت العقود المستقبلية منذ قرون حيث كان يتم التداول عليها بالسلع الطبيعية كالقمح والشوفان ثم تطورت ليتم تداول العقود على السلع الأخرى كالمعادن الثمينة والعملات الأجنبية<sup>92</sup>، ومع توسيع وتزايد الأصول المتداولة عبر العقود المستقبلية أخذت تشتمل على تداول الأوراق المالية، فظهر سوق المستقبلات لسندات الخزانة الصادرة عن الحكومة الأمريكية عام 1977، وقد لاقى قبولا كبيرا وتوسعت استخداماتها إلى أذون الخزانة والعديد من مؤشرات الأسهم، وبحلول عام 1999 حازت العقود المستقبلية المالية على 65

% من كل الصفقات المستقبلية في الولايات المتحدة الأمريكية وتمثل غرفة المقاصة الطرف الثالث الضامن لكل الصفقات ملغية الحاجة لمعرفة كل طرف للطرف الآخر.<sup>93</sup>

فالعقود المستقبلية هي التزام متبادل بين الطرفين بفرض على أحدهما أن يسلم أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث (الوسيط) كمية محددة من أصل أو سلعة معينة في مكان وزمان محددين وبسعر محدد. تتميز العقود المستقبلية بعدة خصائص أهمها:

- فيها يتم الشراء بسعر محدد متفق عليه مسبقا في تاريخ التعاقد على ألا يتم التسليم في تاريخ لاحق محدد؛
- يتم التعامل في أسواق العقود المستقبلية بطريقة المزاد العلني المفتوح؛
- تخصيص هامش معين يتراوح ما بين 5 إلى 15 % لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة.

### 3- العقود الآجلة

هي اتفاق على شراء أو بيع الأصل في وقت لاحق مقابل سعر معين حيث تتعاقد مؤسستين أو مؤسسة مالية ومنشأة أعمال على إتمام صفقة بسعر معين وكمية معينة في موعد لاحق، ويتخذ أحد الطرفين في العقد الآجل مركز طويل ويوافق على شراء الأصل محل التعاقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر متفق عليه يدعى بسعر التسليم، أما الطرف الثاني فيتخذ مركز قصير ويوافق على بيع الأصل في التاريخ نفسه وسعر التسليم نفسه<sup>94</sup>، ويستخدم البنوك والمستثمرون هذه العقود لتفادي تعرضها لمخاطر تقلبات أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية، وغالبا ما يتم تسويتها نقدا من خلال دفع فروقات الأسعار، كما تستخدم للوقاية من تقلبات الأسعار السوقية للسلع، أسعار الفائدة

من أهم سمات هذه العقود هي:<sup>95</sup>

- يصعب المضاربة بهذه العقود؛
- ليس لها شكل نمطي؛
- يتم تحديد تاريخ الاستحقاق وسعر التنفيذ بدقة في هذه العقود؛
- يتم التنفيذ في تاريخ التنفيذ.

الجدول رقم (01): أهم الفروقات بين العقود الآجلة والمستقبلية

الآجلة	المستقبلية
غير منظمة	المتاجرة بها تكون منظمة
تتعامل بها المؤسسات فقط	يتعامل بها البنوك والأفراد
لا تنتقل من مالك إلى آخر	تنتقل من مالك إلى آخر بفارق في الهامش
المتاجرة بها تكون عن طريق الهاتف والفاكس	يتاجر بها في بيئة تنافسية لها فعاليات العرض والطلب
التسوية تكون في تاريخ محدد	التسوية تكون يومية
سعر التسليم هو السعر الآجل	سعر التسليم هو السعر الحالي
تقوم حسب طلب الزبون (غير نمطية)	هي أدوات معيارية (نمطية)
يتاجر بها في البورصات الموازية	يتاجر بها في البورصات المنظمة
ليس لها سوق ثانوية	تقدم لها خدمات السوق الثانوية

المصدر: من إنجاز الباحثة بالاعتماد على مراجع سابقة الذكر

#### 4- عقود المبادلات les swaps

هو ابتكار مالي حديث يعود إلى سنوات الثمانينات وهي ليست إلا محفظة معتمدة من نماذج العقود، والتي بمقتضاها يجبر طرفين أو أكثر لمبادلة التزامات دين أو أكثر<sup>96</sup>، وهي عقود تتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل آخر بموجب شروط يتفق عليها عند التعاقد، وقد وقع أول عقد مبادلة على أسعار الفائدة عام 1981 من خلال اتفاق بين شركة (IBM) والبنك الدولي ومنذ ذلك الوقت نمت هذه الأسواق بسرعة كبيرة<sup>97</sup>

وهناك نوعين رئيسيين لعقود المبادلة وهي:

#### 4-1 عقود مبادلة أسعار الفائدة

مبادلة أسعار الفائدة هي اتفاقية بين طرفين يوافقان بموجبها على تبادل مدفوعات الفائدة وفق لصيغ معينة، أي أنها عقد بين طرفين يوافقان بموجبه على تبادل مدفوعات فائدة مرتبطة بسعر ثابت أو معوم أيضا، وتحسب الفائدة على مبلغ محدد متفق عليه بينهم.

ويتفرع هذا النوع إلى عدة أنواع أهمها:<sup>98</sup>

- عقود مبادلة سعر الفائدة ثابتة بالتغيير الموجب وهذا العقد يلتزم أحد الأطراف بدفع تدفقات الفائدة الثابتة، وفي المقابل يستلم تدفقات معدلات الفائدة المتغير؛
- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد، وهي عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير، وفي نفس الوقت متغير مقيد بحدود دنيا أو عليا وهو ما يعرف بكاب؛
- عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وهي عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنها في نفس الوقت محددة بسقف أو حد معين، ويصطلح عليه بـ فلور؛
- عقود المبادلة المختلطة: تنطوي على اتخاذ موقف طويل الآجل ولكن بشراء عقد مبادلة كاب وفي نفس الوقت اتخاذ موقف قصير الآجل ببيع عقد مبادلة فلور .

#### 4-2 عقود مبادلة العملات

تتضمن تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع، وقيمة كل من العقدين واحدة إلا أن تاريخ استحقاقهما مختلف ويفصل بينهما فترة زمنية.

## الخلاصة

توفر الأسواق المالية أدوات مالية متنوعة بالنسبة للمستثمر المالي، وحتى يحقق هذا المستثمر ما يطمح إليه من أرباح، وتعتبر بذلك العمود الفقري لهذا السوق وتعاملاته سند قانوني لحامله في أصل رأس ماله (نقدي أو عيني) تجاه جهة الإصدار، ويمكن تقسيم هذه الأدوات إلى أوراق ملكية، أو ما يعرف بالأسهم التي هي عبارة عن مستند يثبت حق صاحب الأسهم في ملكية جزء من رأس مال الشركة، لذلك فهي تمثل الملكية الأصلية في المنشأة، وهي أيضا أحد الوسائل الرئيسية للتمويل طويل الأجل في المنشأة خاصة رأس المال الدائم، فالشركات المساهمة تعتمد اعتمادا يكاد يكون تاما على إصدار هذه الأسهم للحصول على رأس المال اللازم لها بصفة دائمة خاصة عند بدء نشاط المؤسسة أو المنشأة، إضافة الى السندات التي تعرف بانها أدوات مالية طويلة الأجل تثبت ديناً على الجهة التي أصدرته سواء أكانت شركة لها ترخيص الادخار العام أو حكومة أو جماعات محلية، مقابل أن يحصل صاحب السند حامله على معدل فائدة ثابت سنوي أو نصف سنوي، فالأصل في السندات أن تكون ذات عائد ثابت وعادة ما يتم سداد قيمتها عند تواريخ محددة.

## هوامش الفصل الثاني

- <sup>54</sup> - عبد الحليم كراجه وآخرون، الإدارة والتحليل المالي: أسس مفاهيم وتطبيقات، الطبعة الثانية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص 265.
- <sup>55</sup> - صلاح السيد جوده، مرجع سبق ذكره، ص 156
- <sup>56</sup> - مبارك ال فواز، مرجع سبق ذكره، ص 11.
- <sup>57</sup> - صلاح السيد جوده، مرجع سبق ذكره، ص 157.
- <sup>58</sup> - براهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2010، ص 07.
- <sup>59</sup> - احمد محمد محمود نضار، الاستثمار بالمشاركة في البنوك الإسلامية الشركات، المضاربة، الأسهم، السندات والصكوك، دار الكتب العلمي، بيروت، 2010، ص 94.
- <sup>60</sup> - مبارك بن سلمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 117
- <sup>61</sup> - المرجع نفسه
- <sup>62</sup> - حسين بني هاني، الأسواق المالية طبيعتها-تنظيمها أدواتها المشتقة، دار الكندي للنشر والتوزيع، عمان، 2013، ص ص 145،144.
- <sup>63</sup> - إبراهيم الكراسنة، مرجع سبق ذكره، ص 11
- <sup>64</sup> - حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص ص 148-149
- <sup>65</sup> - محمد صالح بن ألفا عمر جالو، الأسهم وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار الكتب العلمية، بيروت، 2015، ص 107.
- <sup>66</sup> - مرجع سبق ذكره، ص 108.
- <sup>67</sup> - محب خلة توفيق، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2015، ص 114.
- <sup>68</sup> - محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، عمان، 2005، ص 81-84
- <sup>69</sup> - عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار حنفي، الأسواق المالية، أسواق رأس المال البورصات، البنوك وصناديق الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 95.
- <sup>70</sup> - نعيمة العربي، فوزية قديد، الصكوك كتقنية حديثة وناجعة لجلب الأموال واقل مخاطرة من السندات، مجلة المنهل الاقتصادي، المجلد 04، العدد 01، جوان 2021، ص 390.
- <sup>71</sup> - حسين بني هاني، مرجع سبق ذكره، ص 154
- <sup>72</sup> - مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص ص 21،22.
- <sup>73</sup> - عبد النافع عبد الله الزراري، غازي الفرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2002، ص ص 161،160.
- <sup>74</sup> - عبد الفتاح إسماعيل، عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 95.
- <sup>75</sup> - مبارك بن سليمان آل فواز، مرجع سبق ذكره، ص ص 23، 24.
- <sup>76</sup> - محب خلة توفيق، مرجع سبق ذكره، ص ص 134،135.
- <sup>77</sup> - زياد رمضان مروان شحوط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص ص 111،112.
- <sup>78</sup> - حسن محروس، الأسواق المالية والاستثمارات المالية، كتب عربية للنشر والتوزيع، مصر، ص ص 127،128.
- <sup>79</sup> - نوري موسى شقيري، إدارة المشتقات المالية الهندسة المالية، دار المسيرة، عمان، 2015، ص 156.
- <sup>80</sup> - حسن محروس، مرجع سبق ذكره، ص 135
- <sup>81</sup> - نوري موسى شقيري، مرجع سبق ذكره، ص 155

82 - انظر :

محمد غياث شيحة، الاستثمار المبادئ-الأدوات-المخاطر والتقييم، دار رسلان، سوريا، 2021، ص 80-84

طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري، عمان، 2008، ص 87-97

حسني خريوش وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 64-67

83 - مصطفى يوسف كافي، المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة، ألفا للوثائق، قسنطينة، 2018، ص 120

84 - هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 110.

85 - محمد داود عثمان، عز الدين عناترة، المشتقات المالية وإدارة المخاطر، دار الفكر، سوريا، 2020، ص 38.

86 - فاطمة السيد عبد القادر، المشتقات المالية والأزمات المالية، دار حميثرا للنشر والتوزيع، مصر، 2017، ص 40.

87 - عبد الكريم قندوز، المشتقات المالية، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 38، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2022، ص 06

88 - المرجع نفسه

89 - L.Macdonald, **Robert: Derivatives Markets**, 2nd edition, Addison Wesley, 2006, p2

90 -Eric PICHET, **GUIDE PRATIQUE DES OPTIONS ET DU MONEP**, édition Sefi, France, 2011, p 47.

91 - جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص 183.

92 - خالد الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 297.

93 - جلال البناء، ماذا تعرف عن الاستثمار بالأوراق المالية والبورصات والمشتقات، دار ندى للطباعة، الأردن، 2007، ص 231.

94 - محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 133

95 - نوري موسى شفيهي، مرجع سبق ذكره، ص 169

96 -Delphine LAUTIER et Yyes SIMON, **LES 100 des marches dérivées**, 2<sup>ème</sup> édition, édition P.U.F, Paris, 2012, p 16

97 -A. Overdahe, James: **Financial Derivatives**, 3rd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003,p11.

98 - محمد صالح الحناوي ، نihal فريد مصطفى ، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007، ص ص 318، 319.

## الفصل الثالث:

مؤشرات وكفاءة أسواق الأوراق المالية



## تمهيد

يستخدم خبراء الاقتصاد والمحللون المؤشرات الاقتصادية للتعرف على الحالة الاقتصادية للدولة، وتستعمل لرصد كل ما يجري في الأسواق وإعطاء صورة سريعة وعامة عن تطورها كونها متوسطات وأرقام قياسية، ويمثل مؤشر السوق المالي مقياساً شاملاً لاتجاه السوق، ويعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية وكفاءة الأسواق المالية، الأمر الذي يتطلب توفر قدر من البيانات والمعلومات المالية الصحيحة المتعلقة بالسوق والشركات التي تتداول أدواتها، حتى يتمكن المستثمرين من ترشيد قراراتهم وتحقيق أرباح.

لتعرف أكثر عن المؤشرات وكفاءة الأسواق المالية، قسمنا هذا الفصل الى محورين:

### المحور الأول: المؤشرات المالية وكيفية بنائها

أولاً: ماهية المؤشرات الأسواق المالية واهمية استخدامها

ثانياً: أنواع المؤشرات

ثالثاً: كيفية بناء المؤشرات المالية

رابعاً: اهم مؤشرات البورصات العالمية

### المحور الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

أولاً: مفهوم كفاءة سوق الاوراق المالية

ثانياً: مقومات كفاءة سوق الاوراق المالية

ثالثاً: نماذج كفاءة الأسواق المالية

رابعاً: مستويات كفاءة السوق

خامساً: أنواع كفاءة الأسواق

### المحور الأول: المؤشرات المالية وكيفية بنائها

ظهرت مؤشرات سوق الأوراق المالية في القرن التاسع عشر واتضح أهميتها عبر الزمن خاصة منذ ثمانينات القرن العشرين إلى وقتنا الراهن، والتي يمكن من خلالها معرفة أداء الشركات بشكل خاص وأداء السوق المالي بشكل إجمالي، والذي ينعكس في صورة تقلبات في المؤشر.

### أولاً: ماهية المؤشرات الأسواق المالية وأهمية استخدامها

تعتبر فترة الثمانينات من القرن الماضي مرحلة مهمة في تطور المؤشرات، حيث ظهر مؤشر داوجونز لأول مرة سنة 1884م، في الوقت الذي كان المستثمر يبحث عن وسيلة تعكس سلوك السوق المالية بصدق، وحتى الآن مازال ذلك المستثمر في الأوراق المالية المختلفة وجها لوجه مع عدد أكبر من المنتجات المالية المعقدة المطروحة للبيع والشراء، تتغير في اتجاهها مختلفة ومستويات متفاوتة من فترة لأخرى وبالتالي مازال بحاجة إلى تلك الأداة والتعرف عليها لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغير عند لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم والسندات أو الصناديق ارتفاعا وانخفاضا، وبالتالي يعكس سعر السوق واتجاهها<sup>99</sup>.

يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم المنشآت التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق رأس المال والذي يستهدف المؤشر قياسه.<sup>100</sup>

من خلال التعاريف السابقة يمكن تلخيص مضمون المؤشر على أنه أداة أو مقياس يعتمد على مجموعة من الأسهم داخل السوق، و الذي من خلاله يتم معرفة اتجاه السوق، سواء أكان نحو الصعود أو نحو الهبوط، بالشكل الذي يساعد المستثمر من اتخاذ القرار الاستثماري السليم، و عليه فإن المؤشر محصل للتغيرات التي حدثت في أسعار الأسهم خلال فترة زمنية معينة، بما يساعد على كشف الاتجاه العام للسوق

تعد المؤشرات المالية مرآة تعكس أداء سوق الأوراق المالية (البورصة)، و منه يمكن بيان أهمية استخدامات هذه المؤشرات المالية من خلال مايلي:<sup>101</sup>

- تلخيص لأداء الأسواق المالية كونه يضم أسعار الشركات في القطاعات وبالتالي يعكس أدائها إلى عناصر كمية، لان المؤشر يتأثر بالتغيرات الاقتصادية السائدة، كذلك فهو يمثل أسلوبا سهلا لتحويل أداء الاقتصاد إلى صورة تقنية كمية؛

- تساعد المؤشرات في قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه و عملياته مرة أخرى ، حيث يمكن للمراجحين في السوق تحديد مشاكل السوق، و التي تؤدي لانحراف الأسعار وتصويب اتجاه السوق؛

- يمكن استخدام المؤشرات المالية كأداة للحكم على أداء المحافظ و كفاءة مديرها، و كذلك تقييم أداء مديري صناديق الاستثمار، حيث أنها تشكل الأساس في قدراتهم الاستثمارية و تحديد كفاءتهم المهنية؛

- يعد أحد الأدوات لتحديد سعر السهم من خلال خصم التدفقات النقدية المستقبلية، ويعكس المؤشر التوقعات للمساهمين والمستثمرين فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات بالزيادة أو النقص، فسوف يعكس المؤشر التوقعات للمساهمين أو المستثمرين في السوق؛

- يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق المال بمؤشرات أسواق المال في العالم، و سوف يؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى، مما قد ينجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواعدة؛

- أداة فعالة للمقارنة على مستوى السهم أو القطاع أو السوق مع المعايير المختارة أو مع مؤشرات الأسواق المالية العالمية، يمكن خلال المؤشرات المالية المعدة داخل السوق للأوراق المالية التنبؤ بالظروف الاقتصادية المستقبلية

## ثانيا: أنواع المؤشرات

هناك عدة معايير لتصنيف المؤشرات المالية واهمها :

### 1- معيار الوظيفة

حسب معيار الوظيفة أو الهدف تنقسم المؤشرات الى:<sup>102</sup>

#### 1-1 مؤشرات عامة

تهتم بحالة السوق ككل أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، ولذلك تحاول ان تعكس الحالة الاقتصادية للدولة محل الدراسة، خاصة اذا كانت العينة المستخدمة في تكوين مؤشر تمثل مسح شامل للأسهم المتداولة، وان جميع القطاعات ممثلة تمثيلا بعكس مساهمتها في الاقتصاد الإجمالي، وفي هذه

الحالة يمكن القول ان سوق الأوراق المالية هي المرآة التي تعكس المكانة الاقتصادية للدولة محل الدراسة مثل مؤشر داوجونر لمتوسط الصناعة (DJIA) ومؤشر 500 لستاندرد أندبور (SDP500) و مؤشر (EGX30).

### 2-1 مؤشرات قطاعية

تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة او قطاع صناعة النقل او قطاع الخدمات او غيره من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات مؤشر داو جونز لصناعة ومؤشر ستاندر اندبور للخدمات العامة ومؤشر النفط والغاز.... الخ.

### 3-1 مؤشرات الأسواق

إذا كان للدولة سوق ثانوية تتداول فيها أسهم الشركات المتوسطة الحجم، فإنه يمكن حساب مؤشر تلك السوق، وذلك بقصد معرفة اتجاهها ونفس الشيء إذا كانت تتوفر على سوق ثانية لتداول أسهم الشركات الصغيرة، ومن حيث إمكانية تداولها تنقسم المؤشرات إلى:<sup>103</sup>

**1-3-1 مؤشرات متداولة:** إذ تجاوز عدد هذه المؤشرات التي تتداول في بورصات خاصة بما 30 مؤشر بحلول سنة 1990، وذلك بالرغم من أن أول بورصة من هذا النوع قد فتحت في كنساس سيتي بالو.م أ سنة 1982 وكمثال على ذلك: مؤشر **Nikkei 225** ومؤشر **Nasdaq 100**.

**2-3-1 مؤشرات غير متداولة:** وهي مؤشرات لا تتداول في البورصات مثل: مؤشر داو جونز وكافة مؤشرات البورصات العربية.

### 2- معيار حجم السوق:

يتكون من مؤشرين أساسيين:<sup>104</sup>

**المؤشر الأول في مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق):** والذي يشير إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق، وغالبا ما يقاس معدل رسمية السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي، ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل السوق يرتبط ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر.

يتمثل المؤشر الثاني في مؤشر عدد الشركات: والذي يشير إلى عدد الشركات المقيدة في بورصة السوق المالي التي يتم التداول في أوراقها المالية الصادرة من طرفها، وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور السوق المالي في البلد المعني.

### 3- معيار سيولة السوق:

يقصد بسيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوي بسهولة وهناك مؤشرات أساسيان لقياس السيولة:<sup>105</sup>

**3-1 مؤشر حجم التداول:** والذي يعبر عن قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال فترة زمنية معينة، إذ يعكس حجم التداول القيمة الكلية للأوراق المتداولة خلال فترة زمنية عادة ما تكون سنة واحدة، ويقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي.

**3-2 مؤشر الدوران** والذي يقيس النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة، ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق خلال فترة زمنية معينة.

### ثالثاً: كيفية بناء المؤشرات المالية

على الرغم من تفاوت كيفية حساب وبناء مؤشرات الأسواق والأوراق المالية، إلا أنها تقوم جميعها على أساس رئيسية متعارفة هي:

### 1- الأساس الأول: ملائمة العينية

تعد نظرية ملائمة العينة الأساس الذي يقوم عليه تكوين مؤشر حالة السوق، إذا يصعب إدراج أسهم جميع الشركات بمؤشر واحد، ولكن في الوقت نفسه يعد اختيار العينة الملائمة الممثلة للمجتمع الإحصائي (أسهم منشآت السوق) أمراً مهماً لسلامة ودقة، وملاءمة العينة تتوقف على الجوانب الآتية:<sup>106</sup>

- **الاتساع:** مقدار تغطية أسهم العينة المختارة للسوق الذي تعكسه، وهذا يعني عدم تحيز أسهم العينة، فالأسهم داخل العينة لا بد أن تستجيب لمتطلبات القدرة على عكس حالة السوق أو الصناعة التي تمثلها.
- **الحجم:** من الطبيعي أنه كلما ازدادت عدد أسهم العينة، كلما كان التمثيل أقرب إلى الدقة.

– المصدر: ويقصد به مصدر الحصول على المعلومات لأسعار أو عدد الأسهم التي يتكون منها المؤشر، إذ يعد الرجوع إلى المصدر الأصلي الذي يجري تداول الأسهم فيه هو الأفضل في إدراج معلومات السهم داخل العينة.

إن ملائمة طريقة العينة في عكسها لحالة السوق يتبع من انعدام الرغبة في تحقيق التحيز في مكوناتها (الأسهم)، كما عكسته النقاط الثلاثة وفي الوقت نفسه فإن الوقائع الاقتصادية والتاريخية تعزز جدوى الاعتماد على مؤشرات السوق نسبيًا

## 2- الأساس الثاني: الترجيح

ترجيح اسهم العينة يمثل التحديد النسبي للورقة المالية ضمن مجموعة محفظة المؤشر العينة، أي ان الترجيح عبارة عن الوزن النسبي لكل سهم ضمن مجموعة اسهم المؤشر التي جرى اختيارها. وهنا أربعة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهذه المداخل هي:

## 1-2 المدخل الوزن على أساس القيمة

يقوم هذا الأسلوب في ترجيح سهم شركة ضمن المؤشر من خلال القيمة السوقية الكلية (السعر ضرب الكمية تساوي القيمة)، وبهذا فيه تتجاوز إشكالية الترجيح بالسعر لوحده، اذا ان القيمة قادرة على عكس الأهمية الاقتصادية للمنشأة صاحبة السهم المدرجة في المؤشر، لذلك فالمؤسسات التي تتساوى قيمتها السوقية يتعادل تأثيرها حتى وان اختلف سعر السهم لكل منها.<sup>107</sup>

كما يوجد مؤشرين من أشهر المؤشرات التي تستخدم أساس القيمة، هما مؤشر كوليس ومؤشر ستاندر آندبور، وفيما يلي تلقى نظرة سريعة على كل منهما

الجدول رقم (02): كيفية حساب المؤشر باستخدام مدخل القيمة

السهم	ع	س1	ق1	س2	ق2
السهم الأول	20	60	1200	70	1400
السهم الثاني	35	40	1400	70	2450
السهم الثالث	100	10	1000	25	2500
قيمة المؤشر					6350
متوسط العائد على السوق = $(3600 - 6350) / 3600 = 76,38\%$					

حيث أن:

– ع: عدد أسهم المؤسسة.

– س1، س2: سعر السهم في الفترتين الزمنية الأولى والثانية على التوالي.

– ق1، ق2: القيمة السوقية (ن × س) لأسهم المؤسسة في الفترتين الزمنية على التوالي.

ومن عيوب المؤشرات المحسوبة على هذا الأساس القيمة التغير الذي يطرأ على القيمة المطلقة للمؤشر أو على قيمة العائد المتولد عنه، يختلف باختلاف سعر السهم الذي تسبب في إحداث التغير.

## 2-2 المدخل على أساس السعر

يعد سعر السهم المعبر الرئيس عن مساهمة المؤسسة في بناء محفظة المؤشر، وبالتالي فإن وزن السهم الى اجمالي المحفظة هو عبارة عن سعر السهم السوقى الى مجموع أسعار اسهم المؤشر العينة،<sup>108</sup> ومن أهم المؤشرات العالمية المبنية على أساس السعر هو مؤشر داوجونز.

مثال عن كيفية تحديد الوزن النسبي على أساس السعر:

إذا كان المؤشر من ثلاثة أسهم فقط هي: السهم الأول، الثاني، الثالث وأسعارها 60، 30، 20 دج

على التوالي فإن أوزانها النسبية تحسب كما هو موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (03): طريقة حساب الأوزان النسبية

السهم	الأسعار	الأوزان النسبية للأسهم	تحسن أسعار الأسهم	متوسط العائد
السهم الأول	60	$055 = \frac{60}{110}$	90	$54\% = \frac{110-160}{110}$
بالسهم الثاني	30	$0,27 = \frac{30}{110}$	40	
السهم الثالث	20	$0,18 = \frac{20}{110}$	30	
القيمة المطلقة للمؤشر	110		160	

ومن اهم سلبيات هذا المدخل هو: <sup>109</sup>

- ان تمثيل المنشأة بشهم واحد ومن خلال السعر لا يعكس حقيقة القيمة السوقية للمنشأة
- يتحيز النسبي لمؤشر حالة السوق المرجح بالسعر لصالح الأسهم ذات الأسعار المرتفعة

2-3 على أساس الأسعار النسبية

تقوم فكرة هذا المدخل على أساس تحديد السعر النسبي لكل من سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر، حيث يمكن حساب السعر النسبي بقيمة سعر السهم اليوم (مثلا) على سعر السهم أمس يلي ذلك حساب الوسط الهندسي للأسعار في أساس المؤشر.

مثال: يمكن حساب قيمة المؤشر المكون من سهمين في اليوم (م+1) على أساس الخطوات التالية:

1- تحديد الأسعار التناسبية بالصورة التالية:

$$\text{السهم الأول} = \frac{20}{10} = 2$$

$$\text{السهم الثاني} = \frac{4}{10} = 0,4$$



2- تحديد الوسط الهندسي بالصورة التالية:

$$0,6 = {}^{1/2} [ 0,40 \times 2 ]$$

3- إذا افترضنا أن قيمة المؤشر في اليوم (م) يبلغ 200، فإن قيمته في اليوم (م+1) تحسب بالصورة التالية:

$$120 = 0,6 \times 200$$

أي بنقصان قدره:

$$(80) = 120 - 200$$

#### 2-4 على أساس الأوزان المتساوية

أو ما يعرف بالترجيح المتساوي للسعر، ويقوم هذا الأسلوب على افتراض إمكانية الاستثمار المتساوي في الأسهم المكونة للمؤشر في فترة الأساس، رغبة في إلغاء التحيز السعري الذي هو أساس الترجيح بالسعر، لذلك سوف تعكس التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر التغيرات الحقيقية في السوق من خلال تأثيرها في المؤشر.<sup>110</sup>

كيفية تحديد الوزن النسبي للسهم على أساس الأوزان المتساوية:

مثال: لو أن مؤشر يتكون من ثلاثة أسهم تمثل المنشآت الأولى، الثانية، الثالثة فإن الكمية الوهمية من السهم للمنشأة الأولى سوف تساوي  $\frac{1}{100} = 0,01$  ومن ثم تصبح قيمته النسبية أي وزنه النسبي (السعر × الكمية) داخل المؤشر تساوي الواحد ( $1 = \frac{1}{100} \times 100$ ) وبنفس الطريقة نجد الوزن النسبي للمنشآت الأخرتين

والجدول الموالي يوضح كيفية حساب القيمة المطلقة للمؤشر في ظل مدخل الأوزان المتناسبة.

الجدول رقم (04): كيفية حساب القيمة المطلقة للمؤشر في ظل مدخل الأوزان المتناسبة

السهم	س1	ك	س2	س2	ع
الأول	100	0,010	1,0	120	0,20
الثاني	50	0,020	1,0	60	0,20
الثالث	20	0,050	1,0	40	1.00
قيمة المؤشر			3,0	4,40	
متوسط عائد المؤشر = $(3,0 - 4,40) / 3 = 0,466$ .					
متوسط عائد الأسهم = $(1 + 0,20 + 0,20) / 3 = 0,466$ .					

المصدر: من إعداد الباحثة

حيث س1، س2: سعر السهم في نهاية المرحلة الزمنية الأولى والثانية على التوالي.

ك: الكمية الوهمية.

و1، و2: القيمة النسبية للسهم داخل المؤشر في الفترة الزمنية المعينة (و1 = (س × ك))

ع: عائد السهم أي (و1 - و2)

ويعاب على هذا المدخل أنه يعطي أوزاناً متساوية للأسهم، رغم احتمال تباين حجم وأهمية المؤسسات التي أصدرتها.

### 3- الأساس الثالث: وحدات لقياس

ان قيمة المؤشر المحتسب يجب ان تتم وحدات قياس سهلة الفهم وقادرة على التعبير عن طبيعة الحركة الحاصلة في السوق، اذ ان هناك مجموعة من المؤشرات تحسب على اساس الارقام القياسية ومجموعة اخرى تحسب على اساس متوسط اسعار الاسهم التي يتكون منها المؤشر، ويجسب المتوسط على اساس المتوسط الحسابي او على اساس المتوسط الهندسي.

#### رابعاً: اهم مؤشرات البورصات العالمية

تقوم البورصات في القارات الخمسة بنشر عدد هائل من المؤشرات البورصية، غير أن الذي اشتهر منها قليل نسبياً، نذكر منها الأهم فقط فيما يلي:

#### 1- مؤشر داو جونز Dow Jones:

قام تشالرز سنة 1885 بإصدار مؤشر اذ يعد احد اقدم المؤشرات، وكان يتضمن آنذاك 12 سهماً، 10 اسهم من اسهم شركات السكك الحديدية وسهمين من اسهم الشركات الصناعية ذات سيادية النشاط في بورصة نيويورك، وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل الى 50 سهماً، تمثل منها 30 من بورصة نيويورك تتسم هذه الشركات بارتفاع قيمتها السوقية وبضخامة الحجم وعدد المساهمين.<sup>111</sup>

يحتل هذا المؤشر مركزاً مميزاً في نظر المستثمرين بالعالم اجمع، وقد تحصل على هذا الاهتمام باعتباره ابسط اداة قياس يستخدمها كافة المتعاملين لقياس الاداء العام لسوق الاوراق المالية الامريكية اكبر سوق مالي في العالم

#### 2- مؤشر ستاندر اندبور 500

بدا تكوين هذا المؤشر سنة 1957 وأسلوب بناء هذا المؤشر يعتمد على أساس القيمة، ويعتبر هذا المؤشر الأكثر شهرة واستخداماً واصبح حالياً يعرف باسم S & P 500 لانه يتكون من 500 سهم<sup>112</sup>، تمثل 400 منشأة صناعية و 20 منشأة تنشط في النقل و 40 منشأة تعمل في المجال المالي، وكلها منشآت كبيرة الحجم تتداول اسهمها اما في احدى البورصات الكبرى او السوق الغير منظمة، ويمتاز هذا المؤشر بكونه أشمل من مؤشر داو جونز كما يمتاز بكونه موزون على أساس القيمة.

على الرغم من توجيه بعض الانتقادات إليه مثل تأثره بالشركات الكبرى وتجزئه لها، يبقى من أهم المؤشرات الشائعة الاستعمال لدى المتعاملين، كما يعتبر من بين المؤشرات التي تحاول أن تعكس اتجاه الأسعار بصدق.

#### 3- مؤشر فالولاين Value Line 1400

أنشئ هذا المؤشر في الو.م.أ سنة 1963م بعينة تتكون من 1400 شركة مقسمة على مختلف القطاعات كما يلي:

– 1217 شركة صناعية؛

– 154 شركة تابعة لقطاع الخدمات؛

– 29 شركة لقطاع النقل.

أعطيت له قيمة 100 في سنة الأساس (30 جوان 1961) وهو موزون على أساس السعر، وبالتالي يعدل كلما كان هناك رفع برأس المال أو غيره من العمليات المالية.<sup>113</sup>

#### 4- مؤشر فاينانشل تايمز (بورصة لندن) (FT-SE100):

جاء هذا المؤشر في 30 ديسمبر 1983م للاستجابة لاحتياجات المتدخلين إلى مؤشر ممثل لاتجاه البورصة البريطانية، وفي نفس الوقت يمكن حسابه بسرعة، رأت السلطات أن العدد 100 هو العدد الأمثل من الأسهم المكونة لهذا المؤشر، إذ يمكن أن يمثل تلك البورصة ويتم حسابه بسرعة.

#### 5- مؤشر كاك40 (بورصة فرنسا) CAC40:

هو الأكثر شهرة واستعمالاً بحيث يغطي 40 مؤسسة سنة الأساس (1991)، ويمكن القول أن المشرفين عليه يرجون من إنشائه توفير معلومات دقيقة قدر الإمكان، وفي أسرع وقت عن اتجاه البورصة الفرنسية لتلبية احتياجات المتعاملين، بالنظر للعينات التي تكون المؤشر نجد أن الشركات مقسمة إلى 8 قطاعات رسمية هي:<sup>114</sup>

– المنتجات القاعدية

– قطاع البناء

– التجهيزات

– سلع استهلاكية معمرة

– سلع استهلاكية غير معمرة

– مواد غذائية

– الخدمات

– مؤسسات مالية

على العموم يحتوي مؤشر كاك 40 على أهم الشركات الفرنسية.

## 6- المؤشرات اليابانية:

يعتبر مؤشر نكاي 225 من اكبر المؤشرات العالمية والاسيوية واليابانية، حيث ان سعة هذا المؤشر الدولي باستطاعته قياس اهم معدل أسعار اكبر 225 مؤسسة في اليابان، وهذا المؤشر يقيس معدل أسعار اسهم السوق المالي سوق طوكيو للأوراق المالية.<sup>115</sup>

فبالرغم من شهرة هذا المؤشر إلا أن طريقة حسابه جعلت العديد من الملاحظين يشك في مصداقية تمثيله لاتجاه الأسعار في البورصات اليابانية فهو يحسب بجمع أسعار ل 225 شركة وقسم المجموع على عددها، أي هو بكل بساطة الوسط الحسابي للعينة المكونة له.

### المحور الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية

أثارت فكرة كفاءة سوق الأوراق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، حيث أن المعلومات تأتي إلى السوق في أي وقت مستقلة وعشوائية، فيتقرر سعر الورقة المالية بناء على المعلومات الواردة، فإذا عكست أسعار الأوراق المالية المتداولة المعلومات اتصفت السوق في هذه الحالة بالكفاءة، والتي لها دور في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها.

### أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية

نجد أول من تحدث عن كفاءة الأسواق المالية هو المفكر الانجليزي Engéne Fama سنة 1965، وعرفها كما يلي: يكزن السوق المالي كفتنا إذا كانت جميع المعلومات المتاحة حول أصل مالي معين، وفي أي لحظة من الزمن منعكسة في سعره في اللحظة ذاتها.<sup>116</sup>

فتعرف كفاءة الأسواق المالية على انه السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره منشأة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية او معلومات تبثها وسائل الاعلام او تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والسابيع والسنوات الماضي، او في تحليلات او تقارير عن اثار الحالة الاقتصادية العامة، وغير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم<sup>117</sup> السوق المالي الكفاء او ما يعرف احيانا بالسوق المالي المتوازن او السوق الكامل يتميز بتقلب اسعار الادوات المالية بشكل عشوائي حول قيمتها الاساسية ، بحيث تعكس هذه الاسعار كافة المعلومات المتوفرة لجميع الاطراف الذين

يفترض أنهم يتصرفون بشكل عقلائي أو رشيد بحيث تتوازن هذه الاسعار بسرعة وفق المعلومات الجديدة المتحصل عليها

فكفاءة سوق الأوراق هي التي تعمل على استجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها أطراف السوق، مما يؤدي إلى تحديد القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات، أي تعكس أسعار الأوراق المالية لجميع المعلومات المعروفة وهي المعلومات التاريخية والمعلومات الجارية ومنه منحها صفة التنافسية، أي تتحدد فيها أسعار الأصول وعوائدها وفقا لقوى العرض والطلب، وتتسم سلوك المتعاملين بالرشاد مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين وتتحدد بالتالي القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات.

#### ثانيا: مقومات كفاءة سوق الأوراق المالية

توجد ثلاثة مقومات أساسية للسوق الكفاء حسب رأي Reilly، ويضيف Bemstien سمة رابعة تمثلت في عدالة السوق، وهي: 118

– **دقة وسرعة وصول المعلومات:** إن دقة وسرعة وصول المعلومات في سوق الأوراق المالية تعمل على زيادة كفاءة تخصص الموارد في الاقتصاد بتوجيهها نحو المؤسسات والقطاعات ذات المزايا النسبية، وهو ما يعني تحقيق كفاءة السوق وبدورها تؤدي إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية؛

– **الوفاء بمتطلبات كفاءة السوق:** يقصد بكفاءة التشغيل أو بالكفاءة الداخلية ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تحمل أطراف السوق لتكاليف مرتفعة ودون تحقيق التجار لأرباح غير عادية. أما كفاءة التسعير يقصد بها بالكفاءة الخارجية وهي المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم صورة تعكس كافة المعلومات المتاحة وذلك دون أن يتحمل المتعاملين تكاليف مرتفعة مما يعني إتاحة الفرصة للجميع؛

– **السيولة:** يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري من إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية، وللسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وذلك أن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة، وفي حالة عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق يعني هذا أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق توفر سمة الانتظام أي استقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة إلى أخرى؛

– **عدالة السوق:** تعني عدالة السوق إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع الأسواق المالية تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية تعمل على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة (ساعة أو أكثر) من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها.

### ثالثاً: نماذج كفاءة الأسواق المالية

تتخذ نماذج فرضية كفاءة السوق المالي ثلاثة أشكال على ضوء سعة المعلومات وشمولها، مما ينعكس على الأسعار السوقية بشكل كامل وسريع، إذ صنفت معظم الأدبيات المالية فرضية كفاءة السوق إلى هذه صيغ، وكل منها يعتمد فرض يقوم على وفرة المعلومات وكلفتها، ويمكن تحديد هذه الصيغ كالآتي:

#### 1- النموذج الضعيف لفرضية كفاءة السوق:

يعكس هذا النموذج المعلومات التاريخية للأدوات المالية ونمط حدوثها (Trend) وكذلك العوائد المرتبطة بها وحجم تداولها، يقر هذا النموذج بان ليس للأسعار التاريخية أي تأثير على أسعار الأدوات المالية المستقبلية، وعلى ذلك فان هذا النموذج يقر بان المستثمرين يجنون القليل باعتمادهم هذا النموذج في متاجرهم بالأدوات المالية،<sup>119</sup> اعتبار التغير في السعر من يوم لآخر لا يسير على نمط واحد

فمثلا عند قراءة القوائم المالية فإن دراسة كميات الأسهم والسندات السابق إصدارها والأسعار التاريخية لهذه الأسهم والسندات، لن يفيد في تحقيق أرباح غير عادية ولن تؤدي إلى تحديد السعر الحقيقي للورقة المالية، اي ليس لها أي دور حيوي ومفيد في التنبؤ بقيمة الأسعار المستقبلية للأسهم والسندات، وبالتالي تحديد أسعار التوازن. وبذلك تكون هذه المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في السابق ليست ذات جدوى وأهمية في التنبؤ بالسعر مستقبلا.

#### 2- النموذج شبه القوي لفرضية كفاءة السوق

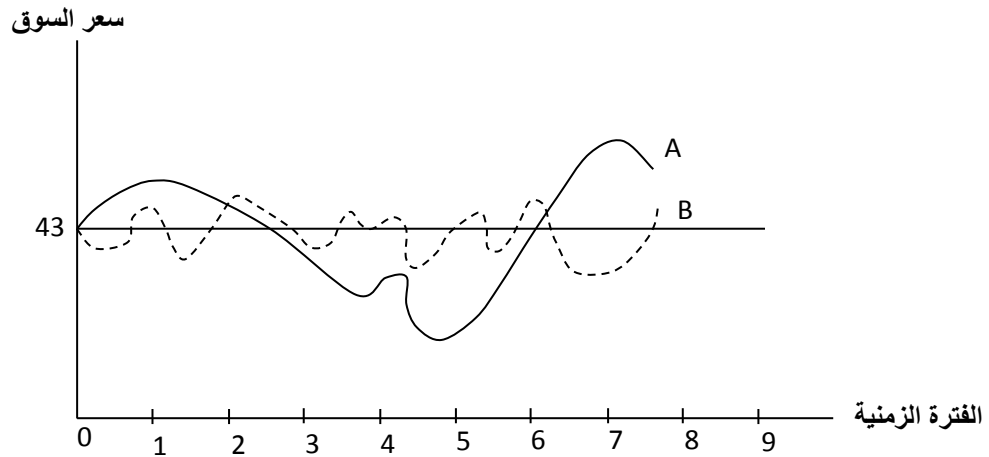
يقر هذا النموذج بأن أسعار الأدوات المالية تتأثر بسرعة في حال ورود أية معلومات مالية عامة عن الأدوات المالية، بحيث تعكس هذه المعلومات بسرعة، وذلك مثل نسبة الأرباح الموزعة؛ تغيرات مجالس الإدارة؛ القيمة الدفترية للأوراق المالية، كما أن هناك معلومات عامة تتعلق بالوضع الاقتصادي والقوانين الحكومية التي قد تؤثر سلباً أو إيجاباً على حجم الاستثمار.<sup>120</sup>

ويتبين من ذلك انه بموجب هذه النموذج او الصيغة يكون السعر السوقي للورقة المالية مستوعب كافة المعلومات المتوفرة والمتاحة للجميع بشكل علني، سواء كانت هذه المعلومات تتضمن شؤون دولية او الظروف الاقتصادية المحلية او الظروف الصناعية للشركة ذات العلاقة، وما يعلن من تقارير وتحليلات مالية، لذلك فانه من غير المجدي ان يعتمد المتعاملون في السوق على هكذا معلومات في تقييم الورقة المالية، وما مدعى قابليتها على تحقيق عوائد غير اعتيادية، الا انه تجدر الإشارة هنا قد تكون الاستجابة في بداية الأمر غير صحيحة كونها مبنية على وجهة نظر أولية بشأن تقييم وتحليل تلك المعلومات.

### 3- النموذج القوي لفرضية كفاءة السوق

هي ان تعكس الاسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته، وبالتالي لا يمكن لاي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لها بالحصول على ارباح غير عادية بصفة نظامية، حتى ولو تم استعانة بخبراء الاستثمار<sup>121</sup> والشكل الموالي يعكس طبيعة العلاقة بين النماذج الثلاث للكفاءة.

#### شكل رقم (04): العلاقة بين صيغ الكفاءة لسوق الأوراق المالية



**المصدر:** أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار المسيرة للطبع والنشر والتوزيع، الأردن، 2004، ص 145.

ووفقا لما تضمنته النماذج الثلاثة للكفاءة، فإنه يمكن القول أن مجاميع المعلومات ذات الصلة بكل صيغة تندرج من حيث السعة والشمول، من المفهوم الضيق للكفاءة إلى المفهوم الواسع والشامل للكفاءة. هذا



بجانب تداخل الصيغ مع بعضها البعض، فالمعلومات ذات العلاقة بالصيغة القوية تضم معلومات كل من صيغة شبه القوية والضعيفة، وأن الصيغة شبه القوية تتضمن المعلومات العامة وتلك المعلومات التاريخية للصيغة الضعيفة.

#### رابعاً: مستويات كفاءة السوق

تتمثل مستويات الكفاءة في الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

#### 1- الكفاءة الكاملة

ويقصد بالكفاءة الكاملة أن السوق المالي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى تغيرات بشأن سعر السهم، أي حدوث استجابة نتيجة المعلومات السارة أو غير السارة، هذا بالطبع يحمل في طياته عدم وجود فاصل زمني بين حصول المستثمر أو آخر على تلك المعلومات ومنه لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره.

وعليه تتحقق الكفاءة الكاملة للسوق المالي بتوفر مجموعة من الشروط أهمها:<sup>122</sup>

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف؛
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب أو غيرها؛
- لمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدتها من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر؛
- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم؛
- اتصاف المستثمرين بالرشد أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثروتهم.

#### 2- الكفاءة الاقتصادية.

في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فانه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى اعلى واقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل

إن مفهوم الكفاءة الاقتصادية يستند على فرضية أساسية هي اتجاه المستثمر نحو تعظيم ثروته الخاصة، وهذا يحفز نحو التنافس بكل الطرق للحصول على البيانات والمعلومات واستخدام طرق ووسائل متعددة في التحليل والاستنباط لتحقيق كل هذا.

### خامسا: أنواع كفاءة الأسواق

يفرق الاقتصاديون بين نوعين من الكفاءة هما الكفاءة الخارجية والكفاءة الداخلية .

#### 1- كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية)

يطلق على الكفاءة التسعيرية للسوق بالكفاءة الخارجية ويقصد بها ان المعلومات الجديدة تصل للمتعاملين في السوق بسرعة، مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس المعلومات المتاحة كافة ليس هذا فقط بل ان المعلومات تصل الى المتعاملين باي ايسر الطرق، وهذا يعني ان الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، اكثر المطبات التي يقع فيها الغالبية العظمى للمضاربين يقعون ضحايا لأشاعات ومعلومات غير دقيقة، حول تحركات أسعار الأوراق المالية.

وهناك نظريات تحاول أن تضع تفسير لذلك النمط العشوائي، منها نظرية الاقتصادي (كونتر) التي تسمى (تفاعل القيمة الحقيقية وسعر السوق)، حيث تصور نمط تقلب أسعار الأسهم بأنه مسار عشوائي، يدور حول القيمة الاقتصادية للأسهم، وتحده حواجز عاكسة من أعلى ومن أسفل، وترجع هذه النظرية أسباب هذا التقلب العشوائي إلى السلوك غير الراشد للغالبية من المستثمرين.

#### 2- كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية)

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب آليا، وذلك دون ان يتحمل المتعاملين في السوق تكلفة عالية الوساطة، كذلك عدم اتاحة فرصة تحقيق هوامش ربح كبير وضخم للتجار والمتخصصين، حيث نجد ان كفاءة التسعير تعتمد الى حد كبير كفاءة التشغيل اذ انه لكي تعكس الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي ان تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرين لاتمام المعاملة عند حدها الأدنى الامر الذي يشجعهم لبذل جهد الحصول على المعلومات جديدة وتحليلها مهما كان الحجم تأثير تلك المعلومات على سعر الورقة المالية، فالمفهوم الشامل للكفاءة الداخلية هو تخصيص الاموال ومتابعة المعلومات واعداد وتنفيذ الصفقات ، مقابل تحمل اقل التكاليف لعمليات البيع والشراء ومصاريف الوساطة<sup>123</sup> ، وتحقق الكفاءة الداخلية حينما لا يتحمل المتعاملون في أسواق الأوراق المالية إلى الحد الأدنى من تكاليف التبادل.

## خلاصة

يعتبر المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغيير في الأسواق المالية، ويعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الأساس أو نقطة البدء، ويقاس المؤشر تحركات أسعار الأسهم والسندات أو الصناديق ارتفاعا وانخفاضا، وبالتالي يعكس سعر السوق واتجاهها ويعد أحد الأدوات لتحديد سعر السهم من خلال خصم التدفقات النقدية المستقبلية، ويعكس المؤشر التوقعات للمساهمين والمستثمرين فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات بالزيادة أو النقص، فسوف يعكس المؤشر التوقعات للمساهمين أو المستثمرين في السوق، وتقوم البورصات في القارات الخمسة بنشر عدد هائل من المؤشرات البورصية، غير أن الذي اشتهر منها قليل نسبيا، نذكر منها مؤشر داو جونز Dow Jones ومؤشر ستاندر اندبور 500

نجد أول من تحدث عن كفاءة الأسواق المالية هو المفكر الإنجليزي Engéne Fama سنة 1965، وعرفها كما يلي: يكنز السوق المالي كفتنا إذا كانت جميع المعلومات المتاحة حول أصل مالي معين، وفي أي لحظة من الزمن منعكسة في سعره في اللحظة ذاتها، فكفاءة سوق الأوراق هي التي تعمل على استجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها أطراف السوق، مما يؤدي إلى تحديد القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات، أي تعكس أسعار الأوراق المالية لجميع المعلومات المعروفة وهي المعلومات التاريخية والمعلومات الجارية ومنه منحها صفة التنافسية، أي تتحدد فيها أسعار الأصول وعوائدها وفقا لقوى العرض والطلب، وتتسم سلوك المتعاملين بالرشاد مع افتراض تماثل المعلومات المتاحة لدى جميع المستثمرين وتتحدد بالتالي القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات.

## هوامش الفصل الثالث

- <sup>99</sup> - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008، ص 35.
- <sup>100</sup> - وليد صافي، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص 244.
- <sup>101</sup> - أنظر
- محمد صالح الخناوي، جلال إبراهيم العبد بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 302.
- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 80.
- أرشيد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، عمان، 2019، ص 79.
- <sup>102</sup> - عصام فهد العريد، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الرضا للنشر، دمشق، ط 2، 2008، ص 38.
- <sup>103</sup> - سالم صلال راهي الحسناوي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2019، ص 154.
- <sup>104</sup> - عبد المجيد قدي، مريم سايعي، قراءة الأوضاع الاقتصادية باستخدام المؤشرات البورصية مع دراسة حالة مؤشر ستاندرز اندبورز 500، مجلة معارف، السنة العاشرة، العدد 20، جوان 2016، ص 352.
- <sup>105</sup> - المرجع نفسه.
- <sup>106</sup> - أنظر:
- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 137.
- أرشيد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، عمان، 2019، ص 81، 80.
- <sup>107</sup> - محمود محمد الداغ، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق، عمان، 2005، ص 307.
- <sup>108</sup> - مرجع سبق ذكره، ص 303.
- <sup>109</sup> - مرجع سبق ذكره ص 303، 304.
- <sup>110</sup> - مرجع سبق ذكره، ص 311.
- <sup>111</sup> - فيصل بشرول، عبد القادر رملوي، مؤشرات الأسواق المالية كوسيلة للوقاية من الأزمات، اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد الثالث، أوت 2017، ص 121.
- <sup>112</sup> - مرجع نفسه
- <sup>113</sup> - سالم صلال راهي الحسناوي، مرجع سبق ذكره، ص 157.
- <sup>114</sup> - مرجع سبق ذكره، ص 157، 158.
- <sup>115</sup> - جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002، ص 290.
- <sup>116</sup> - شوقي بورقية، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد 10، 2010، ص 139.
- <sup>117</sup> - منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 38.
- <sup>118</sup> - بن عمر بن حاسين، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02/ 2012، ص 136، 137.
- <sup>119</sup> - محمد عبد الله شاهين، أسعار الصرف العالمية وأثرها على النمو الاقتصادي، دار حميثرا للنشر والتوزيع، مصر، 2018، ص 58.
- <sup>120</sup> - مرجع نفسه.
- <sup>121</sup> - فارس ناصيف الشبيري، غسان سالم طالب، مبادئ المالية، دار وائل للنشر، 2012، عمان، ص 253.
- <sup>122</sup> - عصام حسن، أسواق الأوراق المالية البورصة، دار أسامة للنشر، الأردن، 2010، ص 32.



## الفصل الرابع:

مداخل تحليل الأوراق المالية وتكوين

المحفظة الاستثمارية

## تمهيد

تتجه الأسعار في سوق الأوراق المالية على المدى الطويل إلى الارتفاع والانخفاض نتيجة تداخل عدد من العوامل الاقتصادية والاجتماعية والسياسية، أما في المدى القصير فإن كثيراً من قرارات التداول تبنى في جانب كبير منها على اعتبارات نفسية، إذ إن حركة الأسعار تحكمها تطلعات وتوقعات المستثمرين ورغبات المضاربين ، وهناك مدخلين لتحليل الأوراق المالية، فنجد التحليل الأساسي الذي يجمع البيانات المتاحة لمساعدتهم على تحديد القيمة النسبية للسوق، والتحليل الفني الذي ينظر في حركة الأسعار والاتجاهات للمساعدة في تحديد الاتجاه التالي الذي قد تتجه نحوه الأسعار، من خلال ممارسات تدعم تحقيق رؤية المنظمة بما يراعي الوضع الراهن للمنظمة، إدارة المخاطر، الحوكمة، آليات اتخاذ القرار وإدارة المحافظ الاستثمارية بغرض تحقيق أفضل العوائد

للإمام بكل هذه العناصر قمنا بتقسيم الفصل إلى ثلاثة محاور:

### المحور الأول: التحليل الأساسي للأوراق المالية

أولاً: مفهوم التحليل الأساسي

ثانياً: مداخل وفرضيات التحليل الأساسي

ثالثاً: مراحل التحليل الأساسي

### المحور الثاني: التحليل الفني للأوراق المالية

أولاً: مفهوم التحليل الفني ومميزاته

ثانياً: فروض وأسس التحليل الفني

ثالثاً: نظريات التحليل الفني

رابعاً: أدوات التحليل الفني

خامساً: الفرق بين التحليل الأساسي والفني

### المحور الثالث: تكوين المحافظ الاستثمارية

أولاً: مفهوم المحفظة الاستثمارية وأهداف إنشائها

ثانياً: أنواع المحافظ الاستثمارية

ثالثاً: سياسات تكوين المحفظة الاستثمارية

رابعاً: تقييم أداء المحفظة الاستثمارية

### المحور الأول: التحليل الأساسي للأوراق المالية

يعتبر التحليل الأساسي من بين أحد أساليب المعتمد من قبل المستثمرين في الأوراق المالية، حيث يرتبط بالظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة التي تنتمي إليها هذه الورقة، بالإضافة إلى ظروف المؤسسة المصدرة للورقة بهدف تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية.

#### أولاً: مفهوم التحليل الأساسي

تحليل أساسي بالإنجليزية (Fundamental analysis) هي عملية تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية، وذلك بهدف التنبؤ بربحية المنشأة المستقبلية، والتعرف على حجم المخاطر المستقبلية، وتمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد سعر السهم الخاص بالمنشأة الاقتصادية .

التحليل الأساسي هو دراسة الظروف الاقتصادية المحيطة بالشركة سواء كانت تلك الظروف ظروفًا اقتصادية عامة، أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، أو الظروف التي تتعرض لها شركة نفسها<sup>124</sup>، والهدف الأساسي من ذلك هو توفير معلومات تفيد في التنبؤ بما سيكون عليه مستقبل الشركة والأرباح المستقبلية، التي تعتبر عاملاً مهماً في تحديد قيمة سهم<sup>125</sup>، من ناحية أخرى التحليل الأساسي يمثل تحليل للقوائم المالية للشركات، ومحاولة تقييم الأسهم بقيمتها العادلة في السوق بناء على وضعها وأرباحها الحالية وأرباحها المستقبلية، آخذين بعين الاعتبار وضع القطاع الذي تعمل به الشركة والاقتصاد الذي يحويها بشكل عام .

يعني التحليل الأساسي الذي يطلق على ممارسيه بالأساسيين بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية، بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المؤسسة بالإضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، وتمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المؤسسة.

<sup>126</sup> وتشمل طريقة التحليل الأساسي للأوراق المالية مجموعة من المتغيرات الاقتصادية هي:

- المتغيرات الاقتصادية الكلية وتشمل تحليل الناتج القومي ومعدلات التضخم..... الخ؛
- المتغيرات الاقتصادية القطاعية وتشمل تحليل القيمة المضافة لقطاعات ذوي الأوراق المالية محل التحليل، وحجم الاستثمار وحجم التسهيلات الائتمانية
- للقطاع؛



– المتغيرات الاقتصادية الجزئية وتشمل تحليل حجم القروض الممنوحة للمنشأة والمبيعات، وإنتاجية العمل ورأس المال في المنشآت؛

– السياسات الاقتصادية: وتشمل تحليل السياسات المالية متضمنة الإنفاق العام والضرائب والرسوم، وتحليل السياسات النقدية متضمنة: معدلات الفائدة وعرض النقود والتسهيلات المصرفية وترتيب أصول المصارف.

### ثانيا: مداخل وفرضيات التحليل الأساسي

ويدرج ضمن التحليل الأساسي نوع آخر من التحليل يتمثل في التحليل المالي وهو تحليل ضروري لتقييم الأوراق المالية وخاصة الأسهم، ويهتم التحليل المالي بأوضاع الشركة من الداخل بربط أسعار الأسهم بالربح الصافي للسهم مما يسمح بإجراء تقييم نظري للشركة، ثم ينتقل إلى مقارنتها مع باقي شركات القطاع المعني بإجراء المقارنة بين العديد من الأسهم.

وهناك أسلوبان (مدخلان) في تحليل الأساسي للورقة المالية هما:<sup>127</sup>

**1- أسلوب التحليل من الأعلى إلى الأسفل (التحليل الكلي فالجزئي):** حيث يتم بتحليل الظروف والعوامل الاقتصادية الكلية، ثم يليه تحليل ظروف القطاع الاقتصادي الذي تنشط فيه الشركة محل التقييم، وبعد ذلك تحليل عوامل الشركة ذاتها، من أجل البحث عن أفضل ورقة مالية للاستثمار فيها.

**2- أسلوب التحليل من الأسفل إلى الأعلى (التحليل الجزئي فالكلي):** يستخدم هذا المدخل عندما تكون هناك ورقة مالية معينة يراد اتخاذ قرار الاستثمار فيها، حيث يبدأ بتحليل ظروف الشركة ثم ظروف القطاع وصولاً إلى تحليل الظروف الاقتصادية.

وتتمثل الفرضيات الذي يقوم عليها هذا النوع من التحليل فيما يلي:<sup>128</sup>

– السوق المالية كفاءه في شكلها الضعيف فقط، وأنه لا يمكن تحقيق عوائد غير عادية من خلال تحليل العوامل التاريخية ودراستها، ذلك أن الأسعار في الماضي لا تحدد الأسعار الحالية والمستقبلية، بل تتغير بوجود معلومات جديدة، وهذا غير متوفر في السوق ضعيفة الكفاءة؛

– إمكانية التنبؤ بأسعار الأوراق المالية بالاعتماد على تحليل المعلومات الواردة، وذلك لتحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بسعرها السوقي، واكتشاف الخلل السعري لاتخاذ القرار المناسب.

### ثالثاً: مراحل التحليل الأساسي

يتم تحليل الأساسي للورقة المالية بالاعتماد على تحليل الكلي فالجزئي على المراحل التالية:

#### 1- التحليل الاقتصادي

يقوم التحليل الاقتصادي على دراسة المتغيرات الاقتصادية الكلية لتنبؤ بالحالة الاقتصادية رواج أو ركود، وتأثيرها على الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال تحديد وتحليل هذه المتغيرات ومؤشرات.

ويمكن تلخيص اهم هذه المتغيرات بما يلي:<sup>129</sup>

#### 1-1 السياسة المالية

تستخدم الدولة أدوات السياسة المالية المتمثلة في الضرائب والإنفاق الحكومي للتأثير على الطلب الكلي في الاقتصاد، ففي أوقات الكساد تتبع الدولة سياسة المالية توسعية من خلال تخفيض الضرائب أو زيادة الإنفاق الحكومي، إذ أن تخفيض معدل الضريبة على أرباح الشركات من شأنه إن يترك أثراً إيجابياً على أرباحها الصافية، وبالتالي يتوقع أن يكون هناك اتجاه صعودي في حركة أسعار الأسهم غير انه قد ينجم عن هذا الإجراء اثر سلبي متمثل في انخفاض الموارد ميزانية الدولة، مما يدفعها إلى تبني سياسة التمويل بالعجز، وهو ما قد ينجم عنه حدوث موجات تضخمية من شأنها أن تؤثر سلباً على قيمة الحقيقة لأرباح الشركات، مما يتوقع أجاها تنازلياً في حركة الأسهم، وبالتالي يتجلى دور المحلل الأساسي في تنبؤ بالتأثير الناتج عن تخفيض معدل الضريبة على الأرباح، أما في فترات التضخم فتقوم الدولة باتباع سياسة مثالية انكماشية من خلال خفض وتقييد الطلب الكلي عن طريق ترشيد النفاق الحكومي وزيادة الضرائب.

#### 2-1 السياسة النقدية

تعتبر الساسة النقدية عن الإجراءات اللازمة التي تمكن السلطات النقدية من ضبط عرض النقود أو التوسع النقدي ليتماشى وحاجة المتعاملين الاقتصاديين، حيث يمكن أن تكون هذه السياسة توسيعية تسعى لزيادة عرض نقود قصد تخفيض معدلات الفائدة، وبالتالي تخفيض تكلفة الائتمان مما يؤدي إلى توسع في منح القروض وتشجيع الاستثمار، مما يتوقع أن يكون هناك اتجاه تصاعدي في حركة أسعار الأسهم، غير أن هذه الزيادة قد تؤدي إلى تضخم، مما يؤدي إلى زيادة العائد المطلوب على الاستثمار والذي يستخدم كمعدل خصم علي معادلة تسعير الأوراق المالية، مما يتوقع أن يكون هناك اتجاه تنازلياً في حركة أسعار الأسهم، كما

يمكن أن تكون انكماشية تسعى إلى تقليص عرض النقود ورفع معدلات الفائدة قصد كبح الناتج المحلي وكبح التضخم، وبالتالي تؤثر على حركة أسعار الأسهم.

### 1-3 حجم الناتج المحلي الإجمالي

يعتبر أحد أهم المؤشرات الهامة المعبرة عن النشاط الاقتصادي، إذ يتأثر صعوداً ونزولاً بدورة الأعمال ويعكس الحالة الاقتصادية للدولة، فالإعلان عن الزيادة غير متوقعة في حجم النشاط الاقتصادي يزيد من تفاؤل بشأن مستقبل الاقتصاد، مما يزيد من حركة التعامل بالأسهم وبتالي ارتفاع سعره

### 1-4 معدلات التضخم

يقصد بالتضخم الارتفاع المستمر في مستوى العام للأسعار خلال فترة زمنية قد تطول، فهو يؤدي إلى تآكل وانخفاض مضاعف السعر ورجحية سهم وكونه جزء من معدل العائد المطلوب على الاستثمار، فمن المتوقع أن يكون هناك اتجاه عكسي في حركة أسعار الأسهم.

### 2- التحليل الصناعي

يشمل تحليل ظروف الصناعة على تعريفها وبيان الجوانب الأساسية في تحليل ظروفها مع بيان الأدوات المستخدمة في تحليل هذه الظروف، من خلال العناصر التالية:<sup>130</sup>

### 2-1 تعريف الصناعة

هي مجموعة الشركات التي تقوم بإنتاج سلع أو خدمات متشابهة، وبالتالي تواجه ظروف اقتصادية، اجتماعية، قانونية وتكنولوجية متشابهة، فدراسة ظروف الصناعة تكمن في تحديد اتجاهات الصناعة المختلفة وكذا معرفة الاختلافات بين مؤشرات أداء الصناعات المختلفة خاصة العائد والمخاطرة، حيث تتعدد أنواع الصناعات كما يلي:

– الصناعات المتنامية؛

– الصناعات المرتبطة بالدورات؛

– الصناعات الدفاعية؛

– الصناعات المتنامية والمرتبطة بالدورات بالدورات.

## 2-2 الجوانب الأساسية في تحليل ظروف الصناعة

يركز المحلل على تحديد الاعتبارات الأساسية لكل صناعة من خلال العناصر التالية:

- التحليل التاريخي للمبيعات؛

- طبيعة المنتجات وتكنولوجيا الصناعة؛

- تأثير الحكومة؛

- ظروف المنافسة؛

- حجم الطلب وحجم العرض.

## 3-أدوات تحليل ظروف الصناعة:

يعتمد تحليل الظروف الصناعة على كثير من أدوات أهمها:

- دورة حياة الصناعة: تساعد على تنبؤ بمبيعات الصناعة من خلال ملاحظة التطور الصناعة بمرور الزمن

وتنقسم الى عدة مراحل: مرحلة الظهور؛ مرحلة النمو؛ مرحلة النضج؛ مرحلة الزوال

- لتنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة: يقوم التنبؤ في هذا الصدد على تحليل الطلب الفعلي على

المنتجات الصناعية بهدف معرفة العوامل المؤثرة في ذلك الطلب. والتي تعد الأساس الذي يعتمد عليه في

التنبؤ بمبيعات الصناعة.

## 3- تحليل ظروف المؤسسة.

يعد التحليل ظروف المؤسسة الخطوة الأخيرة في إطار منهج التحليل الأساسي حيث يهتم بتحليل

الوضع المالي التاريخي بهدف تحديد ربحيتها ومدى نموها وقدرتها على مواجهة الشركات الأخرى من خلال

العناصر التالية:<sup>131</sup>

## 3-1 التحليل التاريخي للمؤسسة:

يعتبر التحليل البيانات التاريخية للمؤسسة الخطوة الأولى لتعرف على مستقبلها إذ أن مدى تحقيق

المؤسسة لأهدافها يرتكز على مركزها التنافسي داخل هذه الصناع.

### 3-2 تحليل المتغيرات المالية عن طريق تحليل:

- القوائم المالية المقارنة: يهدف تحليل القوائم المالية المقارنة إلى الكشف عن التطورات الحادثة فيه
- التحليل بواسطة النسب المالية: يعتبر التحليل بواسطة النسب المالية من أكثر الوسائل استخداماً لتقييم
- الأداء المالي للشركة، ويوجد العديد من نسب المالية التي يتم استخدامها ويتم تصنيفها إلى: نسب السيولة؛ نسب النشاط؛ نسب الربحية؛ نسب الرفع. نسب المديونية والمردودية.
- تحليل العائد والمخاطرة: يعتبر العائد من أهم العوامل المحدد لسعر السهم ومن أهم المؤشرات المستخدمة في تحليل العائد هناك مؤشر الربحية السهم، مضاعف الربح، الربح الموزع ...
- التنبؤ بالوضع المستقبلي.

### المحور الثاني: التحليل الفني للأوراق المالية

يعتبر التحليل الفني من بين أحد الأساليب مستعملة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية، فهو عملية دراسة تحركات الأسعار في الماضي بهدف التنبؤ باتجاه الحركة في المستقبل، ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة تبعاً لذلك.

### أولاً: مفهوم التحليل الفني ومميزاته

يمكن رصد مفهوم التحليل الفني من خلال التعاريف التالية:

- يعرف التحليل الفني على أنه استخدام البيانات التي تتولد من سوق معين لتحليل كل من سوق الأسهم الكلي والأسهم الفردية، وأحياناً يسمى بتحليل سوق أو التحليل الداخلي لأنه يستخدم بيانات السوق نفسه لتقييم الطلب وعرض لاسهم معينة أو لسوق بأكمله، وهكذا يعتقد المحللون الفنيون بأنه للقيام بالتنبؤات الخاصة بالسوق فإن هذا سوق هو نفسه هو أفضل مورد للبيانات<sup>132</sup>.
- ينصرف اهتمام التحليل الفني إلى تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة، يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم فحركة الأسعار في الماضي وفقاً لهاذا مدخل، تعد مؤشراً يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في مستقبل<sup>133</sup>.
- نستخلص من خلال التعريفين إن التحليل الفني هو: دراسة الاتجاه الماضي لسعر السهم لمحاولة التنبؤ باتجاهه المستقبلي، ويتم استخدام برامج مختصة في تحويل تغيرات الأسعار إلى مخططات بيانية تربط السعر

بالزمن، ويستعمل التحليل الفني بشكل واسع بين المتداولين ومحترفي المضاربة ويرجع البعض انتشاره إلى سهوله تعلمه واهم مميزات التحليل الفني للأوراق المالية نجد: <sup>134</sup>

- **التركيز على السعر:** بما أن الهدف الأساسي من عملية التحليل هو محاولة التنبؤ بالاتجاه المستقبلي للسعر، فإنه من المنطقي أن يكون تركيزنا عليه، خصوصاً ونحن نعلم بأن كل ما يمكن أن يؤثر على السعر مأخوذ في الحسبان، لذلك نجد دائماً أن حركة الأسعار تسبق الإعلان عن الأخبار سواء الإيجابية أو السلبية.

- **المرونة والتكيف:** فالمرونة والتكيف ميزة أخرى تضاف لمزايا التحليل الفني، فمن الممكن ومن خلال استخدام هذا النوع من التحليل التعامل مع أي سوق مالي سواءً كان أسهماً، أو سندات، أو عملات، أو عقود آجلة، أو سلعا، فالمحلل الفني يمكنه متابعة عدة أسواق مالية مختلفة، وهذا من الصعب تحقيقه باستخدام أنواع التحليل الأخرى.

- **إمكانية تطبيقه على الأسواق المالية المختلفة:** حيث تم تطبيق التحليل الفني على سوق الأسهم أولاً، ثم بعد ذلك توسع تدريجياً ليشمل جميع الأسواق المالية الموجودة اليوم، فالمبادئ والأدوات الفنية يمكن تطبيقها على أي سوق، كما أن هناك أسواق مالية يتم التعامل معها بشكل أساسي من خلال التحليل الفني، كما هو الحال مع سوق العملات، وهذا تأكيد إضافي على مدى فاعلية التحليل الفني وأهميته، حيث أنه أداة أساسية يجب أن تستخدم في التعامل مع الأسواق المالية.

- **إمكانية تطبيقه على فترات زمنية مختلفة:** يمكن من خلال التحليل الفني الانتقال بكل سهولة من فترة زمنية إلى أخرى، فالمحلل اليومي الذي يركز على المدى القصير يستطيع استخدام الخرائط اللحظية، التي توضح تحركات السعر ضمن يوم التداول، ، كما أن المحلل الذي يهتم بالمدى الطويل بإمكانه استخدام الخرائط الأسبوعية أو الشهرية. وفي كل الأحوال يتم تطبيق التحليل الفني باستخدام نفس المبادئ على أي فترة زمنية وهذه ميزة جوهرية تضاف إلى سلسلة المميزات التي جعلت التحليل الفني الخيار الأفضل دائماً

- **تحديد توقيت الدخول والخروج:** التحليل الفني يتيح لك اختيار أفضل توقيت ممكن للدخول أو الخروج، فعندما ينتهي المحلل الفني من الإجابة على السؤال الأول: ما هو السهم الذي سوف أشتريه؟ يجد نفسه أمام سؤال آخر لا يقل أهمية عنه وهو متى سوف أشتري هذا السهم؟ لحسن الحظ إن التحليل الفني يستطيع الإجابة على هذين السؤالين بكل دقة؛ وذلك من خلال تحديد النقاط المناسبة للدخول مثل: مستويات الدعم، اختراق مستويات المقاومة، اختراق خط الاتجاه الهابط، إكمال أحد نماذج الخرائط بشكل إيجابي، كل

هذه النقاط تعتبر نقاط مناسبة للدخول. على سبيل المثال الوقت الذي يكتمل فيه النموذج الإيجابي يكون أفضل وقت لشراء السهم، هذا في حالة تحديد توقيت الشراء.

#### ثانياً: فروض وأسس التحليل الفني

يمكن تلخيص فروض التحليل الفني للأوراق في النقاط التالية:<sup>135</sup>

- تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية في ضوء تفاعل قوى العرض والطلب فقط؛
- تتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب منها عوامل منطقية تتضمن المعلومات المالية الخاصة بالسهم، والتي تنعكس آثارها في سلوك المستثمرين بالسوق، وعوامل غير منطقية مثل الآراء والتوجهات؛
- تميل أسعار الأوراق المالية لأن تكون اتجاهات تستمر لفترات طويلة نسبياً بالرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر؛
- التغيرات التي تطرأ على قوى العرض والطلب في القيمة السوقية هي نفسها من تغير في اتجاه الأسعار. يرتكز التحليل الفني مثل غيره من التحليل للأوراق المالية على خمس عناصر كما يلي:<sup>136</sup>
- يرتكز التحليل الفني أساساً على أسعار الأسهم السوقية خلال فترة زمنية محددة، ومن خلال سلاسل زمنية لحركة الأسعار وحجم التداول يمكن التنبؤ بنقاط المقاومة الجديدة والتغير المحتمل في الأسعار السوقية خلال فترة زمنية محددة، ومن ثم فإنه يعتمد على بيانات الصندوق المنشورة مثل نشرات الأسعار اليومية والأسبوعية والشهرية؛
- يعتمد التحليل الفني للأسهم على الآجل القصير حيث انه يتم لأغراض المتاجرة بيع أو شراء الأسهم، وقد تم تصميم الكثير من أساليب التحليل الفني للتنبؤ بتحركات الأسعار للأوراق المالية خلال فترة زمنية قصيرة، وذلك بخلاف التحليل المالي الذي يعتمد على الآجل الطويل أو المتوسط، حيث انه يعتمد على الميزانيات السنوية والقوائم المالية المنشورة؛
- يعتمد التحليل الفني على تحليل دورات أسعار الأسهم، فالأسهم تميل إلى التحرك في دورات من الارتفاع والانخفاض لتصل إلى مستويات جديدة من التوازن، وبتحليل العرض والطلب والأسعار والكميات يمكن توقع مستويات الأسعار المتوقعة الجديدة.

– التغيير في العلاقة ما بين العرض والطلب على الأسهم وتأثيره في اتجاهات السوق الكلية، فقد يؤثر ارتفاع قطاع معين إلى تأثير في السوق كله نحو الارتفاع أو انخفاض قطاع معين إلى سحب السوق إلى التراجع، فالتحليل الفني مهم هنا لتحليل العلاقات بين أسهم القطاعات المختلفة من السوق لبناء توقعات المستقبل؛  
– إن التغيير في العرض والطلب على الأسهم بعضه متوقع وبعضه نتيجة عوامل نفسية أو شائعات أو ظروف اقتصادية أخرى مثل التغيرات التي تحدث في برنامج الخصخصة.

### ثالثاً: نظريات التحليل الفني

#### 1- حجر الأساس في التحليل الفني نظرية داو Charles Henry Dow

في عام 1887 طور " تشارلز داو" مؤشر الشركات الصناعية و مؤشر صناعات السكك الحديدية والذي يتضمن 20 من كبرى هذه المؤسسات في الولايات المتحدة، والليدان يعرفان الآن بمؤشر داو جونز الصناعي وداو جونز للنقل.

يعتبر داو رائد التحليل الفني وكان أهم ما اعتمد عليه في بناء نظريته اعتبار أن أغلب أسعار الأسهم تتحرك في نفس اتجاه حركة السوق، ولهذا السبب وضع فكرة المؤشر إذ أن نظريته بدأت في صورة بيانات حول حالة السوق وحركة الأسهم، ولم يقصد لأفكاره أن تصبح مجموعة متكاملة من المبادئ<sup>137</sup>، حيث تقوم هذه النظرية على الافتراضات التالية:<sup>138</sup>

#### الفرض الأول: المتوسطات تلغي كل شيء

تعكس الأسعار المختلفة للسهم كل شيء يمكن معرفته عن الورقة المالية، حيث يستوعب المشاركين في السوق هذه المعلومات وتنعكس على سلوكهم، وبالمثل فان متوسطات السوق تعكس كل شيء معروف لدى كل الأطراف المشاركة في السوق؛

#### الفرض الثاني: يتكون السوق من ثلاثة اتجاهات

عند أي نقطة زمنية في السوق تؤثر ثلاثة قوى في الأسعار، وهي الاتجاه الأساسي فهو يعكس حالة السوق فاذا حقق ارتفاعات عالية أو منخفضة فان الاتجاه الأساسي هو الارتفاع، أما إذا حقق السوق انخفاضات مرتفعة ومنخفضة فان الاتجاه الأساسي هو الهبوط، وفيما يتعلق بالاتجاه الثانوي فهو يمثل تصحيحاً



لردود الأفعال التي تحدد في الاتجاه الأساسي، واتجاهين ثانويين، أما الاتجاهات الغير الرشيدة فهي قصيرة الأجل وتتمثل في تحركات الأسعار من يوم إلى ثلاثة أسابيع؛

#### الفرض الثالث: الاتجاهات الأولية لها ثلاثة مراحل

تقول نظرية "داو" أن المرحلة الأولى للسوق تبدأ بعملية شراء مكثفة من جانب المشاركين في السوق، أما المرحلة الثانية فتتصف بزيادة أرباح الشركات، أما المرحلة الثالثة فتتميز باستقرار أرباح الشركات وتكون الظروف الاقتصادية في أحسن حالاتها؛

#### الفرض الرابع: يجب أن تثبت المتوسطات من بعضها

يعني هذا الفرض أن متوسطات مؤشرات الصناعية ومتوسطات مؤشرات النقل يجب أن يثبت كل منها صدق الآخر، حتى تكون التغيرات في الاتجاهات صادقة الحدوث؛

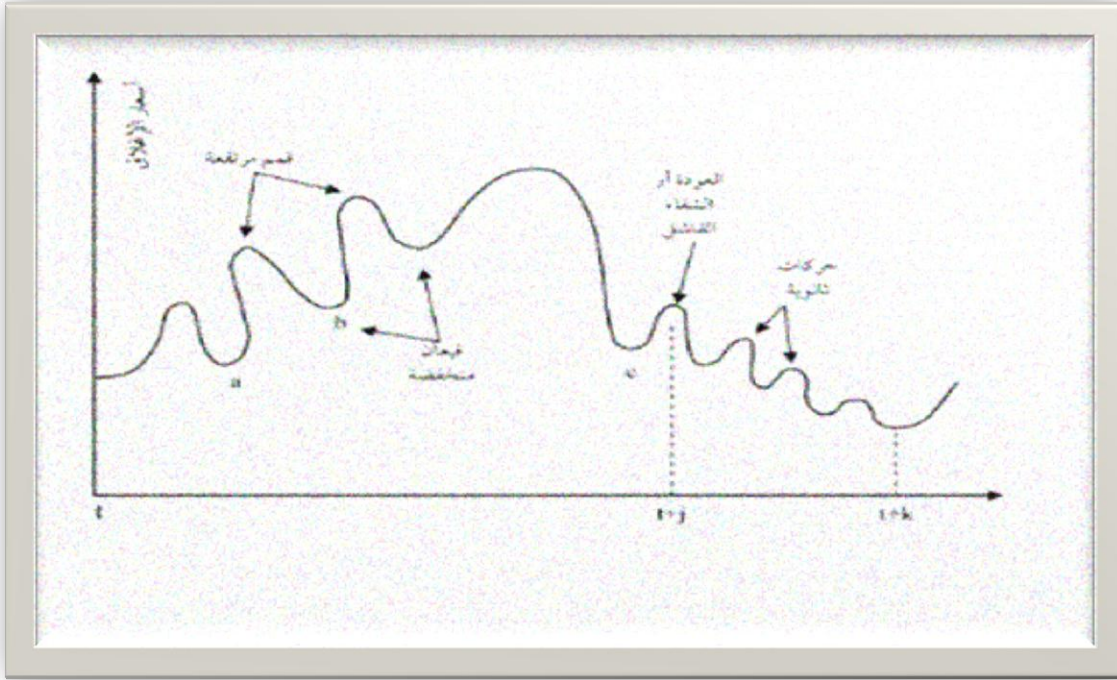
#### الفرض الخامس: يجب أن تؤكد أحجام التعامل اتجاه السعر

تركز نظرية "داو" بشكل أولى على تصرفات الأسعار، وتعتمد على أحجام التعامل فقط لتثبت من حالات عدم التأكد، فإذا كان الاتجاه الأول هبوطي فان حجم التعامل يجب أن ينخفض أثناء هبوط السوق أما اذا كان صعودي فيجب أن يزيد حجم التعامل أثناء صعود السوق؛

#### الفرض السادس: يظل الاتجاه فعالا إلى أن يعطي إشارة انقلاب واضحة

يعرف الاتجاه الصاعد بأنه سلسلة من الارتفاعات الكبيرة أو الضئيلة، ولكي يعكس الاتجاه الصاعد نفسه، فلا بد أن تتصف الأسعار على الأقل بانخفاض واحد عالي أو انخفاض واحد منخفض يساعد على من إمكانية التنبؤ باتجاه هابط، وعند حدوث إشارة انعكاس أو انقلاب في الأسعار من خلال مؤشرات داوجونز الصناعي والنقل، فان ذلك يعد مؤشر الاتجاه جديد.

الشكل رقم (05): حركة الأسعار بموجب نظرية داو



المصدر: ماجد فهد العمري، التحليل الفني: الأداة الأكثر فعالية لتحليل الأسواق المالية، الطبعة الثالثة، دار مضارب، 2020، ص 45

ويتضح من الشكل الاتجاه الأساسي الصاعد الذي ينطلق من النقطة  $t$  ولغاية النقطة الزمنية  $t+j$ ، إذ يرتفع السعر في ذلك اليوم في الاتجاه الصعودي وما يلبث حتى ينخفض مرة أخرى ضمن ما يطلق عليه بحالة الشفاء الفاشل أو العودة الفاشلة، التي قد تنشأ بسبب الانحرافات القصيرة الأجل عن خط الاتجاه العام، و تبقى لمدة زمنية قد تصل لبضعة شهور عندما تتوقف تلك الحركات الثانوية عن الارتفاع والوصول إلى مستويات أعلى من مستوياتها السابقة، وقبل النقطة الزمنية  $t+j$  فإن جميع الارتفاعات ناتجة عن ارتفاعات سابقة إلا أنه وبعد حالة الشفاء أو العودة الفاشلة فإن جميع الارتفاعات تصاب بالهبوط المستمر مرة ثانية، ولغاية النقطة الزمنية  $t+k$  وما تمثله هذه النقطة من مرحلة تحول في الاتجاه العام عن طريق توقف جميع الاتجاهات الثانوية عن الانخفاض المستمر نحو الارتفاع، ومن هنا تظهر حالة الارتفاع السوقي.

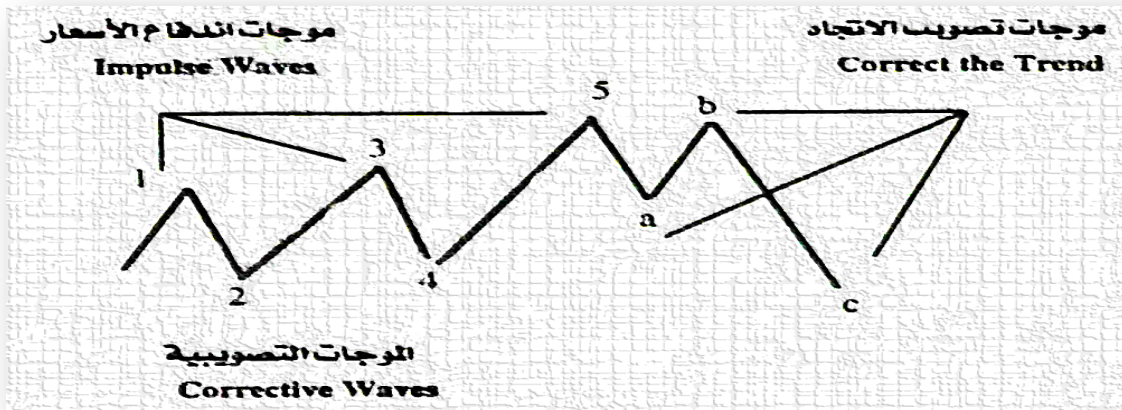
## 2- نظريات الموجات لـ "اليوت"

ترجع نظريات الموجات إلى "رالف نيلسون اليوت" ، والذي لاحظ أن التحركات في سوق الأسهم يمكن التنبؤ بها من خلال تحديد أمواج للأسعار ذات أنماط معينة ومتكررة، و أثناء فترة الخمسينيات والستينيات قام "هاملتون بولتون " بتطوير أفكار "اليوت"، حيث نشر عام 1960 دراسته عن أساسيات نظرية الموجات، والتي تعد أول عمل علمي مميز في شرح هذه النظرية.

تقوم نظرية الموجات لإليوت على عدة مبادئ أساسية أهمها ما يلي:<sup>139</sup>

- أي فعل أو تصرف يتبعه رد فعل.
- يوجد خمسة موجات في نفس الاتجاه للاتجاه الأساسي يتبعها ثلاثة موجات تصويبية ويطلق عليها: 3-5-3 حركة.
- الـ 3-5 حركة، تكمل دورة، وتمثل جزأين فرعيين من الـ 3-5 موجة الصاعدة.
- نمط الـ 3-5 يبقى ثابت خلال مدى زمني معين.
- أما النمط الأساسي يتكون من موجات (5 صاعدة و3 هابطة) والتي تأخذ الأرقام 1، 2، 3، 4، 5 والحروف A، B، C في الخريطة التي يوضحها الشكل الموالي:

شكل رقم (06): خريطة نظريات الموجات لـ"اليوت"



المصدر: محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات، مرجع سبق

ذكره، ص 101.

وكما توضح الخريطة السابقة فإن الموجات 1، 3، 5 يطلق عليها موجات اندفاع، أما الموجة 2، 4 فيطلق عليها موجات تصويبية. وأخيرا فإن الموجات c، b، a يطلق عليها موجات تصويب الاتجاه الرئيسي الذي تشكل من الموجات من 1 إلى 5، الذي يمكن أن يكون صعوديا أو هبوطيا، أما الموجات c، b، a فتتحرك عادة في اتجاه معاكس للموجات من 1 إلى 5.

وتشير نظرية إليوت أن كل موجة من الموجات التي تأخذ أرقاما من 1 إلى 5 تعيد نفسها مرة أخرى في دورة مماثلة، ويطلق على الموجة الأطول والتي تتكون من أكثر من مجموعة متماثلة من الموجات 1 إلى 5 مصطلح الدورة العظمى. وعلى هذا الأساس ترى نظرية إليوت أن تحركات الأسعار تسير في دورات عظمى وان كل دورة عظمى تتكون من دورات رئيسية، وكل دورة رئيسية تتكون من دورات.

وكل دورة تتكون من عدد من الموجات تعكس إما اتجاهها صعوديا أو اتجاهها هبوطيا.

#### رابعا: أدوات التحليل الفني

يقصد بأدوات التحليل الفني لأسعار السوق، مؤشرا السوق التي تهدف إلى تحديد اتجاه الأسعار فيه، أي إذا كانت تتجه نحو الصعود أم تتجه نحو الهبوط، هناك العديد من المؤشرات والأدوات المستخدمة في هذا الأسلوب يمكن تصنيفها إلى:

– أدوات التحليل الفني لأغراض التنبؤ بحركة السوق.

– أدوات التحليل الفني لأغراض التنبؤ بحركة سعر سهم معين.

#### 1- أدوات التحليل الفني لأغراض التنبؤ بحركة السوق.

يقصد بها مؤشرات السوق التي تهدف إلى قياس القدرة النسبية لسوق، وتحديد اتجاه الأسعار فيه أي ما إذا كانت تتجه نحو الصعود أو نحو الهبوط، وهناك ثلاث مجموعات:<sup>140</sup>

– مقاييس ميل واتجاه المستثمرين تعطي مؤشرا لاتجاه الحركة المستقبلية في أسعار الأسهم، حيث تمكن من التنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة للدولة؛

– مقاييس وجهة النظر المضادة تقوم على اعتقاد أن هناك مجموعة من المستثمرين عادة ما يتخذون قرارات استثمارية خاطئة، خاصة عندما تكون أسعار السوق في طريقها إلى التحول، وبناء عليه فإن الاستراتيجية الناجحة تقتضي معرفة قرارات هؤلاء المستثمرين وعلى ضوءها تتخذ قرارات عكسية؛

– **مقاييس المستثمر المحترف:** من المعتقدات الشائعة ان الصفقات التي يرمها المستثمرين المحترفين عادة ما تنتج عنها عائد متميز، كما يمكن اعتبارهم بمثابة مستثمرين لديهم معلومات عن المنشآت لا تتاح لغيرهم الأمر الذي يتيح لهم تحقيق أرباح متميزة.

## 2- أدوات التحليل الفني لأغراض التنبؤ بحركة سعر سهم معين.

أهم هذه الأدوات هي:<sup>141</sup>

– مؤشر خريطة القوة النسبية: تتفاوت الأسهم من حيث درجة التقلب في أسعارها، فهناك أسهم ترتفع أسعارها بسرعة عندما تكون السوق في الصعود، إلا أن أسعارها تنخفض ببطء عندما يكون السوق في الهبوط، ويطلق على هذا النوع من الأسهم بالأسهم ذات القوة النسبية، ويقاس هذا المؤشر بعدة طرق منها حساب معدل العائد على الاستثمار في كل سهم وعلى أساسه يتم تصنيف الأسهم التي تتميز بارتفاع متوسط معدل عائد على الاستثمار خلال فترة زمنية على أنها أسهم تتميز بقوة نسبية.

– خرائط المتوسطات المتحركة: هو تقنية لتسوية السلاسل الزمنية تعتمد على حساب المتوسط الحسابي لعدد معين من المستويات المتتالية في سلسلة زمنية، ثم حساب المتوسط الحسابي لنفس السلسلة لكن مع إلغاء أقدم مستوى في السلسلة وتعويضه بأحدث مستوى، ويوجد هناك عدة أنواع: المتوسط المتحرك البسيط، المتوسط المتحرك مرجح؛

– خرائط الأعمدة: تعتبر خرائط الأعمدة البيانية من بين الأدوات الأكثر استعمالاً في عرض بيانات الأسعار، إذ تستخدم لتوضيح التحركات التي تحدث في أسعار الأسهم بالاعتماد على أدنى وأعلى سعر، سعر الإغلاق وسعر الفتح، وذلك خلال فترة زمنية معينة.

– مؤشر القوة النسبية: الهدف منه التوقع باقتراب تغير في الاتجاه العام لسعر السهم، وذلك بتحديد ما إذا كان السهم يتعرض لإفراط في البيع أو إفراط في الشراء، حيث يعمل هذا المؤشر على مقارنة حجم وقوة المكاسب المحققة في سعر الورقة المالية إلى حجم وقوة الخسائر المحققة في سعر الورقة المالية خلال فترة زمنية محددة.

خامسا: الفرق بين التحليل الأساسي والفني

يمكن حصر اهم الفروقات بين التحليل الأساسي والفني من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (05): أهم الفروقات بين التحليل الفني والتحليل الاساسي

وجه المقارنة	التحليل الفني	التحليل الأساسي
المفهوم	هو تحليل ينصب على الظروف للسوق أسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها	هو تحليل ينصب على ظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المنشأة
الهدف	دراسة متغيرات السوق في الماضي ودورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية	تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقة لضمها إلى محفظة المستثمر
الافتراضات	<ul style="list-style-type: none"> <li>- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال قوى العرض وطلب</li> <li>- العوامل التي تحكم العرض بعضها منطقي وبعض الآخر غير منطقي</li> <li>- أن سوق راس مال غير كفاء</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- أن سوق راس مال كفاء</li> <li>يمثل هذا النوع الضمانة لعدم الوقوع في الأخطاء الاستثمارية فادحة عند اتخاذ القرارات الاستثمارية</li> </ul>
مصادر البيانات الخاضعة للتحليل	<ul style="list-style-type: none"> <li>عوامل السوق نفسه مثل:</li> <li>- أسعار أوراق المالية</li> <li>- حجم التداول</li> <li>- عدد الصفقات وحجمها</li> <li>- سلوك المستثمرين</li> <li>- عمليات البيع على مكشوف</li> <li>- لتوقيت الزمني</li> <li>- اتساع السوق</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- العوامل الاقتصادية العامة مثل:</li> <li>- الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف.</li> <li>- العوامل المتعلقة بالصناعة مثل: دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة .... الخ</li> <li>- العوامل المتعلقة بالمنشأة مثل: القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة.</li> </ul>

أدوات التحليل	<ul style="list-style-type: none"> <li>- مؤشرات ميول المستثمرين</li> <li>- مؤشرات تدفقات الأموال</li> <li>- مؤشرات هيكل السوق</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>المؤشرات الاقتصادية العامة:</li> <li>- دورة حياة الصناعة</li> <li>- التنبؤ بحالات النمو</li> <li>- تحليل الظروف المنافسة</li> <li>- القوائم المالية</li> <li>- تحليل السلاسل الزمنية</li> <li>- تحليلات الخاصة</li> <li>- تحليل النسب</li> </ul>
---------------	--	---

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مراجع سابقة الذكر

### المحور الثالث: تكوين المحافظ الاستثمارية

يعتبر موضوع المحفظة الاستثمارية تطويراً لعلم الاستثمار، وجاء من أجل تلبية حاجات المستثمرين الذين يعتبرون الاستثمار في الأوراق المالية بمثابة خط الدفاع الأول للوقاية من المخاطر المحتملة، وتمثل القاعدة الأساسية التي تبنى عليها نظرية المحفظة في أنه كلما زادت درجة التنوع داخل المحفظة الاستثمارية كلما قلت درجة المخاطر المحتملة من قبل المستثمر، وعلى مدير المحفظة الأخذ بعين الاعتبار عائد ومخاطر الأصول المشككة للمحفظة، ومراعاة درجة الارتباط بين الأصول.

### أولاً: مفهوم المحفظة الاستثمارية وأهداف إنشائها

يمكن حصر مفهوم المحفظة الاستثمارية من خلال التعريف التالية:

- المحفظة الاستثمارية هي كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية، يكون الهدف من امتلاكه هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة؛<sup>142</sup>
- هي عبارة عن توليفة من الأدوات الاستثمارية تضم أدوات مالية كالأسهم، السندات، والقبولات المصرفية أذونات الخزانة وأدوات حقيقية كالعقارات والمعادن النفيس،<sup>143</sup> فهي أداة مركبة من أدوات الاستثمار بحيث تتكون من أصليين أو أكثر ويتم إدارتها من شخص مسؤول عليها يسمى مدير المحفظة.



– هي تشكيلة من الأوراق المالية يتم اختيارها بعناية ودقة فائقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، لذلك نجد أنها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات، صكوك...) تتباين وتختلف من حيث القيمة ومعدل العائد المتولد عنها ومدة استحقاقها<sup>144</sup>.

المحفظة الاستثمارية تتضمن مجموعة من الأصول الملموسة التي يمتلكها الأفراد بما في ذلك العقارات، بحيث لا تقتصر المحافظ على الأسهم والسندات أو النقد بشكل مباشر فقط، ومن الممكن أن تتضمن أيضا صناديق الاستثمار العقاري والصناديق المتداولة في البورصة بالإضافة إلى الضمانات والعقود الآجلة.

تتمثل أهداف المحفظة الاستثمارية في:

- تحقيق أقصى عائد ممكن بأقل مخاطر وتوفير السيولة اللازم
- الحفاظ على رأس المال الأصلي:
- استقرار تدفق الدخل
- التنوع: حيث أن الهدف من التنوع هو الحصول على أكبر العوائد بأقل درجات المخاطرة
- القابلية للسيولة والتسويق: وذلك من خلال الاستثمار في أدوات لها قابلية للتحويل إلى نقد بدون خسارة لمواجهة احتمالات العسر المالي والتعثر لدى شركات الاستثمار

#### ثانيا: أنواع المحافظ الاستثمارية

هناك عدة مؤشرات لتمييز المحافظ الاستثمارية منها:<sup>145</sup>

- إمكانيات المستثمرين والتي تحدد بالموارد المالية النقدية والحقيقية؛
- اختلاف العائد المتوقع من أداة استثمارية معينة مقارنة بالأدوات البديلة؛
- ظروف الاستثمارية وما يتولد عنه من مخاطر عديدة، والتي تختلف أحيانا في تأثيراتها النسبية من أداة الى أخرى؛
- كفاءة كل من إدارة السوق المالية وإدارة المحفظة الاستثمارية من خلال هياكل السوق؛
- حجم المعلومات المتوفرة ونطاق انتشارها ومستوى تحليلها.

هناك خمسة أنواع من المحافظ الاستثمارية يمكن تلخيصها في النقاط التالية:<sup>146</sup>



### 1- محفظة الدخل

محفظة الدخل: وهي المحفظة التي تتوجه من خلال تنويعها إلى تحقيق دخل مرتفع للمستثمر مع مستوى مخاطر مقبول، فقيام إدارة المحفظة (طبيعية معنوية باختيار الأوراق المالية التي تولد دخلاً مستقراً نسبياً مثل أسهم الشركات الكبرى والسندات جيدة الدخل يساعد في الوصول إلى محفظة الدخل.

غالبية الذين يفضلون محافظ الدخل إما أن يكونوا من صغار المستثمرين والذين يعتمدون في معيشتهم على الدخل من هذه الأوراق المالية، أو من المستثمرين المحافظين الذين لا يجذون المخاطرة ولو كانت هذه المخاطرة تنطوي على عوائد أكبر.

### 2- محفظة النمو

هي تبحث عن كيفية الحفاظ على نمو كل من الأصول والعوائد فان معدلات النمو وتكون المعيار الأساسي لانتقاء الأدوات، وثم لتقوم أداة المدراء وتحريكها في الأسواق المتاحة

تركز محفظة النمو في اختياراتها على أدوات الاستثمار التي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها، وتعتمد هذه المحفظة أساساً على شراء أسهم الشركات التي تحقق نمو في مبيعاتها، ومن طبيعة أسهم الشركات المكونة لمحفظة النمو أن توزيعات أرباحها النقدية ليست كبيرة، حيث أن إدارة هذه الشركات تلجأ في العادة إلى رسملة احتياجاتها وذلك من أجل استخدام هذه الأموال في عملياتها.

### 3- المحفظة المتنوعة:

تعمل إدارة المحفظة الاستثمارية بشكل عام على تنويع محتويات المحفظة الخاصة بها لتشمل غالبية الأدوات الاستثمارية، التي من المتوقع أن تعطي عوائد إيجابية وذلك في تشكيلات تتسم بالتوازن الديناميكي وترتكز على التوزيعات النقدية للأرباح بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم الشركات التي تحقق نمواً عالياً في إيراداتها، وتقوم المحافظ المختلطة بتنويع استثماراتها ما بين الأسهم التي تعطي توزيعات نقدية عالية والأسهم التي تؤدي إلى نمو وزيادة أموال المحفظة الاستثمارية.

### 4- المحفظة المتوازنة:

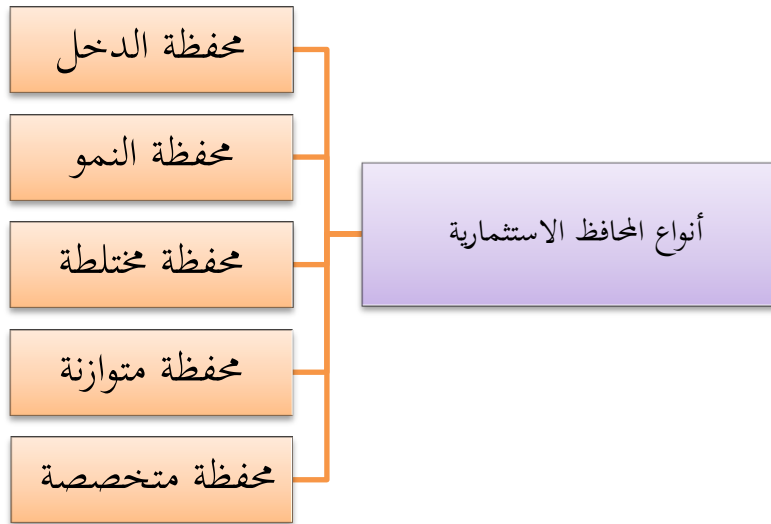
وهي تهدف إلى تحقيق التوازن العام للاستثمارات الخاصة في مكوناتها وهو القصير الأجل والطويل الأجل، ما يمكن إنجازه من خلال ربط التوازنين، وكذلك توافق من حيث العائد والمخاطرة، فهي المحفظة التي تتكون عادة من أسهم عادية وممتازة وسندات، حيث يأمل المستثمر في هذا النوع من المحافظ الحصول على

أرباح رأسمالية بالإضافة إلى توزيعات نقدية من أرباح الأسهم ومن فوائد السندات، وفي نفس الوقت المحافظة على رأس مال المستثمر.

#### 5- المحافظ المتخصصة

وهي من اندر المحافظ لأنها مؤقتة، وهي تتنافى مع مبدأ التنوع فهي تلك المحافظ التي تخصص في استثمار أسهم شركات صناعية مختارة مثل شركات الطيران أو الموارد الطبيعية أو الشركات التي تتعلق صناعاتها بالطاقة والنفط وغيرها.

الشكل رقم (07): أنواع المحافظ الاستثمارية



المصدر: من إعداد الباحثة

#### ثالثاً: سياسات تكوين المحفظة الاستثمارية

يمكن التمييز بين ثلاث سياسات في مجال إدارة المحفظة الاستثمارية هي:

#### 1- السياسة الهجومية

يكون الهدف الرئيسي من هذه السياسية تحقيق اعلى قدر من الأرباح الرأسمالية بفعل التقلبات التي تحدث في أسعار أدوات الاستثمار المستخدمة، يكونهم المستثمر تنمية راس المال أكثر من استثمارية الدخل، وفضل الأدوات هي الأسهم العادية حيث تشكل حوالي 80% إلى 90% من قيمة المحفظة، ويتم استخدام هذه السياسة في حالة وجود مؤشرات ازدهار اقتصادي.<sup>147</sup>

## 2- السياسة الدفاعية:

أو ما تعرف بالسياسة المتحفظة التي تميل إلى النأي عن الاستثمار في محافظ ذات مخاطر سواء كانت تلك المخاطر قليلة،<sup>148</sup> الأمر الذي يدفعه إلى إعطاء الأولوية المطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد، لذا نجد المستثمر في هذه السياسة يركز على الأدوات الاستثمارية ذات الدخل الثابت، ويطلق على هذا النوع من المحافظ بمحفظة الدخل، حيث تتكون قاعدتها الأساسية من السندات الحكومية والأسهم الممتازة بنسبة تتراوح بين 60% إلى 80% من رأس مال المحفظة.

## 3- السياسة المتوازنة

يتم فيها مراعاة تحقيق التوازن في المحفظة بحيث تؤدي إلى عوائد معقولة ومستويات بالمقابل معقولة من المخاطر، ويتم توزيع راس المال المستثمر على أدوات استثمار تتيح دخل ثابت ودخل متغير مع مراقبة درجة المخاطرة والنظر في أدوات استثمار قصيرة الأجل عالية السيولة واستثمار طويل الأجل مثل السندات أذونات الحكومة،<sup>149</sup> إضافة إلى الأدوات الاستثمارية الطويلة الأجل كالأسهم العادية والممتازة والسندات الطويلة الأجل، حيث تنتج مثل هذه المحافظ للمستثمر فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية، كما تتيح له انتهاج سياسة مرنة في إحلال أصولها وفقا لتقلبات أسعار الأوراق المالية من جهة وأسعار الفائدة من جهة أخرى.

## رابعا: تقييم أداء المحفظة الاستثمارية

أن تقييم المحفظة يجب أن يتم من أن يتم من آن إلى آخر أثناء عملية إدارة المحفظة، حيث تتعدد مداخل تقييم أداء محفظة الأوراق المالية، وأهم تلك المداخل أربعة نماذج أساسية هي:

- نموذج " شارب " sharp,s model
- نموذج " ترينور " trynor,s performance measure
- نموذج " جنسن " jensen,s performance measure
- نموذج " فاما " fama,s compoment investment performance measure

## 1- نموذج شارب

قدم وليام شارب نموذجه عام 1966، وهو مقياس مركب لقياس أداء محفظة الأوراق المالية يقوم على أساس قياس العائد والخطر أي المخاطر الكلية سواء المنتظمة وغير المنتظمة، والذي أطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد، فذلك النموذج يحدد العائد الإضافي الذي تحققه الأوراق المالية نظير كل وحدة من

وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة، ويستخدم وليام شارب الانحراف المعياري في قياس المخاطرة الكلية، وذلك النموذج يستخدم في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة، وتخضع لقيود متماثلة.

يتركز نموذج شارب على حساب العائد والمخاطرة عند تقييم أداء المحفظة، ويصاغ نموذج شارب حسب العلاقة التالية:<sup>150</sup>

$$s = \frac{(TRP - RF)}{\delta p}$$

حيث:

S – مقياس شارب

TRP – متوسط عائد المحفظة.

RF = معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة.

–  $\delta p$  مخاطرة المحفظة .

وتجدر الإشارة إلى أن نموذج شارب لا يمكن استخدامه إلا في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة، وتخضع إلى قيود مماثلة مثل محفظة مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط.

## 2- نموذج ترينور Treynor Ratio

قدم ترينور في عام 1965 بوضع نموذجه الذي يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، بحيث يفترض أن المحافظ يتم تنويعها تنوعاً جيداً، وبالتالي القضاء على المخاطر غير المنتظمة، وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا<sup>151</sup>، ويتم حسابه بالصيغة التالية:

$$T = \frac{(TRP - RF)}{bp}$$

حيث:

– مقياس ترينور

TRP : معدل العائد على الاستثمار في المحفظة

RF : معدل العائد على الاستثمار في المحفظة

$bp$  - : معامل بيتا للمحفظة

### 3- نموذج جنسن: Jonsen Model

يعرف باسم ألفا 1968 ويقوم على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد وهما:<sup>152</sup>

-المقدار الأول: يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة وهو ما يسمى بالعائد الإضافي.

-المقدار الثاني: يمثل حاصل ضرب معامل  $\beta$  في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة، والتي يمكن أن تسمى بعلاوة خطر السوق.

ومنه يظهر نموذج جنس كما يلي:

$$\alpha = (RP - Rf) - \beta (RM - Rf)$$

حيث:

$$= (RP - Rf) \text{ العائد الإضافي.}$$

$$= \beta(RM - Rf) \text{ علاوة خطر السوق.}$$

وتشير المعادلة إلى أن معامل ألفا إما أن يكون :

$$\bullet \alpha > 0 \text{ يشير إلى الأداء السيئ للمحفظة .}$$

$$\bullet \alpha < 0 \text{ يشير إلى الأداء الجيد للمحفظة .}$$

$$\bullet \alpha = 0 \text{ يشير إلى حالة التوازن بين عائد المحفظة وعائد السوق}$$

### 4- نموذج فاما

وقد قدم " فاما سنة 1972" نموذجاً لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة

في مستويات المخاطرة، ويقوم ذلك النموذج على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع من خلال العلاقة

التالية:<sup>153</sup>

$$RP = RF + \frac{\left( RM - \frac{RF}{\delta M} \right)}{\delta p} \left( \frac{COV(RP, RM)}{\delta m} \right)$$

ويقوم ذلك النموذج على فرضية السوق الكاملة، ويمكن تجزئة ذلك النموذج إلى ثلاث مكونات أساسية هي:

- تقييم الانتقائية

- تقييم التنوع

- تقييم الخطر

#### 1-4 تقييم الانتقائية

وهو يعبر عن مقياس لكيفية انتقاء واختيار المحفظة، وذلك عن طريق عائد الانتقائية، وذلك العائد هو الفرق بين المحفظة وعائد محفظة منوعة تنوعاً جيداً.

#### 2-4 تقييم التنوع

وهو مقياس يقيس العائد المضاف نتيجة عملية التنوع، حيث أن عائد الانتقائية يمكن تقسيمه إلى نوعين من العائد هما:

- العائد الناجم من الانتقائية

- العائد الناجم عن التنوع

#### 3-4 تقييم الخطر

وهو مقياس لخطر المحفظة، إذا فرض أن المستثمر يهدف إلى تحمل مستوى معين من الخطر في محفظة أوراقه المالية، فإن معامل بيتا في ذلك الافتراض فإن العائد الكلي الذي يعتبر تعويضاً عن مستوى الخطر يمكن قياسه كالآتي:

$$\text{الخطر} = \text{خطر المدير} + \text{خطر المستثمر}.$$

## خلاصة

التحليل الأساسي هو دراسة الظروف الاقتصادية المحيطة بالشركة سواء كانت تلك الظروف ظروفًا اقتصادية عامة، أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، أو الظروف التي تتعرض لها شركة نفسها، والهدف الأساسي من ذلك هو توفير معلومات تفيد في التنبؤ بما سيكون عليه مستقبل الشركة والأرباح المستقبلية، التي تعتبر عاملاً مهماً في تحديد قيمة سهم، ومن ناحية أخرى التحليل الأساسي يمثل تحليل للقوائم المالية للشركات، ومحاولة تقييم الأسهم بقيمتها العادلة في السوق بناء على وضعها وأرباحها الحالية وأرباحها المستقبلية، آخذين بعين الاعتبار وضع القطاع الذي تعمل به الشركة والاقتصاد الذي يحويها بشكل عام .

و التحليل الفني من بين أحد الأساليب مستعملة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية، فهو عملية دراسة تحركات الأسعار في الماضي بهدف التنبؤ باتجاه الحركة في المستقبل، ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة تبعاً لذلك، وينصرف اهتمام التحليل الفني إلى تتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة، يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لقرار الاستثمار في الأسهم فحركة الأسعار في الماضي وفقاً لهذا مدخل، تعد مؤشراً يعتمد عليه في التنبؤ بحركتها في مستقبل.

ويعتبر الهدف الجوهرى في كلا من التحليلين السابقين هو المساعدة في تكوين المحفظة الاستثمارية التي تتضمن مجموعة من الأصول الملموسة التي يمتلكها الأفراد بما في ذلك العقارات، بحيث لا تقتصر المحافظ على الأسهم والسندات أو النقد بشكل مباشر فقط، ومن الممكن أن تتضمن أيضاً صناديق الاستثمار العقاري والصناديق المتداولة في البورصة بالإضافة إلى الضمانات والعقود الآجلة.

## هوامش الفصل الرابع

- 124 - عمر بن حساين، حسين جديدين، محمد بن بوزيان، مرجع سابق ذكره، ص 241.
- 125 - محمد عبد الحميد محمد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2011، ص 111.
- 126 - نزار كاظم الخيكاكي، حيدر يونس المويسي، السياسات الاقتصادية الإطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، دار اليازوري، عمان، 2020، ص 131.
- 127 - محمد عبد الحميد محمد عطية، مرجع سبق ذكره، ص ص 114، 115.
- 128 - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص ص 248، 249.
- 129 - انظر -
- محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار مكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006، ص 103.
- طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 100-112.
- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000، ص 56.
- 130 - غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المنهل، 2013، الأردن، ص 52-56.
- 131 - انظر
- محمد عوض عبد الجواد، على إبراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص 103.
- طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 85-112.
- إيهاب الدسوقي، مرجع سبق ذكره، 2000، ص 56.
- 132 - طارق عبد العال حماد، تحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002، ص 146.
- 133 - محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2007، ص 129.
- 134 - ماجد فهد العمري، التحليل الفني: الأداة الأكثر فعالية لتحليل الأسواق المالية، الطبعة الثالثة، مضارب، 2020، ص 11-14.
- 135 - ربيعة عبو، استخدام الخرائط البيانية للتحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالتطبيق على سهم سابك وسهم مصرف الراجحي السعودي، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 08، العدد 2، جوان 2022، ص 99.
- 136 - انظر:
- طلال حسين محمد سلمان، مخاطر استخدام التحليل الفني في اتخاذ القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، -المجلد الثالث، العدد الأول / مارس 2019، ص 15.
- منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العالمية، الدار المصرية اللبنانية، 2007، ص 222.
- 137 - ويداد متاجر، علاء الدين قادري، التحليل الفني كأداة لترشيد القرار الاستثماري بالأسهم دراسة حالة شركة مجمع الضليل الصناعي العقاري والبنك الاستثماري بسوق عمان للأوراق المالي، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد 01، العدد 02، ديسمبر 2017، ص 186، 187.
- 138 - انظر
- ويداد متاجر، علاء الدين قادري، مرجع سبق ذكره، ص 187.
- حمزة محمود الزبيدي، أساسيات التحليل الفني فن قراءة المخططات البيانية للأسعار، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2016، ص 110.
- عبد المجيد المهيلي، التحليل الفني للأسواق المالية، دار البلاغ للنشر والتوزيع، الطبعة الخامسة، مصر، 2005، ص 190.
- 139 - محمد صلاح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات: مدخل الهندسة المالية، مرجع سبق ذكره، ص 101.
- 140 - ربيعة عبو، مرجع سبق ذكره، ص 99.



- 141 - انظر:
- طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص 232.
- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 205.
- 142 - وليد الصافي ، انس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 204.
- 143 - نايف علوان قاسم، إدارة الاستثمار، عمان، دار الثقافة، 2009، ص 185.
- 144 - وليد محمد علي كرسون، أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية دراسة مقارنة، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، 2021، ص 62
- 145 - هويشار معروف . الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع. عمان 2003، ص ص 226، 227.
- 146 - انظر:
- مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار رسلان، سوريا، 2009، ص 240
- محمد سويلم، إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر و التوزيع، 1992، ص ص 382، 383
- هويشار معروف . الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 227-229
- عمر عبو ، ربيعة عبو ، نبيل بوفليح، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية-دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد 01، مارس 2017، ص ص 101، 102.
- 147 - وليد الصافي، انس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 208
- 148 - عامر محمد سعيد طوقان، الاستثمار وأسواق راس المال ودراسات الجدوى، دار البيروني للنشر والتوزيع، عمان، 2017، ص 115.
- 149 - وليد الصافي، انس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 208
- 150 - Laurent Bodson et al, **performance de portefeuille**, 2eédition, pearson education ,France , 2010, p 136
- 151 - علي سعد محمد داود، البنوك ومحافظ الاستثمار مدخل دعم اتخاذ القرار، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012، ص 263.
- 152 - محمد عبد الحميد عطية، مرجع سبق ذكره، ص 422
- 153 - غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص 203

الخاتمة

الخاتمة:

تناولت المطبوعة واحدا من أهم المصطلحات الأساسية في مجال المال والأعمال، إلا وهي الأسواق المالية التي تعد جزءا من النظام الاقتصادي، والتي يمكن تعريفها على أنها مكان التقاء عرض الأموال بالطلب عليه، حيث يعتبر سوق المال المرآة العاكسة لأداء الاقتصاد وقوته. تشتمل هذه السوق على ثلاث محاور أساسية وهم: المدخرين والمستثمرين، الأدوات المالية والمنشآت المالية، حيث أنه يوجد في كل مجتمع وحدات، أفراد وشركات ومنظمات حكومية، تزيد دخولهم عن استهلاكهم واحتياجاتهم، مما يخلق لديهم فائض لا يستطيعون استثماره بأنفسهم لعدم وجود الرغبة في الاستثمار أو عدم وجود الوقت والجهد الكافيين للاستثمار، ولهذا يقومون بعرض هذه الأموال مقابل عوائد مالية دورية، في المقابل هناك وحدات تستطيع الاستثمار لكنها لا تتوفر على الأموال الكافية للعملية الاستثمارية، وهم الطالبون للأموال، كالمشاريع التي لا تكفي أرباحها المحتجزة استثماراتها المستهدفة، أو الحكومة والجماعات المحلية التي تزيد نفقاتها عن إيراداتها العادية.

تنقسم أسواق المال إلى أسواق نقد وأسواق رأس مال أساس التمييز بين السوقيين هو المدى الزمني لأدوات كل سوق، فالسوق النقدي هو سوق الأدوات المالية التي لا يتجاوز أجل استحقاقها سنة واحدة، كالأوراق التجارية وأذونات الخزينة والقروض قصيرة الأجل، أما سوق رأس المال فهو سوق الأدوات المالية متوسطة وطويلة الأجل كأدوات الملكية (الأسهم) وأدوات الدين (السندات)، يسهم سوق النقد في تمويل رأس المال العامل في الاقتصاد، كما أنه يمثل أحد القنوات الرئيسة لتنفيذ السياسات النقدية التي يتولاها البنك المركزي، في حين أن الوظيفة الأساسية لأسواق رأس المال هي تمويل رأس المال الثابت في الاقتصاد.

# قائمة المصادر والمراجع

أولاً: باللغة العربية.

1/ الكتب:

1. ال طعمة حيدر حسين، الأسواق المالية: النشأة، المفهوم، الأدوات، مركز الدراسات الاستراتيجية، جامعة كربلاء، 2014.
2. إسماعيل السيدة عبد الفتاح، عبد الغفار علي حنفي، الأسواق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2009.
3. إسماعيل عبد الفتاح، عبد الغفار حنفي، الأسواق المالية، أسواق رأس المال البورصات، البنوك وصناديق الاستثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009.
4. إسماعيل على سيد، مصادر توفير السيولة في الأسواق مالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2020.
5. آل شبيب دريد كامل، إدارة الاستثمارات-تحليل الاستثمارات، الأسواق المالية، المحافظ الاستثمارية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
6. آل شبيب دريد كامل، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري، الأردن، 2009.
7. آل فواز مبارك بن سليمان، الأسواق المالية من المنظور الإسلامي، مركز النشر العلمي، جدة، 2010.
8. البرواري شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية، دار الفكر المعاصر، بيروت، 2002.
9. البرواري شعبان محمد إسلام، بورصة الأوراق المالية، منظور إسلامي دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، سورية.
10. بن إبراهيم الغالي وآخرون، الأسواق المالية الدولية: تقييم الأسهم والسندات، دار العلي بن زيد، بسكرة، 2019.
11. البناء جلال، ماذا تعرف عن الاستثمار بالأوراق المالية والبورصات والمشتقات، دار ندى للطباعة، الأردن، 2007.
12. بوراس أحمد، أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002.
13. تمار أمين، واقع وأفاق الأسواق المالية في ظل العولمة المالية-دراسة حالة الدول النامية، مجلة الدراسات التجارية والاقتصادية المعاصرة، المجلد 04، العدد 01، 2021.

14. التميمي أرشيد، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري، عمان، 2019.
15. توفيق محب خلة، الهندسة المالية الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والاستثمار، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2015.
16. جالو محمد صالح بن الفا عمر، الأسهم وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار الكتب العلمية، بيروت، 2015.
17. الجمل جمال جويدان، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002.
18. حسن عصام، أسواق الأوراق المالية البورصة، دار أسامة للنشر، الأردن، 2010.
19. الحسنوي سالم صلال راهي، الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2019.
20. حسين عصام، أسواق الأوراق المالية البورصات، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
21. حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
22. الحلاق سعيد سامي، محمد محمود العجلوني، النقود والبنوك والمصارف المركزية، دار اليازوري، الأردن، 2010.
23. حماد طارق عبد العال، تحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2002.
24. الحناوي محمد صالح وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني، ال دار الجامعية، الإسكندرية، 2007.
25. الحناوي محمد صالح، نihal فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007.
26. حنفي عبد الغفار، البورصات، أسهم، سندات، صناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، مصر، 2010.
27. الحولاني فهد، المال والاستثمار في الأسواق المالية، دار الهلال للاؤفس، الطبعة الثانية، الرياض، 2006.

28. خريوش حسني على وآخرون، الأسواق المالية بورصة الأسهم والسندات المالية، دار زهران للنشر، عمان، 2010.
29. الخيكاني نزار كاظم، حيدر يونس المويسي، السياسات الاقتصادية الاطار العام وأثرها في السوق المالي ومتغيرات الاقتصاد الكلي، دار اليازوري، عمان، 2020.
30. الداغر محمد محمود، الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق، عمان، 2005.
31. داود علي سعد محمد، البنوك ومحافظ الاستثمار مدخل دعم اتخاذ القرار، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012.
32. الدسوقي إيهاب، اقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
33. الدعيمي عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية، الطبعة الثانية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2014.
34. الراوي خالد، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
35. الزبيدي حمزة محمود، أساسيات التحليل الفني فن قراءة المخططات البيانية للأسعار، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2016.
36. الزراري عبد النافع عبد الله، غازي الفرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2002.
37. سالم عماد صلاح، إدارة أزمات في بورصات الأوراق المالية العربية والعالمية والتنمية المتواصلة، بدون دار نشر، مصر، 2002.
38. سمرد نوال بوعلام، البورصة والأسواق المالية، دار اليازوري، عمان، 2021.
39. السيد جودة صلاح، بورصة الأوراق المالية علميا وعمليا، مطبعة الإشعاع الفنية للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000.
40. شاهين محمد عبد الله، أسواق المال بين الأرباح والخسائر العوائد والمخاطر، دار حيمشرا للنشر والتوزيع، القاهرة، 2019.
41. شاهين محمد عبد الله، أسواق المال بين الأرباح والخسائر العوائد والمخاطر، دار حيمشرا للنشر والترجمة، مصر، 2018.
42. الشيبيري فارس ناصيف، غسان سالم طالب، مبادئ المالية، دار وائل للنشر، 2012، عمان.

43. شريط صلاح الدين، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دار حيمشرا، القاهرة، 2018.
44. شموط زياد رمضان مروان، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.
45. شيحة محمد غياث، الاستثمار المبادئ - الأدوات - المخاطر والتقييم، دار رسلان، سوريا، 2021.
46. صافي وليد، أنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
47. الصباغ عبد القادر أحمد، قيد الأوراق المالية في البورصة دراسة مقارنة بين النظامين المصري والسعودي، المركز العربي للنشر والتوزيع، مصر، 2018.
48. طوقان عامر محمد سعيد، الاستثمار وأسواق راس المال ودراسات الجدوى، دار البيروني للنشر والتوزيع، عمان، 2017.
49. العبادي هاشم فوزي دباس، الهندسة المالية وأدواتها، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، 2008.
50. عبد الجواد محمد عوض، على إبراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة، دار مكتبة الحامد للنشر والتوزيع، عمان، 2006.
51. عبد الحميد رضوان سمير، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق، دار النشر للجامعات، مصر، 2009.
52. عبد العزيز أمين، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007.
53. عبد القادر فاطمة السيد، المشتقات المالية والأزمات المالية، دار خميشرا للنشر والتوزيع، مصر، 2017.
54. عثمان محمد داود، عز الدين عناترة، المشتقات المالية وإدارة المخاطر، دار الفكر، سوريا، 2020.
55. العدوي محمد شكري الجميل، المعاملات الآجلة في بورصة الأوراق المالية من منظور الشريعة الإسلامية، دار الفكر الجامعي، مصر، 2012.
56. العريد عصام فهد، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الرضا للنشر، دمشق، ط2، 2008.



57. عطية محمد عبد الحميد محمد، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2011.
58. العمري ماجد فهد، التحليل الفني: الأداة الأكثر فعالية لتحليل الأسواق المالية، الطبعة الثالثة، مضارب، 2020.
59. الفكي أزهرى الطيب، أسواق المال، دار الجنان للنشر والتوزيع، الأردن، 2017.
60. قاسم منى، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العالمية، الدار المصرية اللبنانية، 2007.
61. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار، عمان، دار الثقافة، 2009.
62. قندوز عبد الكريم احمد، الأسواق المالية، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 21، صندوق النقد العربي، 2021.
63. كافي مصطفى يوسف، المشتقات المالية وأدواتها المستحدثة، الفا للوثائق، قسنطينة، 2018.
64. كافي مصطفى يوسف، بورصة الأوراق المالية، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا 2009.
65. كافي مصطفى يوسف، بورصة الأوراق المالية، دار رسلان، سوريا، 2009.
66. كافي مصطفى يوسف، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا، 2014.
67. كداوي طلال، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري، عمان، 2008.
68. كراجه عبد الحليم وآخرون، الإدارة والتحليل المالي: أسس مفاهيم وتطبيقات، الطبعة الثانية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2002.
69. كرسون وليد محمد علي، أحكام محافظ الأوراق المالية الاستثمارية دراسة مقارنة، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، 2021.
70. مطر محمد، إدارة الاستثمارات، مؤسسة الوراق، الطبعة الثانية، الأردن، 1999.
71. مطر محمد، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، عمان، 2005.
72. معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
73. معروف هوشيار، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع. عمان 2003.
74. مفتاح صالح، النقود والسياسة النقدية، دار الفجر للنشر والتوزيع، مصر، 2005.

75. المقرني سعيد بن حسين بن علي، شهادات الإيداع القابلة للتداول، مجلة المحاسب العربي، العدد الخامس، 2015.
76. المهيلي عبد المجيد، التحليل الفني للأسواق المالية، دار البلاغ للنشر والتوزيع، الطبعة الخامسة، مصر، 2005.
77. المومني غازي فلاح، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المنهل، 2013، الأردن.
78. نضار احمد محمد محمود، الاستثمار بالمشاركة في البنوك الإسلامية الشركات، المضاربة، الأسهم، السندات والصكوك، دار الكتب العلمي، بيروت، 2010.
79. هندي منير إبراهيم، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
80. بني هاني حسين، الأسواق المالية طبيعتها- تنظيمها أدواتها المشتقة، دار الكندي للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- 2/ المجالات:
1. بشرول فيصل، عبد القادر رملوي، مؤشرات الأسواق المالية كوسيلة للوقاية من الأزمات، اقتصاديات الأعمال والتجارة، العدد الثالث، أوت 2017.
2. بن حاسين بن اعمر، لحسين جديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02/ 2012.
3. بورقية شوقي، دور نظرية الإشارة في الرفع من كفاءة الأسواق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة سطيف، العدد 10، 2010.
4. سلمان طلال حسين محمد، مخاطر استخدام التحليل الفني في اتخاذ القرارات الاستثمارية في الأسواق المالية، مجلة شعاع للدراسات الاقتصادية، -المجلد الثالث، العدد الأول / مارس 2019.
5. عبو ربيعة، استخدام الخرائط البيانية للتحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالتطبيق على سهم سابك وسهم مصرف الراجحي السعودي، مجلة الريادة لاقتصاديات الأعمال، المجلد 08، العدد 2، جوان 2022.

6. عبو عمر، عبو ربيعة، نبوفليح نبيل، مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية-دراسة وصفية إحصائية لعينة من المحافظ الاستثمارية المتواجدة بالسوق المالي السعودي، مجلة التنمية والاقتصاد التطبيقي، العدد01، مارس 2017.
7. عزازي عمر، الدواي خيرة، تأثير العولمة المالية على الأسواق المالية، مجلة دراسات -العدد الاقتصادي -المجلد 3-العدد2-سبتمبر 2012.
8. الغزالي عيسى محمد، تحليل الأسواق المالية، دوريات جسر التنمية، العدد 27، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، 2004.
9. قدي عبد المجيد، مريم سايعي، قراءة الأوضاع الاقتصادية باستخدام المؤشرات البورصية مع دراسة حالة مؤشر ستاندرد اندبورز500، مجلة معارف، السنة العاشرة، العدد 20، جوان 2016.
10. قندوز عبد الكريم، المشتقات المالية، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد38، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2022.
11. الكراسنة براهيم، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، 2010.
12. متاجر ويداد، علاء الدين قادري، التحليل الفني كأداة لترشيد القرار الاستثماري بالأسهم دراسة حالة شركة مجمع الضليل الصناعي العقاري والبنك الاستثماري بسوق عمان للأوراق المالي، مجلة الامتياز لبحوث الاقتصاد والإدارة، المجلد 01، العدد02، ديسمبر 2017.
- ثانيا: باللغة الفرنسية.

**Livre :**

1. Bodson Laurent et al, **performance de portefeuille**, 2eédition, pearson education, France, 2010
2. LAUTIER Delphine et Yyes SIMON,LES 100 des marches dérivées, 2ème édition, édition P.U.F, Paris, 2012.
3. Overdahe A, James: Financial Derivatives, 3rd edition, John Wiley and Sons Inc, 2003.
4. Macdonald L, Robert: Derivatives Markets, 2nd edition, Addison Wesley, 2006.

5. PICHET Eric, GUIDE PRATIQUE DES OPTIONS ET DU MONEP, édition Sefi, France, 2011.

# الفهرس العام

الفهرس العام

.....	فهرس الأشكال والجداول:
أ.....	مقدمة:
<b>الفصل الأول: الملامح العامة للأسواق المالية</b>	
2.....	تمهيد:
3.....	المحور الأول: الإطار العام للأسواق المالية.....
3.....	أولا: نشأة وتطور الأسواق المالية.....
4.....	ثانيا: مفهوم الأسواق المالية.....
6.....	ثالثا: متطلبات قيام الأسواق المالية.....
7.....	رابعا: هيكل الأسواق المالية.....
17.....	المحور الثاني: التأصيل النظري سوق الأوراق المالية.....
17.....	أولا: ماهية سوق الأوراق المالية.....
19.....	ثانيا: الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية.....
21.....	ثالثا: لجان بورصة الأوراق المالية واهم المتعاملين فيها.....
24.....	رابعا: أساس عمليات سوق الأوراق المالية.....
28.....	خلاصة:
29.....	هوامش الفصل الأول:
<b>الفصل الثاني: الأدوات المالية في سوق الأوراق المالية ومستجداتها</b>	
32.....	تمهيد:
33.....	المحور الأول: الأدوات المالية التقليدية وطرق التقييم.....

33.....	أولاً: أدوات الملكية.....
39.....	ثانياً: أدوات الدين.....
42.....	ثالثاً: مخاطر التعامل بالأوراق المالية.....
44.....	رابعاً: تقييم الأوراق المالية.....
48.....	<b>المحور الثاني: الأدوات المالية الحديثة.....</b>
48.....	أولاً: مدخل إلى الهندسة المالية (الابتكارات المالية الحديثة).....
50.....	ثانياً: نشأة المشتقات المالية.....
50.....	ثالثاً: مفهوم واستخدامات المشتقات المالية.....
52.....	رابعاً: أنواع الرئيسية لعقود المشتقات المالية.....
57.....	خلاصة:.....
58.....	هوامش الفصل الثاني:.....
<b>الفصل الثالث: مؤشرات وكفاءة أسواق الأوراق المالية</b>	
61.....	تمهيد:.....
62.....	<b>المحور الأول: المؤشرات المالية وكيفية بنائها.....</b>
62.....	أولاً: ماهية المؤشرات الأسواق المالية وأهمية استخدامها.....
63.....	ثانياً: أنواع المؤشرات.....
65.....	ثالثاً: كيفية بناء المؤشرات المالية.....
71.....	رابعاً: اهم مؤشرات البورصات العالمية.....
73.....	<b>المحور الثاني: كفاءة سوق الأوراق المالية.....</b>
73.....	أولاً: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية.....
74.....	ثانياً: مقومات كفاءة سوق الأوراق المالية.....

75.....	ثالثا: نماذج كفاءة الأسواق المالية.....
77.....	رابعا: مستويات كفاءة السوق.....
78.....	خامسا: أنواع كفاءة الأسواق.....
79.....	خلاصة:.....
80.....	هوامش الفصل الثالث:.....
<b>الفصل الرابع: مداخل تحليل الأوراق المالية وتكوين المحفظة الاستثمارية</b>	
83.....	تمهيد:.....
84.....	المحور الأول: التحليل الأساسي للأوراق المالية.....
84.....	أولا: مفهوم التحليل الأساسي.....
85.....	ثانيا: مداخل وفرضيات التحليل الأساسي.....
86.....	ثالثا: مراحل التحليل الأساسي.....
89.....	المحور الثاني: التحليل الفني للأوراق المالية.....
89.....	أولا: مفهوم التحليل الفني ومميزاته.....
91.....	ثانيا: فروض وأسس التحليل الفني.....
92.....	ثالثا: نظريات التحليل الفني.....
96.....	رابعا: أدوات التحليل الفني.....
98.....	خامسا: الفرق بين التحليل الأساسي والفني.....
99.....	المحور الثالث: تكوين المحافظ الاستثمارية.....
99.....	أولا: مفهوم المحفظة الاستثمارية وأهداف إنشائها.....
100.....	ثانيا: أنواع المحافظ الاستثمارية.....



102.....ثالثا: سياسات تكوين المحفظة الاستثمارية.

103.....رابعا: تقييم أداء المحفظة الاستثماري.

107.....خلاصة:

108.....هوامش الفصل الرابع:

111.....الخاتمة:

113.....قائمة المصادر والمراجع:

122.....الفهرس العام: