

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



المركز الجامعي مغنية



معهد العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

قسم العلوم الاقتصادية



# الأسواق المالية

الدكتور بن عزة محمد

محاضرات موجهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس تخصص اقتصاد نقدي وبنكي

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



## الفهرس

الصفحة	المحتويات
06	مقدمة
08	المحور الأول : الجوانب النظرية للأسواق المالية .
11	المحاضرة 01: الأسواق المالية: المفهوم، الأنواع، الأركان والدور على الصعيد الاقتصادي
26	المحاضرة 02: كفاءة الأسواق المالية
34	المحور الثاني: الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية.
37	المحاضرة 03: الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد
43	المحاضرة 04: الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال (الأسهم)
48	المحاضرة 05: الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال (السندات)
55	المحاضرة 06: المشتقات المالية.
74	المحور الثالث: عمليات البورصة، وأمر البورصة ودور الوسطاء الماليين.
75	المحاضرة 07: بورصة الأوراق المالية ... عمليات التداول والأطراف الداخلة فيها.
80	المحاضرة 08: الوسطاء الماليين.
84	المحاضرة 09: أوامر البورصة.
87	المحور الرابع: مؤشرات البورصة.
88	المحاضرة 10: مؤشرات البورصة: التعريف ، الأنواع و الوظائف والمهام

91	المحاضرة 11: نماذج عن مؤشرات البورصات العالمية
103	المحور الخامس: الأسواق المالية الإسلامية.
105	المحاضرة 12: الأسواق المالية الإسلامية وخصائصها
109	المحاضرة 13: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية الإسلامية
116	قائمة المراجع

## مقدمة :

تعتبر الأسواق المالية إحدى المناهج المتطورة في مجال التمويل وتأمين الموارد للمشاريع التنموية التي يتعذر عليها الاعتماد على مصادرها الخاصة ، أو وجود مخاطر أننا اللجوء للإقتراض من البنوك . فقد أجمع جل الاقتصاديين أن الأسواق المالية هي بمثابة قناة توجيه واستخدام للموارد المتاحة للأعوان الاقتصاديين بكفاءة وسرعة فائقة ، بما يحقق هدف الحصول على التمويل الكافي وفي الوقت المناسب لسد العجز بين العرض والطلب في مجال التمويل.

ومع استمرار تطور الاقتصاد العالمي في جوانبه المتعددة وتعاضم قدراته الانتاجية وتأثير المنافسة وآلية السوق . تزايدت الاحتياجات للبحث عن مصادر تمويل أكثر سرعة و سهولة، فوجد الأعوان الاقتصاديين ضالتهم في الأسواق المالية التي تتوفر على هذه المزايا من خلال بروز فعالية كبيرة للأدوات المالية في إطار السوق المالي و الموجهة للإستثمار و التي ساهمت في فك شفرة التمويل وأهمها : الأسهم ، السندات والمشتقات المالية.

كما ارتبط تطور ونمو الأسواق المالية بكل أشكالها بالتطور الاقتصادي والصناعي من خلال تحسن طرق وسائل الإنتاج الذي عرفته معظم دول العالم وخاصة الدول الرأسمالية، من خلال ظهور الشركات متعددة الجنسيات وتنام نشاطاتها في الدول المتقدمة ، وانتشار ملحوظ لشركات المساهمة بعدد كبير نتيجة التحول نحو اقتصاد الانتاج الواسع ونشوء المنافسة لتسويق المنتجات ولتنوع القطاعات الاقتصادية ، وإقبال الدول على الاقتراض من أجل سد الحاجة المتزايدة لتمويل المشاريع التنموي اعتمادا على أدوات تمويلية أسرع وأسهل، وهذا ما أدى إلى خلق حركة مالية قوية انعكست على الواقع التنموي للدول.

ولعل ظهور الأسواق المالية بالحجم الكبير على غرار بورصة نيويورك « Wall Street » و بورصة أمستردام و يورونكست. بورصة ناسداك، بورصة طوكيو وبورصة هونغ كونغ... الخ. ساهم بدرجة كبيرة في زيادة رؤوس الأموال وتعميقها بشكل كبير وبالتالي تعبئة المدخرات نحو فرص استثمارية مجزية وبعوائد عالية ومستقرة ومن المتوقع أن ينعكس ذلك على الإدخار فيصبح أكر جاذبية . والأهم هو الوصول إلى تنمية شاملة من خلال استغلال إيجابي لهذه المدخرات المالية المجمعة.

ومن هذا المنطلق سوف نتطرق في هذا المقياس إلى المحاور التالية:

**المحور الأول :** الجوانب النظرية للأسواق المالية .

**المحور الثاني:** الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية.

**المحور الثالث:** عمليات البورصة، أوامر البورصة ودور الوسطاء الماليين.

**المحور الرابع:** مؤشرات البورصة.

**المحور الخامس:** الأسواق المالية الإسلامية.



# المحور الأول :

## جوانب نظرية ومفاهيم أساسية حول الأسواق المالية

المحاضرة 01: الأسواق المالية: المفهوم، الأنواع، الأركان والدور على الصعيد الاقتصادي

المحاضرة 02: كفاءة الأسواق المالية



## تمهيد:

يعتبر النظام المالي أحد المجموعات الفرعية للنظام الاقتصادي. وظيفته ذات شقين. يتمثل الشق الأول في إنشاء بنية فعالة لمركزية المدخرات المتاحة للاستثمار ، للجهات الاقتصادية الفاعلة التي لديها مداخيل أكبر من إنفاقها الاستهلاكي. بينما الشق الثاني توزيع هذه المدخرات على أولئك الذين تقدم مشاريعهم أفضل الاحتمالات لخلق الثروة المستقبلية.<sup>1</sup> ومن هنا فإن النظام المالي يلعب دورًا رئيسيًا من خلال تحفيز النمو الاقتصادي ، والتأثير على الأداء الاقتصادي للفاعلين ، مما يؤثر على الرفاهية الاقتصادية. ويتحقق ذلك من خلال البنية التحتية المالية ، حيث تقوم الكيانات التي لديها أموال بتخصيص تلك الأموال لأولئك الذين يحتمل أن يكون لديهم طرق أكثر إنتاجية لاستثمار تلك الأموال. وبالتالي يجعل النظام المالي من الممكن تحويل الأموال بشكل أكثر كفاءة. ، وبذلك يسهل النظام المالي التوازن بين أولئك الذين لديهم أموال للاستثمار والذين يحتاجون إلى الأموال. ووفقًا للنهج الهيكلي "The Structural Approach" يتكون النظام المالي للاقتصاد من ثلاثة مكونات رئيسية:<sup>2</sup>

(1) الأسواق المالية.

(2) الوسطاء الماليون (المؤسسات) ؛

(3) المنظمون الماليون.

ومن هذا المنطلق فإن الأسواق المالية تعتبر عنصر مهم في إطار النظام المالي لأي دولة . ولقد عرف موضوع الأسواق المالية عدة دراسات ونقاشات من قبل العديد من المفكرين والمتخصصين في مجال الاقتصاد، باعتبار أن السوق المالي هو وسيط لإتمام التعاملات المالية التي تنشأ بين الأعوان الاقتصاديين (أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي). كما أن التعاملات المالية شهدت

<sup>1</sup> - Robert Cobbaut, Roland Gillet, Georges Hubner (2015), La gestion de portefeuille, Instruments, stratégie et performance 2e édition, de boeck, Belgique, p18.

<sup>2</sup> - Valdoné Darskuviené (2010), Financial Markets, Vytautas Magnus University, p06.

تطورا كبيرا من خلال الأدوات المالية المتبادلة أو من ناحية تقنيات التعامل والإبتكارات الحاصلة في طرق التمويل ، ولا سيما مع التطور الحاصل في تكنولوجيا الإتصال ، وكذلك ما شهدته النظم المالية من سياسات تحررية قادت إلى المزيد من الإهتمام بالأسواق المالية بوصفها القنوات التي تعبأ بها الموارد والبيئة التي تخلق فيها الأدوات المالية . فكانت الأسواق المالية ومؤشراتها المقياس المهم لنشاط الإقتصاد ومؤسساته وكفاءته وإدارته.

# المحاضرة (01) : الأسواق المالية: المفهوم، الأنواع، الأركان والدور على الصعيد الاقتصادي

## 1. نشأة وتطور السوق المالي:

لقد نشأت سوق الأوراق المالية من خلال تطور المعاملات المالية بين المتعاملين الاقتصاديين وخاصة المعاملات التجارية. ففي فرنسا وخلال القرن الثالث عشر (ق13) أوجد ملك فرنسا "مهنة سماسرة الصرف" <sup>1</sup>. والأهم من ذلك ما حدث في بلجيكا عندما كان يجتمع عدد من المتعاملين الاقتصاديين للإبرام صفقاتهم التجارية بجانب مسكن عائلة "Vander Bourc" البلجيكية ومن ذلك اشتق مصطلح "البورصة" الذي أصبح يطلق على مكان تداول الأوراق المالية، وأصبح رمزا لسوق الأوراق المالية.

كما أنه في منتصف سنة 1792م كان عدد من التجار يعقدون إجتماعاتهم لتبادل الصفقات التجارية، وتبادل العملات بجانب حائط بولاية نيويورك الأمريكية، وحددوا لذلك وقت معين، وكان هذا الإتفاق هو بداية لأكبر بورصة في العالم حاليا وهي بورصة نيويورك "Wall Street" أي "شارع الحائط".

وحتى القرن التاسع عشر كانت عمليات التبادل والإتفاقات التجارية وعمليات البنوك والبورصات تختلط فيما بينها من الناحية العملية في نشاط واحد، هذا وقد عرف العالم نوعين من البورصات : أحدهما بورصة الأوراق المالية وتعلق بالتعامل بالأسهم والسندات، والأخرى بورصة التجارة ويقتصر التعامل فيها على المنتجات الزراعية والصناعية.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - شقيري نوري موسى (2019)، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الكتاب الثقافي للطباعة و النشر والتوزيع، الأردن، ص11.

<sup>2</sup> - مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق - سوريا- 2014، ص12.

وفي القرن العشرين غدت البورصة هي السوق الرئيسية للأوراق المالية وبمرور الزمن تنوع التعامل في الأوراق المالية داخل السوق ، وتعقدت التعاملات مما استلزم تدخل الدولة لتنظيم التداول وعقد الصفقات.

هذه البداية المتدرجة لتطور الأسواق المالية دفع إلى ظهور عدة شبكات لأنماط مختلفة من هذه الأسواق عبر العالم ومنها بورصة "طوكيو" في اليابان ، وبورصة "فرانكفورت" بألمانيا ، والعديد من البورصات في الدول الناشئة والدول النامية.

## 2. ماهية السوق المالي:

إن اقتصاد أي دولة يلزمه نظام مالي فعال يتكون من أراف متخصصة في توفى التمويل، و من أجل تخصيص أمثل للموارد بما يكفل تحقيق اهداف الشركات سواء كانت عامة أو خاصة التي تتلخص في جوهر توسيع استثماراتها وتحقيق القيمة المضافة المنشودة. و إن السوق المالي يعتبر من ضمن هذه الأطراف التمويلية المكونة للنظام المالي، ويندرج في خانة وسطاء التمويل باعتباره كيان مهم يساهم في تسهيل عملية التمويل وتلبية طلبات الأعوان الاقتصاديين في هذا المجال.

### أ- تعريف السوق المالي:

يمثل السوق المالي (سوق الأوراق المالية) المكان الذي تلتقي فيه قوى العرض والطلب للمتاجرة بالأوراق المالية (أسهم Stocks وسندات Bonds والعقود المستقبلية Future Contracts... الخ). فهو بالتالي يوفر فرصة التقاء الأعوان الاقتصاديين من أصحاب الفوائض المالية الذي يقدمون التمويل لقاء الحصول على أرباح، وأصحاب العجز المالي الذي هم بحاجة لتمويل مشاريعهم الاستثمارية وذلك وفق مبدأ المنفعة للطرفين.

ويعرف السوف المالي على أنه اجتماع بين أصحاب الفوائض المالي وأصحاب العجز المالي للإبرام عقود تمويل يستفيد منها الطرفين على حد سواء، عن طريق وسطاء متخصصون يعملون في السوق المالي ، مع شرط وجود قنوات اتصال فعالة.

كما يمكن تعريف السوق المالي بأنها الآلية التي يتاجر بها بالموجودات المالية أو المطلوبات المالية وبشكل متكرر ، فقد لا يكون هناك مكانا ماديا للسوق، وإنما صفقات تنفذ عبر وسائل متعددة منها : الهاتف والإنترنت ، ويمكن القول بأن الأسواق المالية تمثل مفهوما واسعا وشاملا لعدد كبير من الأسواق منها النقدية وسوق الأوراق المالية وتبادل العملات الأجنبية وغيرها<sup>1</sup>.

### ب- تصنيفات السوق المالي Types of Financial Markets :

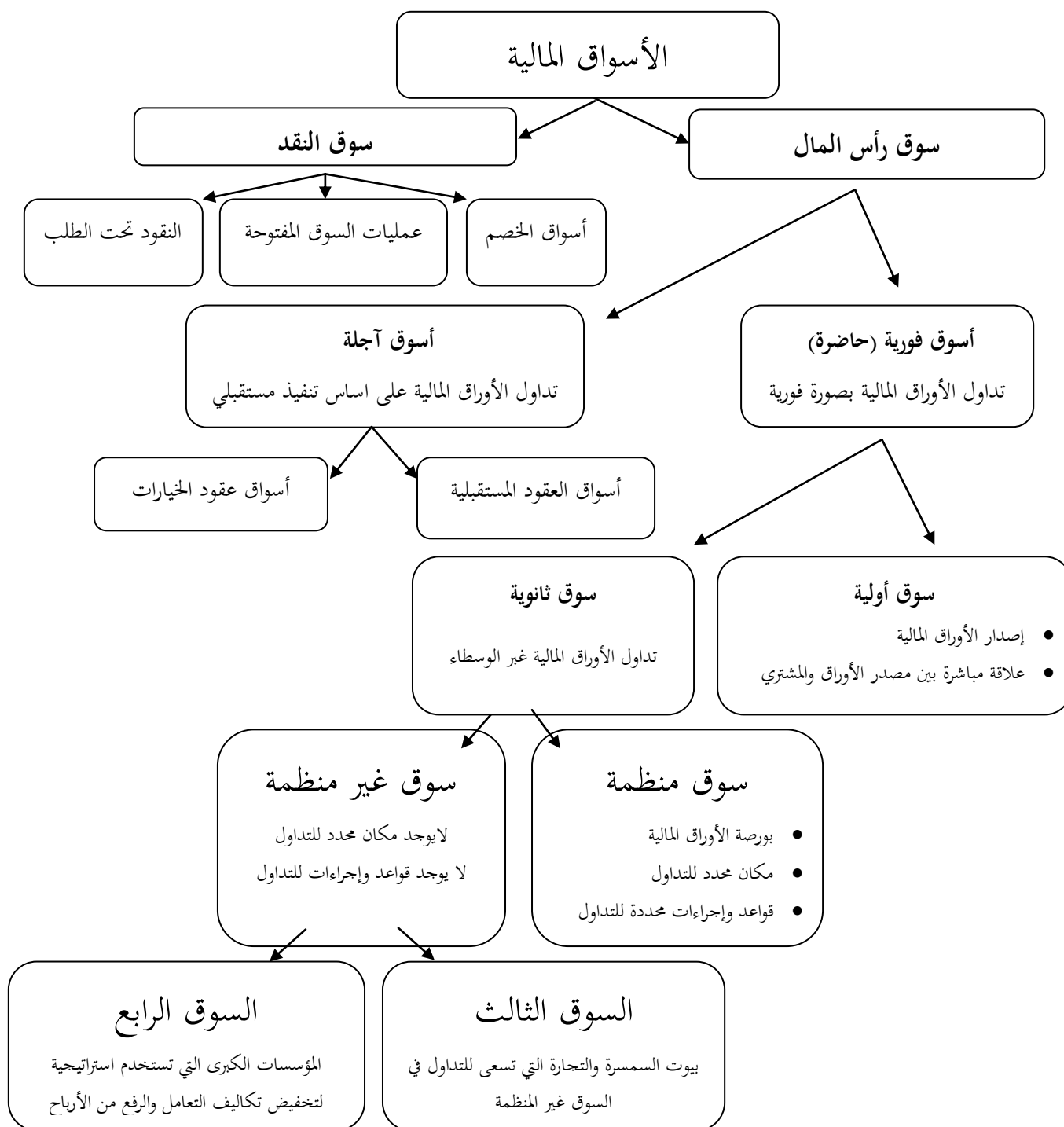
تعددت تصنيفات السوق المالي وفق رؤية الباحثين في هذا الحقل العلمي ، إلى عدة أقسام والتي تجمع مختلف التعاملات المالية بين الأقطاب والقطاعات الاقتصادية المتعددة ، وهي تلك الأسواق التي تتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الحكومات والشركات، وهناك عدة معايير يتم الاعتماد عليها في تصنيف الأسواق المالية ، وهذه المعايير يمكن إجمالها في ما يلي:

- معيار آجال العمليات المالية والأوراق المالية ( سوق النقد وسوق راس المال ).
- معيار الإصدار والتداول ( السوق الأولي والسوق الثانوي ).
- معيار الإلتزام بالأطر النظامية (سوق منظم وسوق غير منظم).
- معيار سرعة عقد الصفقات المالية (السوق الحاضرة والسوق الآجلة).
- معيار طريقة التمويل (سوق قروض وسوق أوراق مالية).

وهذه المعايير المعتمدة في تصنيف الأسواق المالية هي متكاملة فيما بينها تبرز دور وأهمية كل سوق. و يمكن توضيح أهم تصنيفات السوق المالي من خلال الشكل البياني التالي:

<sup>1</sup> - سرمد كوكب الجميل (2018) ، المدخل إلى الأسواق المالية ، الطبعة الأولى ، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع ، عمان الأردن، ص12.

الشكل البياني رقم (01) : تصنيف وأقسام الأسواق المالية



مصدر: - الحناوى وآخرون(2002)، بورصة الأوراق المالية، الاسكندرية، الدار الجامعية.، ص24.

- محمود محمد الداغر (2002)، الأسواق المالية "مؤسسات أوراق بورصات"، دار الشروق للنشر و التوزيع، الأردن، ص45.

## أولاً : سوق النقد وسوق رأس المال : Money and Capital Markets

### ● سوق النقد Money Market :

يتمثل في ذلك الإطار الذي يتم فيه تداول الاموال في صورة نقد وهو سوق متخصص في التمويل قصير الاجل<sup>1</sup> باستعمال أدوات مالية قصيرة الأجل (أذونات الخزينة ، شهادات الإيداع، الأوراق التجارية، التسهيلات الإئتمانية قصيرة الأجل... الخ). وتعتبر الودائع التي تستقبلها البنوك هي المصدر الرئيسي للاموال في سوق النقد ومن حق المودعين استردادها في اي وقت. ويضم سوق النقد المؤسسات المالية مثل مؤسسات الإيداع والإدخار ، ومنها المصارف التجارية ومؤسسات مالية أخرى تعاملتها بالأجل القصير في الإيداع والإقراض .

وتمثل أدوات سوق النقد بشكل عام أدوات مالية ذات مخاطر منخفضة ، آجال استحقاق أقل من سنة واحدة وقابلية تسويق عالية.<sup>2</sup>

### ● سوق رأس المال Capital Market :

هو ذلك السوق المتخصص في التمويل طويل الاجل وتعتبر اموال المستثمرين اصحاب المدخرات الراغبين في استثمارها مدد طويلة الاجل هي المصدر الرئيسي للاموال في سوق راس المال ، ويتم التعامل فيه بأدوات مالية طويلة الأجل أهمها : (الأسهم ، السندات والمشتقات المالية... الخ) والتي تصدرها شركات المساهمات العامة. وهي أدوات مالية طويلة الأجل أي يزيد أمد الورقة المالية

---

<sup>1</sup> - يختلف تعريف المدى القصير وفي كثير من الأحيان يكون الحد الزمني سنة واحدة ، ولكن في بعض الأحيان سنتين أو حتى ثلاث سنوات. ومع ذلك ، تُظهر العديد من الممارسات أنه حتى عند ترجيح حجم الصفقات المتداولة حسب مدتها ، فإن تلك التي تقل عن شهر واحد هي التي تمثل الجزء الأكبر مما يتم تداوله في سوق المال من حيث الحجم. بينما الأجل المتوسط ما يفوق المدى الزمني السنة والسنتين (02) والثلاث (03) سنوات ، والأجل الطويل ما يفوق العشر (10) سنوات بالنسبة للصفقات طويلة الأجل.

<sup>2</sup> - Siddharth and all (2007) , Introduction to Financial Market (Part 01) , 1 st edition, Central Board of Secondary Education, Delhi -India- p02.

عن السنة، وتتأثر هذه الأوراق المالية بأسعارها في السوق ، فتحدث فيها تغيراتها كبيرة وتوفر رأس مال معتبر . . وتنقسم بدورها إلى <sup>1</sup>:

#### ■ أسواق فورية (حاضرة) : Spot or Cash Markets:

وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بصورة فورية بين البائعين والمشتريين. وفيها يتم تنفيذ الصفقة بين البائعين والمشتريين المتفق على سعرا وآجال استحقاقها. والتسليم والإستلام في نفس الوقت والمكان ودون فارق زمني طويل.

#### ■ أسواق آجلة (مستقبلية) Future Market:

هي الأسواق التي يتم فيها عقد صفقات البيع والشراء للأوراق المالية ، ثم يتم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل. وهذا النوع من الأسواق بدوره ينقسم إلى :

○ سوق العقود المستقبلية : **Futures Markets** وهي اسواق يتم التعامل فيها بالأوراق

المالية لكن من خلال عقود وإتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق

○ سوق عقود الخيارات: **Options Markets** وهي شكل من اشكال العقود المستقبلية

حيث يستخدمها المستثمرون من أجل الحماية من مخاطر تغير أسعار السوق كما

ستخدمها المضاربون من أجل تحقيق أرباح وينقسم هذا النوع من الأسواق إلى :

سوق خيار البيع و سوق خيار الشراء.

### ثانيا: السوق الأولي والسوق الثانوي Primary and secondary Markets

#### ● السوق الأولي:

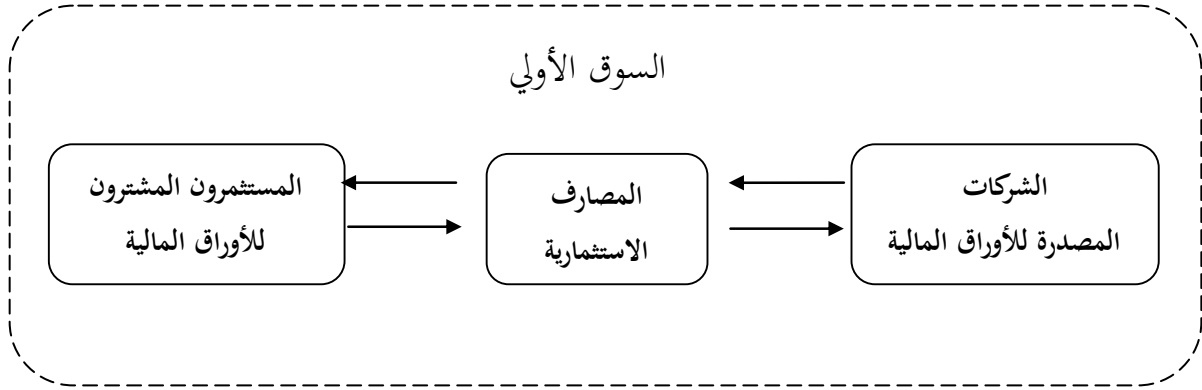
هو سوق إصدار للأوراق المالية للمرة الأولى ، وعملية الإصدار هذه تتمثل في اكتتاب بين

طرفين : الجهة المصدرة للأوراق المالية والجهة المتلقية أو المشتري لها. وتتم عملية بيع الأوراق المالية

<sup>1</sup> - خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إل الأسواق المالية ، دار الأيام للنشر والتوزيع ، عمان -الأردن- 2013،

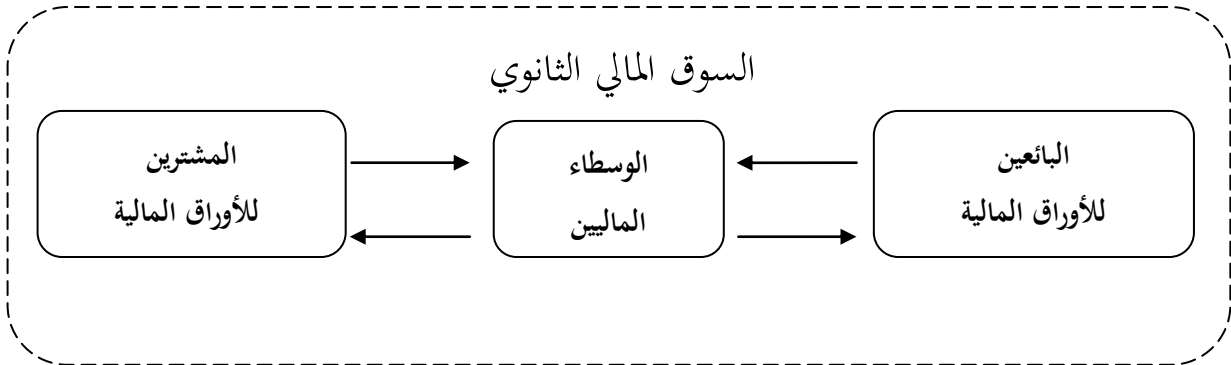


وشرائها في مؤسسات مالية متخصصة ويطلق عليها مصارف الإستثمار وتكون بمثابة الوسيط بين البائع والمشتري حيث تسهل نقل المال بتعهدات تخص إصدار الورقة المالية الجديدة من قبل الشركات ، ويعمل توصيلها للمستثمرين الذين لديهم فوائض مالية يرغبون في تقديمها للشركة من خلال شراء الأوراق المالية الصادرة لأول مرة.



#### • السوق الثانوي:

والذي يطلق عليه "سوق التداول" فهو مكان تداول الأوراق المالية (أسهم ، سندات ، مشتقات مالية... الخ) التي تم إصدارها في السوق الأولي من طرف شركات الإصدار، وفيها يقوم ممتلك هذه الأوراق المالية (شخص طبيعي أو معنوي) ببيعها في السوق الثانوي (البورصة) بسعر السوق بقيمة أعلى من قيمتها الإسمية التي تم إصدارها بها بغية الحصول على أرباح إضافية ، وتطور دور البورصة تتعدد الصفقات المالية التي يتم عقدها دوريا.



## ثالثا : السوق المنظم والسوق غير المنظم:

تخضع الأسواق المالية ومؤسساتها المصرفية والإئتمانية والأدوات المالية التي يتم التعامل بها لإجراءات تفرض من جهات منظمة تنظم عمليات التبادل والتجارة بتلك الأدوات ، مثال ذلك الإفصاح عن بيانات الأوراق المالية المصدرة لصالح المستثمرين ، وغالبا ما تخطط الشركات للإصدار المزيد من الأسهم والسندات المزمع بيعها للعمامة ، والتي تتطلب الإصدارات ضمن الحدود القانونية، كذلك قد يتم تدخل الجهة المشرفة والمنظمة في محاولة التقليل من فجوة التذبذبات إن كانت كبيرة وتخفيفها من خلال الإجراءات تلك. ومن هذا المنطلق تم تصنيف الأسواق المالية إلى أسواق منظمة وأخرى غير منظمة.

### ● السوق المنظم: Organized Market :

ذلك السوق المالي الذي يسير وفق قواعد وأنظمة وقوانين معتمدة في الأسواق المركزية الرسمية ، التي ترتبط بها في تسيير نشاطاتها ، وهناك من الدول من تكون وزارة المالية هي المسؤولة عن ضبط ورقابة عمل الأسواق المالية والبورصات. ويقتصر التعامل في هذه الأسواق على الشركات المقيدة بصفة رسمية فيها والتي تخضع للرقابة الجهات المخول لها ذلك، وتلتزم بقواعدها (قواعد الإفصاح والشفافية، وضوح القوائم المالية... الخ) ، ويتم التعامل في السوق المنظم عن طريق الوسطاء الماليين لتنفيذ صفقات البيع والشراء.

### ● السوق غير المنظم Non-organized Market :

أو السوق غير الرسمية أو كما يطلق عليها البعض السوق الموازية بأنها سوق للمفاوضة « Negotiation » غير رسمية « Informal » وغير مركزية ، ويجري التعامل في هذه السوق على الأوراق المالية غير المقيدة في السوق الرسمية وأصبحت تتعامل حاليا في الكثير من أدوات المشتقات المالية كالعقود الآجلة « Forward Contracts » ، وهذه العقود بقابلها في الأسواق الرسمية العقود

المستقبلية « Future Contracts » ، كما تتعامل في عقود الاختيار شأنها شأن السوق الرسمية. كما تتعامل بلا منافس في بعض الأدوات التي صارت تحظى بأهمية كبيرة في الأسواق الدولية كعقود تثبيت اسعار الفائدة وهي عقود الحد الأقصى لسعر الفائدة Caps ، وعقود الحد الأدنى « Floors » وعقود الطوق « Collars » التي تجمع بين النوعين السالفين ، فضلا عن هذا فهي تتعامل في عقود واتفاقيات المبادلات « Swap Contracts » وبلا منافس لها مطلقا.<sup>1</sup>

فهو ذلك السوق المخصص للتعامل دون الخضوع للقوانين الرسمية، وضوابط الدولة ورقابتها والشركات الناشطة فيها لا تخضع للرقابة ، ويطلق عليها بالسوق الموازية وتتميز هذه السوق بالمرونة ويتبدى تكاليف التعامل وارتفاع المخاطر. وينقسم بدوره إلى:<sup>2</sup>

#### ○ السوق الثالث The Third Market :

وهو قطاع من السوق غير المنظمة ويتكون من بيوت السماسرة من غير أعضاء السوق المنظمة ، وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق. ويتم اللجوء إلى هذا السوق لعدة اسباب اهمها بغرض إنجاز عمليات التداول بسرعة فائقة ، دون عوائق إدارية، وفي الوقت نفسه يمنح للمتعاملين إمكانية التفاوض على العمولة التي يتقاضاها الوسيط أو السمسار .

#### ○ السوق الرابع The Fourth Market :

يقصد به المؤسسات الكبرى والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة بدون اللجوء إلى الوسيط المالي وذلك كاستراتيجية للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة ويساعد في ذلك شبكة قوية من الهاتف والحاسبات الآلية للإبرام الصفقات

<sup>1</sup> - سمير عبد الحميد رضوان (2009)، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق -دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية-، الطبعة الأولى ، دار النشر للجامعات ، القاهرة ، مصر، ص21.

<sup>2</sup> - خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مرجع سبق ذكره ، ص177.

بسرعة وبتكلفة أقل. ويلجأ إلى هذا النوع من الاسواق الأطراف الذين يعرفون بعضهم أشد المعرفة بالإضافة إلى الخبرة التي يتمتعون بها بحكم التعامل المتكرر في صفقات مالية مختلفة وتوفر عنصر الثقة.

### ج- أركان السوق المالي:

باعتبار أن السوق المالي هو مصدر لتجميع المدخرات وتوجيهها إلى هدفها الصحيح وهو توفير التمويل الكافي وفي الوقت الملائم لمختلف الشركات والمشاريع التنموية ، وبالتالي فإن السوق المالي يركز على أركان اساسية تمثل الهيكل الرسمي له وغالبا ما تشمل ما يلي:

#### أولاً: المصدرون أو المقترضون (أصحاب العجز المالي) :

ويتشكلون من الأفراد وأصحاب الشركات من أصحاب العجز المالي ، الذين هم في حاجة لتمويل مشاريعهم ، ويصدرون الأوراق المالية من اسهم وسندات من أجل الحصول على التمويل لمؤسساتهم أو مشاريعهم ، كما تتعدد أشكال المصدرين للأوراق المالية بين جهات خاصة بالشركات الخاصة أو حكومية كالحزينة العمومية أو البنك المركزي ، ومن حيث الغرض من الإصدار فهناك إصدار لإنشاء رأس مال الشركة أو من أجل التوسع في الاستثمارات.

#### ثانياً: المقرضون (المستثمرون) :

يعتبر المقرضون في السوق المالي مصدرا اساسيا للتمويل بحيث تشمل هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات التي تزيد الأموال لديها عن احتياجاتها ، فتقوم باستثمارها في السوق المالي إما بشكل مباشر أو غير مباشر ، ويهتم المستثمرون بعدة عوامل أهمها : العد ، المخاطر المصاحبة للإستثمار كارتفاع سعر الفائدة ومعدل التضخم مثلا.

وتختلف طبيعة المقرضين من أفراد طبيعيين (رجال الأعمال والمدخرين ) ، أو شركات ( كشركات التأمين والاستثمارات) أو مؤسسات مالية وبنوك تجارية متخصصة .

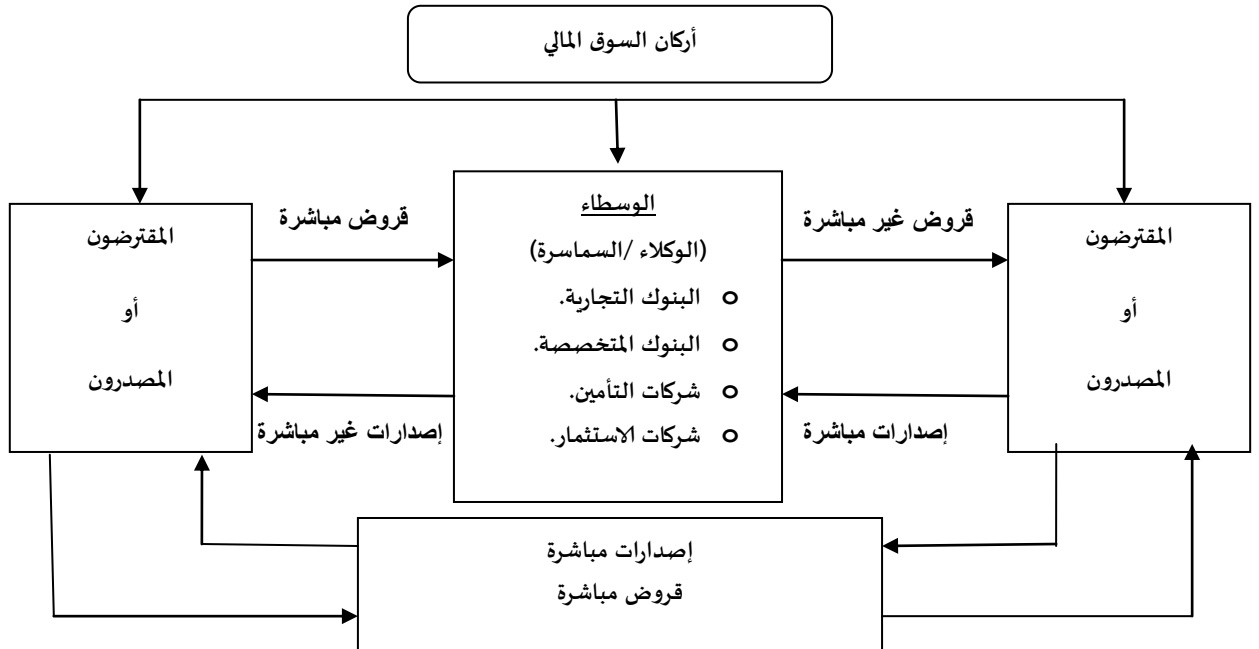
## ثالثا: الوسطاء الماليون :

يشكل الوسطاء الماليون جزء مهم من مؤسسات السوق المالي ، ويمكن أن يكونوا أفرادا أو شركات وساطة متخصصة ، أو بيوت السمسرة متخصصة في الوساطة بين طرفي المعاملات المالية داخل البورصة. وللوسطاء الماليين العلم والدراية الكافية بشؤون سير السوق المالي، ويلعبون دور الوكلاء للمستثمرين الماليين عند شراء أو بيع الأوراق المالية مقابل الحصول على عمولة متفق عليها مسبقا (غالبا ما تكون نسبة من قيمة الصفقة)، بعد تلقيهم لأوامر البيع والشراء. كما للوسيط المالي وظائف أخرى كتقديم الإستشارة المالية لمن يطلبها من البائعين والمشتريين داخل السوق المالي ، بالإضافة إلى تولي الاستثمار في المحافظ المالية لحساب البائعين أو المشتريين.

لذلك يجب أن يتمتع الوسيط المالي بالأهلية القانونية والعلمية في مجال تخصصه ، وأن لا يكون عضوا مشاركا في مجلس إدارة إحدى الشركات المتعاملة في السوق المالي ضمانا لنزاهته.

ومن هذا المنطلق يمكن تلخيص أهم أركان السوق المالي في الأطراف التالية :

الشكل البياني رقم (02) : أركان الأسواق المالية.



مصدر: محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، جامعة البتراء، الأردن، الطبعة الثالثة، 2004،

ص180

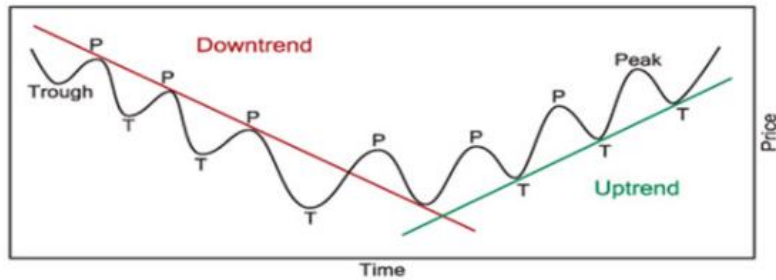
## صراع "الدببة والثيران" « Bulls and Bears » المتعاملون بأسواق المال ونظرية القطيع

استخدم « Joseph de la Vega » وهو اقتصادي وكاتب إسباني سنة 1688 مصطلح صراع "الدببة والثيران" « Bulls and Bears » ، لكي يعبر به عن الطرفين المشترين والبائعين، اللذين لا يكفان عن التناطح لفرض إرادتهما على السوق وتحديد اتجاه الأسعار فيه. ومفاده ان المستثمر يجب أن يعلم يقينا أن التعامل في السوق المالي معرض للربح الخسارة مهما كانت درجة مهنية الوسيط المالي. وعلى المستثمر أن يقبل أن يمثل دور الدب Bear مثلما يمثل دور الثور Bull ، فيما يسمى بصراع الدببة والثيران. Bulls and Bears

الثور Bull باعتباره حيوان جريء وحاسم وعدواني، يعبر عن قوى الطلب، قوى الشراء التي تدفع الأسعار للارتفاع، فعندما يكون الطلب على سلعة ما كبيراً، ويكون الكثير راغبين في شراء هذه السلعة، سيرتفع سعر هذه السلعة بسرعة، ويقال أنّ السوق يتحكم به الثيران Bulls المشترين الذين يدفعون الأسعار للارتفاع. وعليه فإن قطع الثيران المتفائل هم مجموعة كبيرة من المستثمرين المتفائلين الذين يعتقدون بأنّ أسعار أسهم معينة في سبيلها للارتفاع، فيقبلون على شرائها، بدافع الطمع وتوقعاً للكسب القريب، ويستطيع المخضرمون في هذه الحالة تحقيق الربح بانتهاز الرغبة الجارحة لأفراد هذه المجموعة لشراء هذه الأسهم.

أما الدب Bear باعتباره أكثر حذرًا، بطيء الحركة وغير نشط يعبر عن قوى العرض، قوى البيع التي تدفع الأسعار للانخفاض، فعندما يكون العرض على سلعة ما كبيراً، ويكون الكثير راغبين في بيع هذه السلعة، سينخفض سعرها بسرعة، ويقال أنّ السوق يتحكم به الدببة Bears البائعين الذين يدفعون الأسعار للانخفاض. ومن ثم فإنّ قطع الدببة المتشائم هم مجموعة كبيرة من المستثمرين الذين يعتقدون بأنّ أسعار أسهم معينة في سبيلها للانخفاض، فيعرضونها للبيع، بدافع الخوف من الخسارة، وهنا أيضًا يستطيع المخضرمون من المتعاملين في البورصة التربح من انسياق هذه المجموعة لعرض أسهمها بأسعار قليلة.

ففي أسواق المال يطلق تعبير سوق الثور Bullish للسوق الصاعد، ذو الاتجاه الصاعد Up Trend ، والذي يتسم بوجود حالة عامة من التفاؤل، ورغبة في الشراء، ومن ثم تكون قوى الطلب أكبر من قوى العرض، تترجم في صورة قمم وقيعان تصاعدية، حيث تكون الأسعار في الوقت الحالي أعلى من الوقت السابق، نتيجة لانتعاش اقتصادي، طفرة اقتصادية، أو الوضع النفسي للمستثمرين. بينما يطلق تعبير سوق الدب Bearish للسوق الهابط، ذو الاتجاه الهابط Down Trend ، والذي يتسم - على عكس سوق الثور - بوجود حالة عامة من التشاؤم، ورغبة في الخروج من السوق، ومن ثم تكون قوى العرض أكبر من قوى الطلب، تترجم في صورة قمم وقيعان تنازلية، حيث تكون الأسعار في الوقت الحالي أقل من الوقت السابق.



### 3. دور الأسواق المالية على صعيد الاقتصادي:

تلعب الأسواق المالية دورا مهما وحيويا في التنمية الاقتصادية ، وتشكل نقطة إلتقاء بين الوحدات التي تتمتع بفوائض نقدية وبين تلك التي تعاني من عجز، وقد تمثل هذه الوحدات أفرادا أو مؤسسات خاصة أو قطاع حكومي ، بغض النظر عن كون هذه الأسواق محلية أو عالمية.<sup>1</sup>

والأهمية الكبرى تتمثل في تعبئة المدخرات المالية وتمويل جوانب عديدة من الاقتصاد من المشاريع ذات الجدوى الاقتصادية المرتفعة أي استخدام الأموال في الأنشطة الراجعة التي تحقق عائد مهم ، وإجمالا يؤدي السوق المالي ست وظائف أساسية:<sup>2</sup>

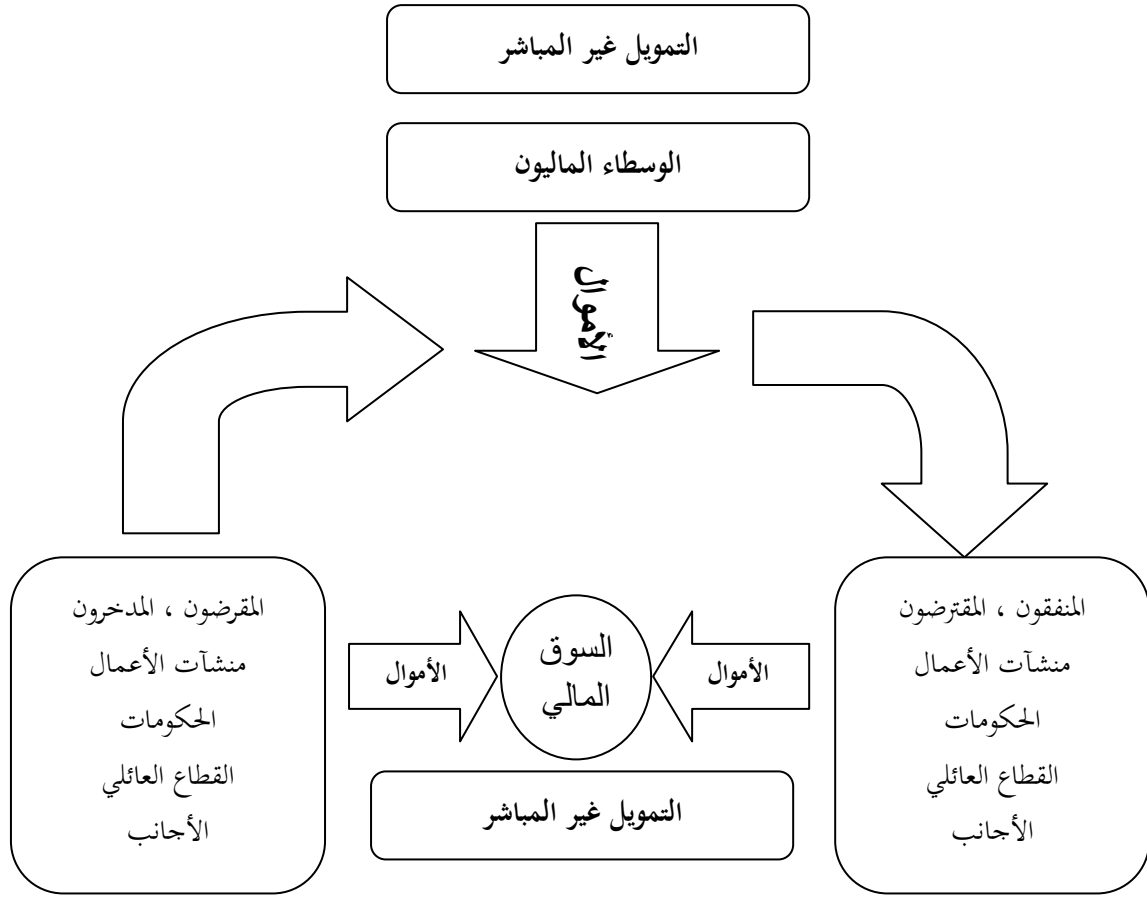
- يسمح بنقل الموارد الاقتصادية في كل مكان وزمان
- تجميع الموارد
- توزيع المخاطر وإدارتها
- سيولة الاستثمارات نقل المعلومات من خلال الأسعار
- مراقبة وانضباط فرق الإدارة.

ولعل الدور المهم للأسواق المالية يتمثل في توفير التمويل والجمع بين أصحاب الفوائض المالي واصحاب العجز المالي . فالفئة الأولى ترغب في استثمار أموالها والفئة الثانية طالبة لتمويل مشاريعها الاستثمارية. وفق علاقة: رابح/رابح. ومن خلال الشكل البياني الموالي نوضح الأهمية التمويلية للأسواق المالية من خلال توفير شقين التمويل المباشر والتمويل غير المباشر:

<sup>1</sup> - علاء النجار حسنين أحمد (2020)، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية للدولة -دراسة تطبيقية- ، دار النشر الجامعي ، الإسكندرية ، مصر، ص 39.

<sup>2</sup> - Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik ,Christophe Pérignon(2014), Marchés financiers- Gestion de portefeuille, et des risques- 6e édition, DUNOD ,paris, p09.

### الشكل البياني رقم (03) : دور السوق المالي في انتقال الأموال



مصدر: دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة: عمان -الأردن-2011، ص37

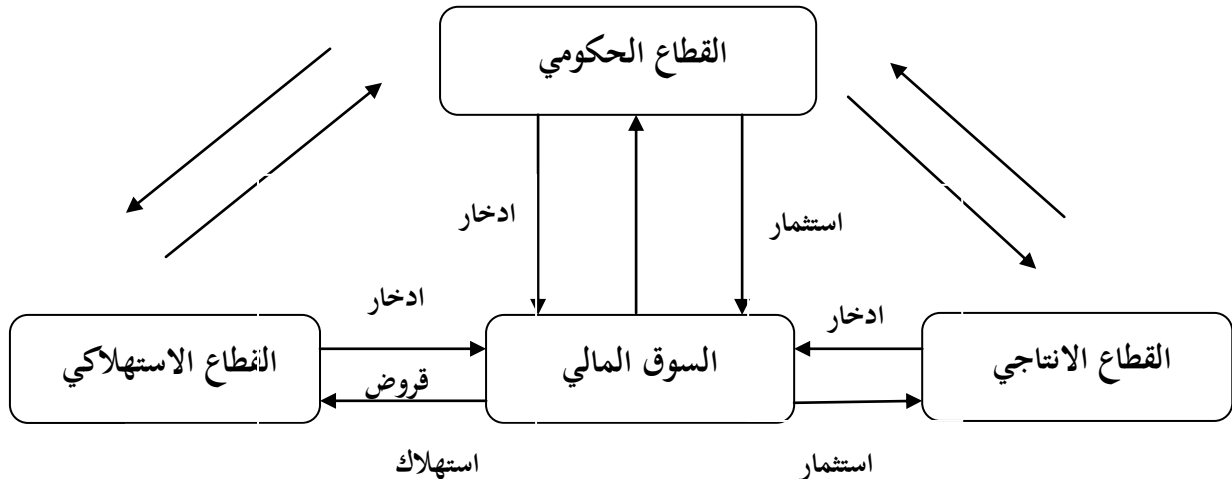
و هذا الدور المهم للأسواق المالية من الناحية الاقتصادية ، يمكن إجماله في ما يلي:

- يلعب السوق المالي رابط مهم بين المتعاملين الاقتصاديين من جانب الإدخار والإستثمار مما يساهم في تكوين الجيد لرأس مال الشركات وتطوير الاستثمار.
- مصدر لتمويل القطاعات الاقتصادية المختلفة. وفرصة استثمار لأصحاب الفوائض المالية
- تخصيص أمثل للموارد من خلال توجيه المدخرات للراغبين في استعمالها.
- للسوق المالي عدة آثار إيجابية على المتدخلين فيه من خلال العوائد والمدخيل التي يحصلون عليها.



وبالإضافة إلى توفير مصادر التمويل وتجميع المدخرات ، فإن للأسواق المالية دور ذو أهمية قصوى في ربط علاقات ذات طابع اقتصادي بين القطاعات الاقتصادية المختلفة منها: القطاع الحكومي، القطاع الانتاجي والقطاع الاستهلاكي. بحيث تلعب الأسواق المالية الممول لهذه القطاعات بمختلف الأدوات المالية التي تضمن السيولة لنشاطاتها ، مثلما يوضحه الشكل البياني الموالي:

الشكل البياني رقم (04) : دور السوق المالي في تمويل القطاعات الاقتصادية



مصدر: دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص28.

والجدير بالذكر أن الأسواق المالية تعمل على تصريف (تداول : بيع / شراء) الأوراق المالية الحكومية (سندات وأذونات الخزينة مثلا) وبالتالي تضمن التمويل للقطاع الحكومي من أجل التوسع في المشاريع التنموية المخطط لها ، كما أن القطاع الانتاجي بمختلف توجهاته يعتمد على الأسواق المالية من خلال توظيف مدخراته كمانح للمال لمن يحتاجه وفق آليات محددة لقا عائد مدروس ، كما أنه يستفيد من هذه الأسواق في حالة حاجته للتمويل لمختلف المشاريع الخاصة به. أما القطاع الاستهلاكي بمختلف مقوماته فهو اخر في حاجة ماسة للسوق المالي إما لطلب التمويل لمختلف الحاجات الاستهلاكية أو الإدخار اعتمادا على أدوات مالية مخصصة لذلك، أو الاستثمار في أدوات معينة.

## المحاضرة (02) : كفاءة الأسواق المالية وعوامل نجاحها

### 4- كفاءة السوق المالي (السوق المالي الكف Market Efficient ) :

إن معظم ما يجري في الأسواق المالية من قرارات استثمارية للوحدات الاقتصادية المختلفة قائم على التوقعات واحتمالات تحققها ، وذلك باعتماد كل الفاعلين في السوق المالي على المعلومات المتاحة في أيديهم حول وضع السوق، فإذا كانت هذه المعلومات متاحة وسهلة الحصول عليها وتخدم مصالح الفاعلين في السوق المالي يطلق على هذا الأخير بالكفاءة.

#### أ- تعريف السوق المالي الكفاء:

لقد تطرق Fama E. (1970)<sup>1</sup> إلى موضوع كفاءة السوق المالي بأنه ذلك السوق الذي يدمج بدقة جميع المعلومات المعروفة في تحديد سعر الأصل. و أصبح تعريف « Fama » معروفاً باسم فرضية السوق الكفاء « The efficient market hypothesis ». والتي تنص على أنه في أي وقت ، تعكس أسعار الأوراق المالية بشكل كامل جميع المعلومات المتاحة فإننا أمام سوق مالي كفاء.

ومن هذا المنطلق فإن كفاءة سوق الأوراق المالية تعبر عن ذلك السوق الذي يعكس سعر السهم الذي تصدره شركة ما كافة المعلومات المتاحة عنها، سواء تمثلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في معلومات بثتها وسائل الإعلام، أو تمثلت في السجل التاريخي لسعر السهم في الأيام والأسابيع والسنوات الماضية، أو في تحليلات أو تقارير عن آثار الحالة الاقتصادية العامة على أداء الشركة، و غير ذلك من المعلومات التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم، وبالتالي في قيمته الحقيقية .

<sup>1</sup> - Fama E. (1970) « Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work » Journal of Finance, Vol.25, No.2, pp. 383-417

في ظل السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للسهم هي قيمة عادلة تعكس تماما التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الاستثمار في ذلك السهم من مخاطر.

ويعرف السوق الكفاء أنه ذلك السوق الذي "يعكس سعر السهم فيه توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، وتجدر الإشارة هنا إلى أن إتاحة المعلومات للجميع لا تعني بأن تقديراتهم بشأن المكاسب المستقبلية والمخاطر المحيطة بها متطابقة تماما. فقرارات المستثمرين قليلي الخبرة قد تأخذ بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية.<sup>1</sup>

ومن هذا المنطلق يلاحظ وجود علاقة كبيرة بين أسعار الأوراق المالية والبيانات والمعلومات الخاصة بالشركة التي أصدرت هذه الأوراق المالية . مما اثار اهتمام المختصين في هذا المجال واستخلاصهم لنتائج مهمة تؤكد هذه النتيجة ودورها المهم في الرفع من كفاءة السوق المالي.<sup>2</sup>

#### ب- نموذج السوق المالي الكفاء (عرض مبسط):

اقترح الاحصائي " Kendal " عام 1953 نموذج خاص بكفاءة السوق المالي ، من خلال بحث احصائي حيث قام بتحليل سلاسل زمنية لتغيرات أسعار الأسهم وفق نموذج احتمالي كما يلي:

$$P_t = P_{t-1} + a$$

حيث يكون سعر الورقة المالية الحالي  $P_t$  مرتبط بسعر الورقة الماضي  $P_{t-1}$  مضاف إليه قيمة عشوائية  $a$  وليس مطلقا

<sup>1</sup> - مفتاح صالح، معارفي فريدة (2009) ، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث - العدد 07 - ص 182.

<sup>2</sup> - عبد القادر أحمد محمد الصباغ (2018)، قيد الأوراق المالية في البورصة -دراسة مقارنة بين النامين المصري والسعودي، الطبعة الأولى، المركز العربي للنشر والتوزيع، مصر، ص 114.

لقد بين هذا النموذج بأن الأسواق المالية المتسمة بالكفاءة هي الأسواق التي تتقلب فيها الأسعار بشكل عشوائي حول قيمتها الطبيعية ، والتي تعكس بدورها كافة المعلومات المتوفرة لجميع الأطراف بصورة ملائمة. وإن هذا النموذج المتعلق بالأسواق المالية الكفاء يهدف إلى هدفين أساسيين هما:

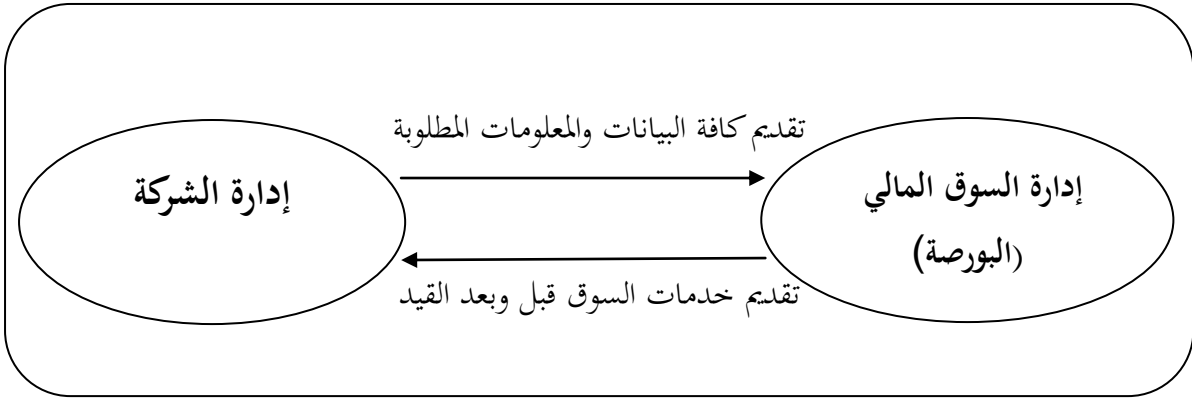
1- تبيان ردود أفعال الأسعار تجاه المعلومات الجديدة.

2- تحليل الأدوات المالية وبالتالي توضيح كيفية بناء محفظة استثمارية

وبالتال وفق هذا النموذج لا يمكن لأي طرف داخل السوق المال أن يتنبأ بصورة دقيقة بأسعار الأوراق المالية في الآجال القصيرة.

### ج- خصائص السوق المالي الكفاء:

- تعتبر السوق المالي الكفاء اقتصاديا تلك السوق التي تستطيع تخصيص أمثل للموارد المتاحة بما يضمن توجيه الموارد إل القطاعات الأكثر ربحية . ومن أهم خصائص السوق المالي الكفاء ما يلي:
- **حجم السوق** : يقاس بمعدل راس المال السوقي اي قيمة الأسهم المسجلة على الناتج المحلي الإجمالي ، من خلال عدد الشركات المسجلة في السوق.
  - **سيولة السوق** : يقصد بها القدرة على البيع والشراء للأوراق المالية بكل سهولة ، وبدون تكاليف إضافية.
  - **درجة التقلبات** : وتشير على مدى التذبذبات في الأسعار ، ويقاس من خلال تقدير الإنحراف المعياري لتقلب العوائد في السوق خلال سنة.
  - **درجة تركيز السوق** : تقاس بمدى مساهمة أكبر عشر شركات في راس المال السوقي للوقوف على مدى سيطرة الشركات على السوق.
  - **درجة الإفصاح**: أي مدى إفصاح الشركات عن قوائمها المالية ومعلوماتها المحاسبية للمساهمين والراغبين في شراء أصولها. وفي هذا الصدد فإن على الشركة المدرجة في السوق المالي والتي تستفيد من خدماته أن تلتزم بالإفصاح عن قوائمها وبياناتها المالية.



وتتفاوت هذه الخصائص من سوق لسوق لآخر، وهذا ما يحدد درجة كفاءة السوق المالي ، فهناك ثلاث صيغ لكفاءة السوق المالي حسب توفر هذه الخصائص . فهناك الصيغة الضعيفة والصيغة المتوسطة والصيغة القوية.

#### د. مؤشرات قياس الكفاءة في السوق المالي:

يتم قياس كفاءة السوق المالي وفق مؤشرات محددة تتمثل فيما يلي:<sup>1</sup>

#### أولاً : كفاءة التشغيل : Operational Efficiency

المقصود بالكفاءة التشغيلية قدرة السوق على تحويل الموالم والموارد المالية المتاحة لمن يحتاجون إليها بأقل تكلفة والتي يطبق عليها بـ "تكلفة المعاملات" وتشمل : تكلفة الوساطة المالية ، وتكلفة تحويل الأوراق المالية ، وبالتالي فإن نجاح السوق المالية ووصوله إلى كفاءة تشغيلية هامة يتوقف على عنصر مهم وهو مدى تقليل هذه التكلفة إلى أدنى مستوى ممكن.

كما ينظر إلى الكفاءة التشغيلية على أنها تلك الوضعية التي يمكن للسوق المالي أن يخلق توازن بين العرض والطلب وتعتبر هذه الميزة في حال توفرها مؤشراً على الكفاءة الداخلية للسوق المالي. هذا من وجهة نظر أما من نظرة أخرى فإن الكفاءة الداخلية التي ترى أن الأسواق المالية تأخذ مكانة جد

<sup>1</sup> - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ، الطبعة الأولى، دار الفكر ، عمان الأردن، 2009، ص 102.

هامة في اقتصاد كل دولة ، وهذا من خلال دورها الأساسي المتمثل توجيه الموارد للمجالات الأكثر ربحية وتوفير السيولة . إلا أن هذا الدور لا يتحقق بفعالية إلا إذا توفر على كفاءة تشغيلية عالية .<sup>1</sup>

### ثانيا : كفاءة التسعير : Price Efficiency

ويطلق عليها "الكفاءة الخارجية" أو "الكفاءة المعلوماتية" ويكون السوق المالي كف عند هذا المستوى إذا كانت جميع المعلومات المتوفرة والملائمة لتقييم الأصول المالية المتعامل بها في السوق منعكسة في الأسعار.<sup>2</sup>

ويعني آخر الكفاءة التسعيرية تعني سرعة تكيف أو استجابة السعار السائدة في السوق المالي للمعلومات الجديدة التي تتوفر للمتعاملين فيه دون فاصل زمني كبير . وألا يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة ، وتعتبر هذه الخاصية مؤشرا للكفاءة الخارجية للسوق.<sup>3</sup>

### ثالثا: كفاءة التخصيص : Allocate Efficiency

وينطلق مفهوم هذه الكفاءة من كون أن السوق المالي هو في الأصل له مهمة تخصيص التمويل وتوجيهه من اصحاب الفائض المالي على اصحاب العجز المالي ، ويكون هذا التخصيص والتوجيه بكفاءة قصوى حتى يضمن تحقيق الأهداف المرجوة من قيام السوق المالي اساسا وهو ضمان الربحية في المعاملات المالية.

### 5. المتطلبات الأساسية للإقامة سوق الأوراق المالية :

إن قيام سوق مالي يقوم بمختلف الوظائف الأساسية الخاصة به، وإعطاء دفع كبير لاقتصاد أي دولة ، يلزم توفر العديد من المتطلبات الضرورية والكافية لهذا الغرض ، ويمكن إجمال أهم المتطلبات والشروط الأساسية لإقامة سوق مالي بالمعنى الكامل في ما يلي:

<sup>1</sup> - Jaque Teulie, Patrik Topsacalio, Finance, - 2e édition, Vuibert, France, 1997, p. 78

<sup>2</sup> - Idem.

<sup>3</sup> - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره ، ص103.

- ضرورة تبني مبدأ الحرية الاقتصادية ومنح الثقة لقوى السوق - العرض والطلب - لتحريك المبادلات ومختلف نواحي الأنشطة الاقتصادية الأخرى. وإعطاء دور مهم للقطاع الخاص من خلال تكييف التشريعات والقوانين مع هذا الطرح ، من خلال وضع تسهيلات ضريبية ومزايا لتشجيع قيام الشركات الخاصة .
- العمل على تطوير القطاع البنكي باعتباره جزء اساسي لقيام السوق المالي ووسيط مالي مهم يضمن توفر المدخرات المالية والسيولة الكافية ، من خلال فتح المجال أمام القطاع الخاص والأجنبي للاستثمار في الخدمات البنكية ، وضرورة تطوير التشريعات التي تحكم العمل البنكي ومواكبة التطور احاصل في الخدمات البنكية الحديثة .
- تشجيع الوعي الاستثماري والعمل على إقامة مناخ استثماري مشجع لقيام الشركات الاستثمارية بالشكل الكافي لقيام سوق مالي تنافسي.
- ضرورة الاستفادة من الخبرات والتجارب الدولية في مجال تسيير والرقابة على الأسواق المالية مثل : المنظمة الدولية لهيئات السوق المالي International Organization of Securities Commissions (IOSCO)
- ضمان وجود حجم معتبر من المدخرات الوطنية والأجنبية لتحريك السوق ويقابل ذلك طلب معتبر على هذه المدخرات في ظل شروط استثمار مدروسة ومناخ استثماري محفز للمقبلين على الاستثمار في مختلف المجالات.

## 6. عوامل نجاح الأسواق المالية :

- تعدد العوامل التي تساهم في نجاح الأسواق المالية في تأدية وظيفتها على أكمل وجه، وزيادة تكاملها وكفاءتها في تخصيص الموارد. ويمكن إجمالها فيما يلي:
- توفر البيئة المناسبة لنشاط السوق المالي من خلال المنظومة التشريعية الضابطة والمحفزة على الاستثمار في الأدوات المالية (تحفيزات جبائية، تشريعات ضابطة لسوق الصرف... الخ).
  - تسهيل قيام الشركات والمؤسسات الاستثمارية وتوفير لها كل الشروط لتأهيلها للتولوج إلى السوق المالي بما يضمن تكثيف صفقات الاستثمار في إطار سوق مالي متنوع .
  - زيادة فرص إنشاء البنوك المحلية والأجنبية وشركات الاستثمار باعتبارها مشجع للإستثمار، ومنح تحفيزات لزيادة الإدخار لدى الأفراد والمؤسسات .
  - تحرير النشاطات المالية للشركات والتعاملات المالية داخل الأسواق المالية ، من الحواجز والعراقيل . من خلال التقليل من تدخل الدولة في التعاملات بين البائعين والمشتريين وترك السوق لقانون العرض وطلب.
  - تشجيع استعمال تكنولوجيات الإعلام والإتصال وكل ما من شأنه تطوير التعاملات المالية بين الأطراف المشاركة ، ومن أجل تكامل وكفاءة أكبر للأسواق المالية.

## 7. المصاعب التي تواجه الأسواق المالية :

تواجه الأسواق المالية عدة مصاعب تحول دون القيام بدورها الاقتصادي على أكمل وجه وتعيق تطورها وأهمها: <sup>1</sup>

<sup>1</sup> - محمد أحمد عبد النبي ، الأسواق المالية - الأصول العلمية والتحليل الأساسي - الطبعة الأولى، زمزم للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009، ص46.



- نقص الوعي الإدخاري والاستثماري لدى المواطنين بسبب الصعوبات والعراقيل التي تواجههم في كل مراحل الاستثمار.
- عزوف المستثمرين عن الاستثمار في سوق الأوراق المالية .
- نقص المعلومات والبيانات المالية عن الصفقات المالية وعن الشركات محل الاستثمار مما يجعل عملية الاستثمار في الأوراق المالية محفوفة بالمخاطر.
- ضعف النظام الرقابي والإشرافي على عمليات السوق مما يساهم في اللانضباط في التعاملات المالية بين أطراف السوق والذي ينتج عنه عدم وجود الثقة المتبادلة.
- ضعف ونقص في طريقة تسيير الشركات المدرجة في السوق المالي.
- الأداء الاقتصادي والسياسي المتدني للعديد من الدول النامية مما يحد من أداء الأسواق المالية
- عدم ابتكار عدد كاف من الأدوات المالية المتاحة في السوق.



## المحور الثاني :

### الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

المحاضرة 03: الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد

المحاضرة 04: الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال (الأسهم)

المحاضرة 05: الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال (السندات)

المحاضرة 06: المشتقات المالية.

## تمهيد:

لقد شهدت صناعة الأوراق المالية تطورات هامة وكبيرة خلال فترة زمنية قصيرة ، حيث شهدت الأسواق المالية تطورات تقنية هائلة خلال السنوات الأخيرة من حيث رقمنة كافة أعمالها وخاصة تطوير الأنظمة المتعلقة بالتداول والتسوية والنقائص. ولقد صاحب هذه التطورات ثورة كبيرة في مجال تكنولوجيا المعلومات ونشر معلومات خاصة عبر شبكة المعلومات ، مما سهل من عمليات تداول الأوراق المالية المتنوعة وانعكس ذلك إيجابيا على سيولة الاقتصاد.<sup>1</sup>

وباعتبار أن سوق رأس المال ذلك السوق الذي يتعامل بالأدوات المالية، ورؤوس الأموال ، والهدف من توظيف الأموال والإستثمار هو زيادة الأرباح والدخل ، ويندرج ضمن السوق المالي : سوق النقد الذي يتم التعامل فيه بالأدوات المالية قصيرة الأجل ، وسوق رأس المال الذي يتم التعامل فيه بالأدوات المالية طويلة الأجل وهو بدوره ينقسم إلى السوق الأولي الخاص بإصدار الأوراق المالية الجديدة ، والسوق الثانوي الخاص بتداول الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولي.

في إطار السوق المالي يتم تنظيم عمليات العرض والطلب على التمويل ، بواسطة الأدوات المالية المناسبة ، والتي يتم تجميعها بشكل عام في فئات أصول تتميز بثلاث خصائص أهمها:<sup>2</sup>

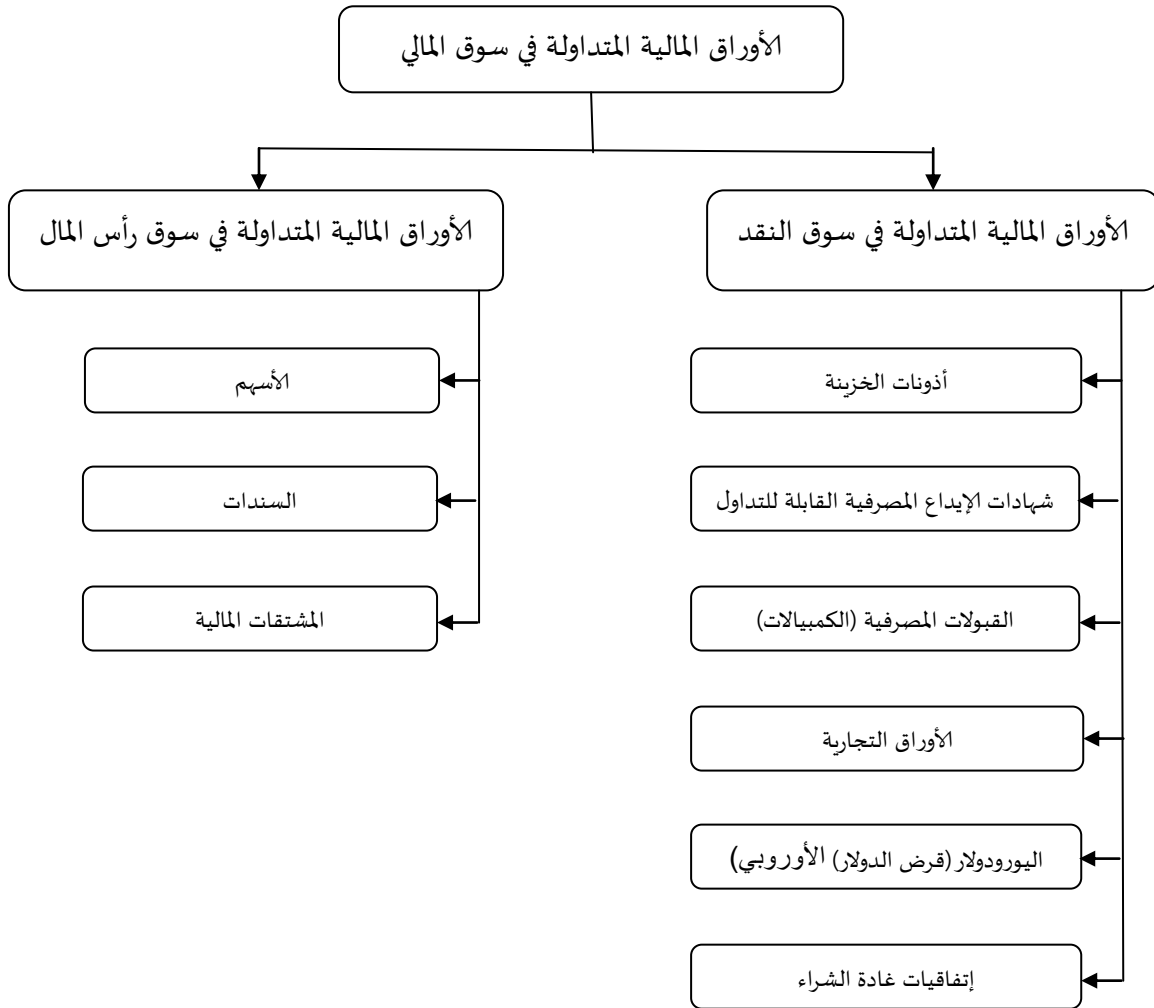
- خاصية الأداء على المدى الطويل : مثل السندات
- خاصية التنوع: بحيث تتعدد أنواع الأدوات المالية مما يساهم في تنوع محفظة الأوراق المالية ويجعل من الممكن تحسين نسبة المخاطر إلى العائد.
- خاصية عدم التكرار: لا يمكن إعادة إنتاج فئة الأصل ، بل أصول جديدة لهدف جديد.

<sup>1</sup> - علاء النجار حسنين أحمد (2020)، مرجع سبق ذكره، ص 12.

<sup>2</sup> - Jérémy Morvan(2017), Marchés et instruments financiers, 3e édition, DUNOD, paris,p04.

كما أن في هذا السوق تستطيع الشركات طرح الأوراق المالية من أجل الحصول على المال الذي تحتاجه لتمويل مشاريعها المختلفة. وهذه الأدوات المالية تضمن تدفق الأموال التي تبحث عن الاستثمارات المرحة وامنة . وفيما يلي اهم أصناف الأوراق المالية التي يتم تداولها في السوق المالي:

الشكل البياني رقم (05) : أصناف الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي.



مصدر: بالإعتماد على : مطر، محمد (1999)، إدارة الاستثمارات، عمان، مؤسسة الوراق للنشر، ص168.

## المحاضرة (03) : الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد

إن سوق النقد هو مكمل لسوق رأس المال وهو يضم العديد من الفاعلين الأساسيين الذين يلعبون الدور المحرك لهذا السوق وفق آلياتهم الخاصة ، من أجل ضمان سيرورة السوق وأداء وظيفته على أحسن وجه، وأهم الفاعلين في هذا السوق هم كما يلي:<sup>1</sup>

- البنوك المركزية: والتي تلعب دورين اساسيين ومختلفين وهما:
  - دور تنظيمي للقطاع البنكي ، وتحديد مستوى أسعار الفائدة قصيرة الأجل التي تقرض بها البنوك التجارية وتزويد الدائرة المصرفية بالسيولة
  - مقرض الملاذ الأخير، الذي أصبح سائداً منذ بداية ما يسمى بأزمة الرهن العقاري «Subprimes» في صيف عام 2007 .

- البنوك التجارية: التي تعتبر مصدر التمويل وتوزيع الفائض لديها.
- الشركات الكبيرة التي تلعب دور إعادة التمويل على المدى القصير و لاستثمار فوائضها المحتملة.
- المستثمرون: والمتواجدون بكثرة في السوق كمقدمين للسيولة. ويطلق عليهم مصطلح: «zinzins» "الأغبياء أو الحمقى"، مثل: صناديق سوق المال، شركات التأمين، صناديق السندات ، وصناديق الأسهم... إلخ)

وباعتبار أن سوق النقد كجزء اساسي من السوق المالي ومكمل لسوق راس المال، فإنه يتميز كما أسلفنا سابقا بأنه مكان لتداول الأوراق المالية قصيرة الأجل والتي تتمثل فيما يلي:<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - Éric Chardoillet, Marc Salvat, Henri Tournyol du Clos, L'essentiel des marchés financiers , eyrolles, p156-157.

<sup>2</sup> - لأكثر تفصيل يمكن الإطلاع على :

- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة: عمان -الأردن-2011، ص 51-57.  
- محمد أحمد عبد النبي ، الأسواق المالية - الأصول العلمية والتحليل الأساسي- الطبعة الأولى، زمزم للنشر والتوزيع ،عمان الأردن، 2009، ص 171-178

## 1. أذونات الخزينة TREASURY BILLS :

وتتمثل في أداة تمويل بالمديونية ، تصدر عن الحكومة (وتسمى اذونات الخزينة لكونها تصدر عن الخزينة العمومية) ، كما أنها أداة مالية قصيرة الأجل تتراوح مدتها ما بين 3-12 شهرا تصدر من طرف الحكومة من الأجل الحصول على تمويل لا نشطتها المختلفة من تمويل للعجز الموازي ، امتصاص الفائض النقدي ، وتشجيع المواطنين على الإدخار. وتمنح أذونات الخزينة إعفاءات من الضرائب لتشجيع الجمهور على التعامل بها . وتكون أسعار خصمها أقل من مقارنة بالأدوات المالية الأخرى في السوق المالي من السندات الحكومية وسندات الشركات طويلة الأجل .

وتتميز هذه الأوراق المالية بعدة مزايا تنفرد بها عن باقي الأوراق المالية الأخرى كما يلي:

- 1- إرتفاع درجة سيولتها.
- 2- ذات قابلية للتسويق عالية، ويمكن بيعها بالمزاد العلني.
- 3- الدخل المتأتي من أذونات الخزينة معفى من الضريبة.
- 4- انخفاض درجة المخاطرة في تداولها لكونها مضمونة من طرف البنك المركزي أو الحكومة ، ولكونها أداة قصيرة الأجل ومحدودة العائد (عائد بسيط و منخفض) .
- 5- يحصل حامل أذونات الخزينة على عائد يتمثل في الفرق بين سعر الشراء والقيمة الإسمية لأذون الخزينة خلال سنة (360 يوم) أو خلال فترة الإمتلاك . ويتم حساب معدل العائد السنوي على أذونات الخزينة باستخدام العلاقة التالية :

$$\frac{360}{N} \times \frac{P \cdot FV}{FV} = \text{العائد معدل}$$

حيث :

**FV** : تمثل القيمة الإسمية لأذون الخزينة

**P** : سعر شراء أذون الخزينة

**N** : عدد ايام فترة الاستثمار

## 2. شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول : CERTIFICATES OF DEPOSIT

تم إنشاء شهادات الإيداع في منتصف الثمانينيات من القرن الماضي ، وهي عبارة عن ودائع لأجل قابلة للتحويل في أي وقت ، ويتم إصدارها باستمرار من قبل المؤسسات الائتمانية<sup>1</sup>، تثبت حق العميل أو أن حاملها قد أودع وديعة لمدة محددة وبفائدة معلومة (حسب سعر الفائدة السائد في السوق) ، وتاريخ استحقاق محدد تتراوح بين شهر و18 شهرا . وفي هذه الحالة يظل العميل يتمتع بضمان البنك . وله الحق في بيعها في السوق الثانوي . ويمكن إصدارها بقيم إسمية . وتتميز هذه الشهادات بدرجة عالية من السيولة وقلة درجة المخاطر التي تنطوي عليها

وقد كانت هذه الشهادات غير قابلة للتداول في اول مرة تم إصدارها قبل سنة 1961 ، ومنذ هذا التاريخ أصبحت تتمتع بإمكانية إعادة بيعها في السوق الثانوي وتداولها مثلها مثل الأوراق المالية الأخرى. ومن هنا جا وصفها بـ القابلة للتداول" . حيث تثل مصدرا هاما للموارد المالية للبنوك . بالإضافة إلى أهداف أخرى من وراء إصدار شهادات الإيداع القابلة للتداول ومنها معالجة انخفاض أسعار الفائدة الممنوحة للمستثمرين عند الإيداع في حساب التوفير ، ومنح الفرصة لحاملها في الحصول على نقد قبل بلوغ آجال استحقاقها . كما أن شهادة الإيداع لها عائد أكبر من حساب التوفير .

## 3. القبولات المصرفية (الكمبيالات) : BANKER ACCEPTANCES

وهي أداة من أدوات سوق النقد قصيرة الأجل وتستعمل لخدمة حركة التجارة الدولية . وتعد من أدوات الدين ، تصدرها البنوك لغرض تسهيل عمليات الإستيراد والتصدير ، فمبدئيا يتم الإتفاق بين المستورد " A " وشركة صناعة السيارات من أجل شراء سيارة بالأجل من الشراء بمبلغ " 800 أورو" . وبعد ذلك يقوم المستورد بتقديم طلب إلى البنك في بلده للحصول على قبول بنكي بالمبلغ

<sup>1</sup> -Paul-Jacques Lehmann (2014) , Économie des marchés financiers, 2e édition, de boeck, Belgique, p30.

المذكور . يتعهد بموجبه بدفع مبل عملية الاستيراد لأمر الشركة في ضوء الإتفاق المبرم بين المستورد و شركة صناعة السيارات. بحيث يتولى البنك بتسديد مبلغ عملية الاستيراد في تاريخ الاستحقاق . كما يمكن تداول هذه القبولات في السوق الثانوي.

#### 4. الأوراق التجارية COMMERCIAL PAPERS :

تم إنشاء الأوراق التجارية « commercial paper » في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1860، تتمتع بخصوصية أنها صادرة عن شركات غير مالية تسعى للحصول على تمويل قصير الأجل. <sup>1</sup>، وخاصة هذه الشركات أنها تتمتع بصورة مالية مرموقة ولدى المستثمرين الثقة الكبيرة في تعاملاتها. لذلك تقوم هذه الشركات بإصدار الأوراق التجارية بدون ضمان يذكر. من أجل تمويل احتياجاتها قصيرة الأجل . وتحقق الأوراق التجارية مزايا عديدة أهمها :

- الورقة التجارية أداة دين قصيرة الأجل تستفيد من مقابلا الشركة المصدرة لها وفق آجال استحقاق ، ويستفيد حاملها من عائد يتمثل في الفرق بين سعر شراء الورقة وبسعر بيع الورقة.
- يقتصر إصدار الأوراق التجارية على الشركات التي تتمتع بمركز مالي جيد ولها ثقة لدى العملاء .

#### 5. اليورو-دولار (قرض الدولار الأوروبي) EURODOLLAR:

يعتبر الدولار الأمريكي بالنسبة لباقي العملات الأجنبية عملة هامة تحتل مركزا مرموقا لأسباب عديدة أهمها : ثبات قيمته نسبيا مما يجعل البنوك المركزية في العالم حريصة على الإحتفاظ به ضمن

<sup>1</sup> - Paul-Jacques Lehmann (2014) ,op.cit,p31.



إحتياطاتها بغرض تسوية ديونها الدولية ، بجانب أن الاقتصاد الأمريكي الذي يتبوأ مركزا قياديا في التجارة العالمية قد جعل من الدولار وسيلة دفع نقدية دولية تستخدمها البنوك التجارية.<sup>1</sup>

ونظرا لهذه الأهمية فإن مصطلح "اليورو دولار" أو كما يطلق عليه قرض الدولار الأوروبي ، ومفاده في بادئ الأمر قيام البنوك الأوروبية بقبول الودائع بالدولار الأمريكي مقابل منح سعر فائدة تحفيزي للمودع ، وفي نفس الوقت تقوم بإقراض مبالغ بالدولار لطالبي القروض بهذا الشكل بسعر فائدة أعلى من فائدة الإيداع ، وذلك بخلاف ما كان يتم التعامل به من قبل برد مثل هذه الودائع بالعملة المحلية لأصحابها اثناء طلبها . والغرض من هذه العملية هو زيادة العرض من العملات الأجنبية وتسهيل الحصول عليها من قبل المستثمرين لتمويل مخالف الاستثمارات. وتوسعت العملية بالتعامل بمختلف العملات الأجنبية الرصينة.

ويتسم سوق "اليورو-دولار" بعدة مزايا أهمها ما يلي:<sup>2</sup>

6- لعب هذا السوق دورا رئيسيا في زيادة العرض من الأموال بالعملات الأجنبية مما يسهل عمليات التمويل وخفض تكلفتها.

7- تضيق الفجوة بين أسعار الفائدة على القروض الدولية في أسواق اليورو-دولار.

8- بسبب حرية تنقل الأموال في هذا الوقت من بلد لآخر فقد انعكس ذلك على التدفق

النقدي الداخل والخارج على أسعار العملات المحلية المقومة بالعملات الأجنبية فصارت

أسعار صرف هذه العملات تتذبذب صعودا وهبوطا حسب الزيادة أو الانخفاض في

عرض العملات الأجنبية.

<sup>1</sup>- حسني علي خربوش وآخرون (2012)، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات ، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن، ص50.

<sup>2</sup>- حسني علي خربوش وآخرون (2012)، المرجع نفسه، ص52.

## 6. إتفاقيات إعادة الشراء (REPURCHASE AGREEMENTS (REPOS) :

وهي أداة إقراض يلجأ إليها التجار الذين يمتلكون أوراقا مالية لشركة معينة ، ولكن يحتاجون للسيولة المالية ، فيلتجئون إلى أحد الوسطاء الماليين أو السماسرة من أجل عقد صفقة بيع للأوراق المالية بالمبلغ الذي يريده مع أحد المستثمرين الذين لديهم فائضا ماليا ، كما يقوم في نفس الوقت بعقد صفقة إعادة الشراء لتلك الأوراق المالية مع نفس المستثمر بسعر أعلى بقليل من سعر البيع . ويتم تنفيذ الصفقة عند استيفاء مدة الحاجة للأموال من قبل التاجر . وبالتالي تعود الأوراق المالية للتاجر المالك السابق لها. وعودة الأموال للمستثمر . وفي هذه الحالة فإن الفائدة التي يتقاضاها المستثمر على اقراضه لأمواله للتاجر بصفة مؤقتة في الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء .

كما يمكن إبرام الصفقة بطريقة أخرى كأن يتم تنفيذ الصفقة بنفس سعر البيع والشراء ، ويتم الإتفاق على سعر فائدة يرضي الطرفين. وغالبا ما يتم عقد مثل هذه الصفقات لفترة قصيرة.

## المحاضرة (04) : الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال (الأسهم)

### 1. الأسهم stock:

تعتبر الأسهم من أهم الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي ، من أجل توفير تمويل طويل الأجل ، وإن عملية الإكتتاب والتداول في الأسهم ضمن السوق المالي تستدعي عدة تقنيات وممارات يتقنها المستثمرون والوسطاء الماليين باعتبارهم أطراف اساسية في السوق المالي.

#### 1.1. تعريف الأسهم :

تعتبر الأسهم أداة ملكية ذات قيمة إسمية واحدة تطرح للإكتتاب العام أو الخاص ، تتميز بالقابلية للتداول في السوق الثانوي ، لا يمكن استرداد قيمتها إلا بعد تصفية الشركة أو إفلاسها . ويترتب على عاتق الشركة دفع الأرباح السنوية للمستثمرين.<sup>1</sup>

كما أن السهم هو حق المساهم في شركة أموال وهو الصك الذي يُثبت هذا الحق القابل للتداول وفقا لقواعد القانون التجاري.<sup>2</sup> والمساهم له الأحقية في التصويت واتخاذ القرارات في حالة زيادة راس المال أو التوسع أو أي قرار يمس بالشركة لكون المساهم ينتظر الأرباح التي يتقاضاها كل سنة مالية، وهذ القرارات تؤثر على أرباحه.

#### 2.1. قيم الأسهم :

إن للأسهم قيم مختلفة ويتم تحديدها حسب تموقع السهم من الإكتتاب غلى عملية التداول ، ويمكن إيجازها فيما يلي:<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره ، ص180.

<sup>2</sup> - عبد القادر الحمزة (2009)، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية ، دار الكتاب الحديث ، القاهرة، ص17.

<sup>3</sup> - محمد شاهين (2017) ، تحليل وتقييم محافظ الاوراق المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة ، مصر، ص 183.

أ- القيمة الإسمية للسهم : وهي تتمثل في قيمة السهم عند إصداره أول مرة ، وتكون أقل من القيمة السوقية ، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال المنصوص عليها عقد التأسيس ، وعن طريقها يتم تحديد حصة السهم في ملكية المؤسسة ،

ب- القيمة الدفترية أو المحاسبية للسهم: وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية، مطروح منها قيم الإلتزامات ، بما فيها الحصص المقررة بمعدلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية . وفي هذا الصدد فإن القيمة الدفترية تشير إلى قيمة السهم في قائمة المركز المالي للشركة .

ت- القيمة السوقية للسهم: هي سعر السهم خلال عمليات التداول في السوق المالي والذي يخضع لقوى العرض والطلب ، علما بأن هذه الظروف كثيرا ما تعكس البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية المحيطة بالشركة والتقلبات الاقتصادية الحاصلة. . فضلا عن وضعية الشركة من الناحية الربحية ومركزها المالي.

وأهم قيمة للسهم والتي تعطي القيمة الحقيقية له في السوق المالي هي القيمة السوقية والتي يتم التعامل على أساسها في السوق ، وتعبّر عن حالة الشركة ومركزها المالي وجم الأرباح الموزعة على المساهمين.

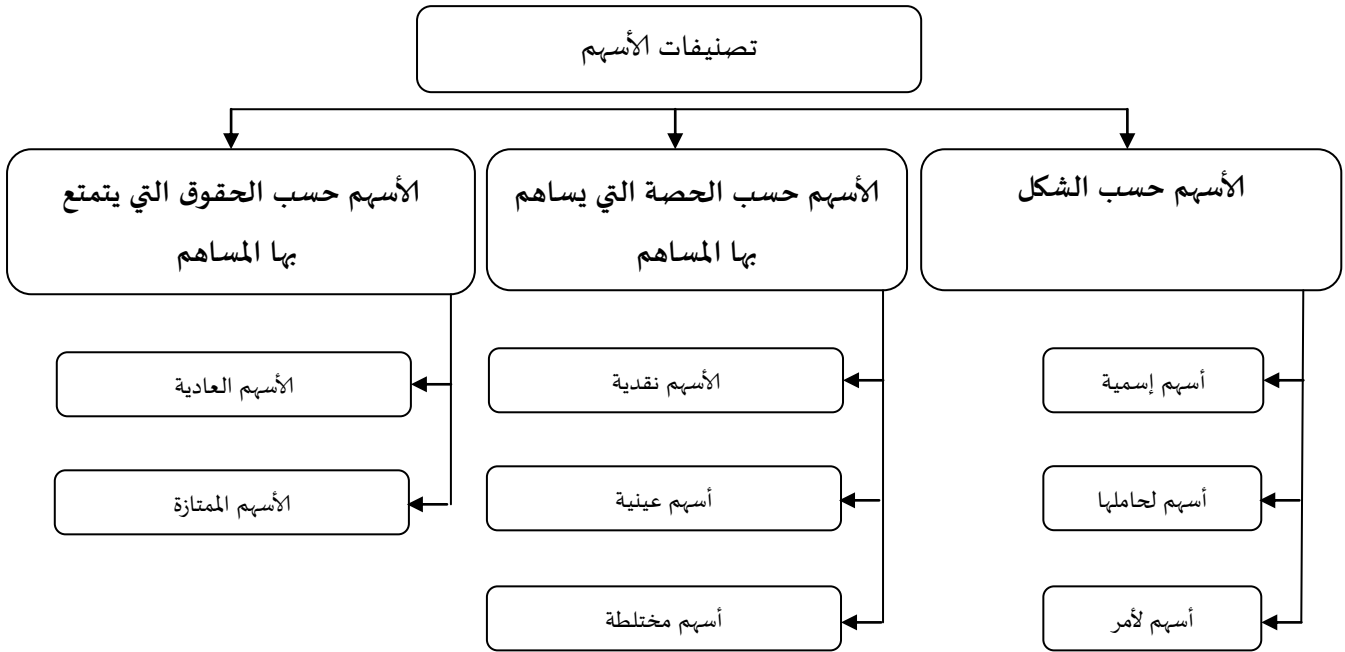
### 3.1. خصائص الأسهم :

تتميز الأسهم بعدة خصائص تميزها عن باقي الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي والتي تجلب إليها فئة من المستثمرين الراغبين في إنشاء مشاريع استثمارية تدفعهم الرغبة في إصدار الأسهم، هذا من جهة وفئة اخرى لديها مدخرات ترغب في استثمارا على شكل أسهم بهدف الربح. ويمكن إجمال هذه الخصائص في ما يلي:

## 4.1. تصنيفات الأسهم :

للأسهم عدة تصنيفات تعطىها زخم من التنوع الذي يعتمد على عدة معايير وفئات أساسية ، تساهم في تكثيف التعاملات المالية داخل السوق المالي وتسهل عمليات التداول . وهذه التصنيفات ظهرت للوجود من خلال الممارسات وتطور التعامل بالأسهم فأبرز ذلك الاختلافات بينها وتميز أنواع عن غيرها بحكم فعاليتها وأهميتها. يمكن توضيح هذه الأنواع المختلفة وفق الشكل البياني الموالي كما يلي:

الشكل البياني (06) : تصنيفات الأسهم



مصدر: يمكن الرجوع إلى : - عبد القادر الحمزة (2009)، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية ، دار الكتاب الحديث ، القاهرة، ص17.

9- وليد صافي ، أنس البكري(2010) الأسواق المالية والدولية ، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر والتوزيع ، عماد (الأردن)/ ص123.

ومهما يكن نوع السهم فهو يبقى يحمل مفهوم حق ملكية بمجموعة من الامتيازات المهمة

لكل نوع كما يلي:

## 1. الأسهم حسب الشكل:

وهذا التصنيف يهتم بنوعية الأسهم حسب طبيعة توظيفها في سجلات الشركة بمختلف بياناتها ومعلوماتها ومنها أسهم إسمية وحاملها ، وأسهم لأمر.

أ- الأسهم الإسمية: وهو السهم الذي يحمل إسم صاحبه وتحدد فيه البيانات والمعلومات الخاصة بالسهم (قيمة السهم، عملية التنازل وتاريخها... الخ) ومعلومات صاحب السهم على سجلات الشركة (الإسم ، الجنسية... الخ).

ب- الأسهم لحاملها: لا يحمل إسم صاحب السهم ، مما يكسبه مرونة كبيرة في الانتقال والتداول ، ويصبح ملك لشخص بمجرد الحصول عليه، لكن يكتنفه العديد من المخاطر أهمها فقدان صاحبه لحقوقه بمجرد ضياع السهم أو سرقة ، لذلك يكون إصداره محدود وقليل .

ج- الأسهم لأمر: يمكن للشركة أن تصدر سهما لأمر ، بحيث يشتري طرف معين ويستوفي قيمته للشركة ويمكن أن ينتقل بأمر من طرف لآخر.

## 1. الأسهم حسب الحصة التي يساهم بها المساهم:

وهذا التصنيف يهتم بأنواع الأسهم حسب طبيعة الحصة التي يساهم بها المساهم إما بحصة نقدية أو عينية أو مختلطة بينهما.

أ- أسهم نقدية: وهي الأسهم التي يتم الإكتتاب فيها بشرط أن يدفع المساهم حصته نقدا

ب- أسهم عينية: وهي الأسهم التي يتم الإكتتاب فيها بشرط أن يدفع المساهم حصته عينا كالعقار : منزل أو بناية غير مكتملة... الخ. أو أي موجود ملموس.

ج- أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي يتم الإكتتاب فيها بشرط أن يدفع المساهم حصته نقدا وعينا ، أي مختلط بينهما.

2. الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها المساهم: يهتم هذا التصنيف بأنواع الأسهم وذلك بالنظر إلى الخصائص والمميزات التي تتميز بها عن بعضها من خلال الحقوق المكتسبة.

### أ- الأسهم العادية:

يمثل السهم العادي A common stock حصة ملكية في رأس مال شركة. وهو ورقة مالية مطالبة بأرباح وأصول الشركة. يعد إصدار الأسهم وبيعها للجمهور وسيلة للشركات لتمويل أنشطتها.<sup>1</sup> حملة الأسهم العادية هم آخر من يأخذ الأرباح أثناء توزيعها وتكون في شكل نسب مئوية حسب مساهمة كل مساهم في رأس مال الشركة ، وهم آخر من يستوفي القيمة الإسمية للأسهم أثناء تصفية الشركة. كما أن لأصحاب هذه الأسهم الحق في التصويت على قرارات الشركة بحكم أنهم من كانت لهم الأسبقية في إنشاء رأس مال الشركة.

وتتمثل حقوق حامل السهم العادي في ما يلي:<sup>2</sup>

- حق التصويت في الجمعية العمومية للشركة.

- حق الاشتراك في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة والتأثير في سياساتها.

- الحصول على نصيبه من الأرباح الموزعة.

- الحق في نقل ملكية السهم بالبيع أو التنازل عنه.

### ب- الأسهم الممتازة:

السهم الممتاز هو السهم الذي يختص دون غيره ببعض المزايا ، مثل حصوله على نسبة محددة من الأرباح قبل التوزيع ، أو الأولوية في موجودات الشركة عند حلها، أو في الحصول على أصوات أكثر في مداورات الجمعية العمومية، أو غير ذلك من المزايا . وقد يجمع السهم بين بعض هذه المزايا

<sup>1</sup> - Frederic S. Mishkin, Apostolos , Serletis (2010), The conomics of money, banking and financial markets, 4th edition, Pearson –USA- P04.

<sup>2</sup> - محمد أحمد الجيزاوي (2019)، أسواق الأوراق المالية –وَحَلُّ الإِدَارَةِ الإِلِكْتَرُونِيَّةِ- ، الطبعة الأولى، e-Kutub للنشر والتوزيع، لندن، بريطانيا،

أو كلها. وتلجأ الشركة لمثل هذه الأسهم لزيادة رأس مالها أو عندما ترغب في تحويل حملة السندات إلى مساهمين وبالتالي تمنح لهم مزايا خاصة.<sup>1</sup>

وأكثر تفصيلاً فإن الأسهم الممتازة هي تلك الأسهم التي تختص بمزايا عن باقي الأسهم التي تصدرها الشركة، وجاءت تسمية "ممتازة" من الإمتيازات التي يختص بها هذا النوع من الأسهم. وتتمثل أهم الإمتيازات فيما يلي:

- لأصحاب الأسهم الممتازة حق الأولوية في أخذ أرباحهم قبل أصحاب الأسهم الأخرى.
- عند تصفية الشركة يأخذ أصحاب الأسهم الممتازة قيمة أسهمهم قبل أصحاب الأسهم الأخرى.
- الربح الذي يتقاضاه أصحاب الأسهم الممتازة شبه ثابت، يحدد في شكل نسبة مئوية، أو يحدد له مجال يتحرك فيه بالنظر للأرباح المحققة في نهاية السنة.
- الأسهم الممتازة توفر لحاملها تحفييزات وإعفاءات وميزات ضريبية.

والسؤال الذي يطرح دائماً هو: لماذا تلجأ الشركة على إصدار الأسهم الممتازة؟

العديد من الأسباب التي تدعو إلى ذلك أهمها: رغبة الشركة في زيادة مواردها وبدون أن يكون لأصحاب هذه الأموال المتأتمية من الإكتتابات في هذه الأسهم أية حقوق في إدارة الشركة، وسبب آخر يدفع الشركة إلى هكذا قرار وهو رغبتها بالمتاجرة بالملكية، إلا أن تكلفة التمويل بالأسهم الممتازة أعلى من تكلفة التمويل بالدين. وقد تصبح هذه التكلفة مرتفعة إذ كانت الأسهم الممتازة من النوع التراكمي و/أو المشارك / وبما أن الأسهم الممتازة لا تستحق، فإن الشركة تعطي لنفسها مرونة في التمويل يتضمن بند استدعاء في عقد إصدار الأسهم الممتازة، لهذا السبب فإن معظم إصدارات الأسهم الممتازة هي من النوع القابل للإستدعاء وبسعر استدعاء أعلى من سعر الإصدار.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - عبد الله بن سليمان الجريش (2018)، تداول السهم في السوق المالية -دراسة تأصيلية مقارنة- الطبعة الأولى، مكتبة القانون والاقتصاد للنشر والتوزيع، الرياض، السعودية، ص 113.

<sup>2</sup> - حسني علي خربوش وآخرون (2012)، مرجع سبق ذكره، ص 71



# المحاضرة (05) : الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال (السندات)

## 1.1 السندات BONDS :

إلى جانب الأسهم فإن السندات تعتبر من الأوراق المالية المهمة في السوق المالي ، والتي تعطي للمستثمر الفرصة لتنويع محفظته المالية ، هي كباقي الأوراق المالية يتم إصدارها في السوق الأولي وتداولها في السوق الثانوي.

### 1.1.1 تعريف السندات:

السند هو عبارة عن ورقة مالية ذات قيمة إسمية ، قابلة للتداول تصدرها شركة مساهمة وتطرحها للإكتتاب العام أو الخاص . ضمن حدود القانون للحصول على قرض وتتعهد الشركة بموجبه بسداد القرض وفوائده وفق شروط الإصدار ضمن آجال استحقاق معروفة.<sup>1</sup>

كما أن السند هو حق قابل للبيع للحصول على سلسلة محدودة من المدفوعات المضمونة<sup>2</sup> ، وهو بشكل عام وعد بسداد دين مع معدل فائدة ثابت في تاريخ محدد ، يسمى تاريخ الاستحقاق.<sup>3</sup>

### 2.1 خصائص السندات :

تتميز السندات بخصائص تنفرد بها عن باقي الأوراق المالية الأخرى، وتمثل فيما يلي:

○ ثبات العائد: لصاحب السند حق على الشركة في عائد ثابت يتمثل في الفوائد السنوية سواء حققت الشركة أرباحا أو خسائر.

<sup>1</sup> - وليد صافي ، أنس البكري (2010) الأسواق المالية والدولية ، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر والتوزيع ، عماد (الأردن)، ص107.

<sup>2</sup> - James Bradfield (2007), Introduction to the Economics of Financial Markets, Oxford, p09.

<sup>3</sup> - National stock change of india limited, (2008), Basics of Financial Markets, Mumbai, India, p05.

○ الأمان في استرداد مبلغ السندات ويأخذ حملة السندات قيم سنداتهم قبل حملة الأسهم عند تصفية الشركة.

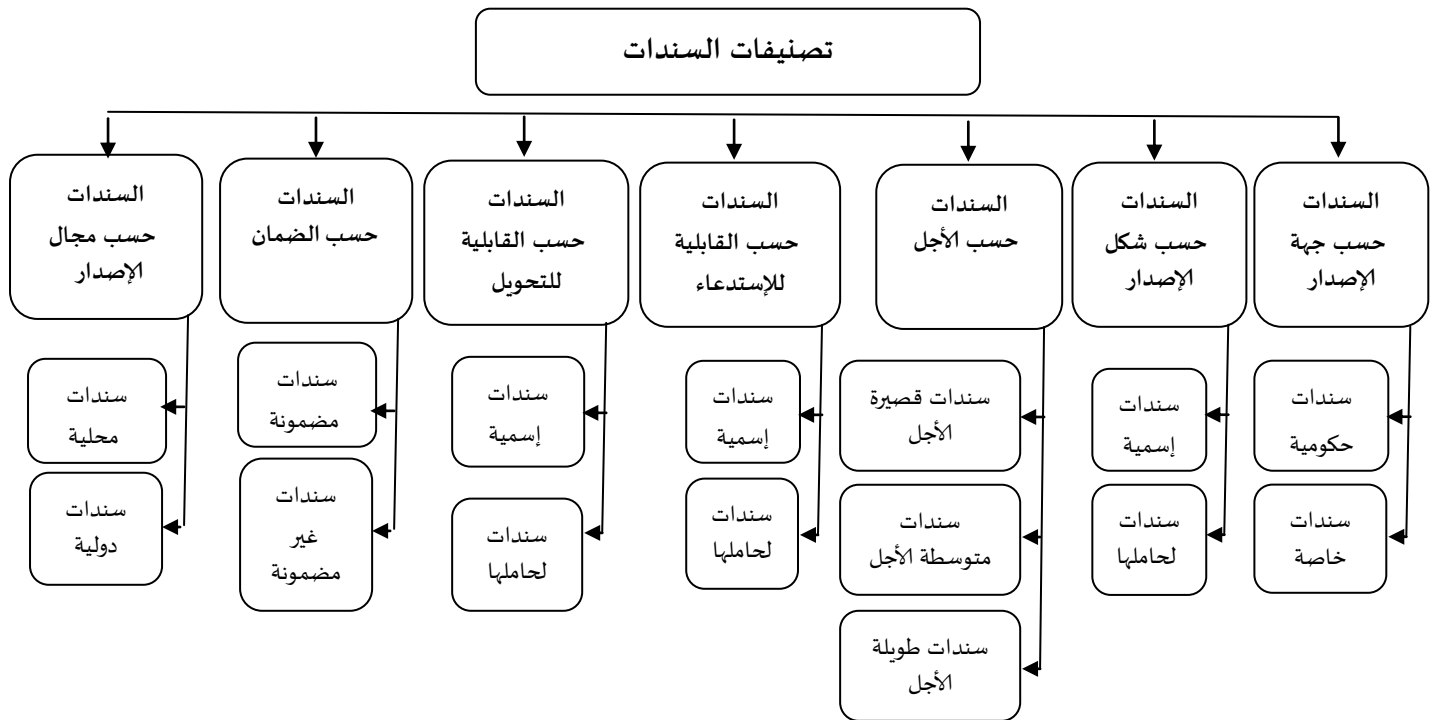
○ ليس لحامل السند الاشتراك أو اتخاذ القرارات في الجمعية العامة للشركة.

○ يمكن ان تكون السندات طويلة الأجل مل : سندات الخزينة. كما يمكن أن تكون سندات قصيرة الأجل مثل : السندات التجارية، وأذونات الخزينة.

### 3.1. تصنيفات السندات :

يكتنف تصنيف السندات العديد من المعايير التي تصنف السندات حسب تشابهها في الخصائص، الأسس والأهداف ، وهذا يعطينا سلسلة من الأنواع المختلفة والتي ساهمت في انتعاش السوق المالي وفق تعدد الرؤى في مجال الاستثمار. ويمكن التطرق إلى أهم هذه الأصناف كما يلي:

#### الشكل البياني رقم (07): تصنيفات السندات



- عبد القادر الحمزة (2009)، مرجع سبق ذكره، ص 29.

- مصدر: اعتمادا على :

- وليد صافي ، أنس البكري(2010) ، مرجع سبق ذكره ، ص 109.

## 1. السندات حسب جهة الإصدار:

أ- **سندات حكومية:** وهي السندات التي تصدرها الدولة أو إحدى الهيئات التابعة لها ، وفي

هذا الصدد نميز بين عدة انواع لسندات تصدرها هيئات تابعة للدولة كما يلي:

- سندات يصدرها البنك المركزي: وذلك في إطار سياسة السوق المفتوحة.<sup>1</sup> حيث يدخل

البنك المركزي بائعا للسندات من أجل امتصاص الكتلة النقدية ، وفي جانب آخر

يشترى السندات لزيادة المعروض النقدي.

- سندات تصدرها الخزينة العمومية: حيث تلجأ إليها الحكومات عند الأزمات. ونميز بين

نوعين هما : أذونات الخزينة وسندات الخزينة . فأذونات الخزينة تكون قصيرة الأجل

وبسعر فائدة بسيط. بينما سندات الخزينة تكون طويلة الأجل وبسعر فائدة مرتفع نوعا

ما. والهدف من ذلك هو تمويل احتياجات الخزينة التنموية.

- سندات تصدرها مؤسسات عمومية: وهي سندات تصدرها مؤسسات عمومية بهدف

تمويل نشاطاتها.

ب- **سندات خاصة:** وهي سندات تصدرها مؤسسات أو شركات مساهمة تابعة للقطاع الخاص

، وتتميز بأسعار فائدة اعلى من أسعار الفائدة المطبقة على السندات الحكومية.<sup>2</sup> والغرض

من إصدارها هو الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها ، بدلا من اللجوء إلى إصدار

اسهم جديدة ، و التي من شأنها ان تؤدي إلى إنضمام مساهمين جدد ، وبالتالي ينخفض

<sup>1</sup> - يسرى مهدي حسن، زهرة خضير عباس (2016)، السندات الحكومية ودورها في تمويل الموازنة الإتحادية، مجلة دراسات دولية، العدد67، ص28.

<sup>2</sup> - وليد صاني ، أنس البكري(2010)، مرجع سبق ذكره، ص 109..

مقدار الأرباح المنتظر توزيعها على المساهمين القدامى . وحامل هذا النوع من السندات أثر تعرضا للمخاطر من اصحاب السندات الحكومية.<sup>1</sup>

## 2. السندات حسب شكل الإصدار:

- أ- **سندات إسمية:** وهي سندات تحمل إسم صاحبها، ويسجل عليها قيمة الدين الذي على عاتق الشركة وأهم الحقوق التي يتمتع بها.
- ب- **سندات لحاملها:** وهي السندات التي تكون ملكا لحاملها ، وتعد من قبل المنقولات المادية التي ينطبق بشأنها قاعدة المنقول سند الملكية.<sup>2</sup> ولا يكتب عليها إسم صاحبها، بينما من يحملها تصبح ملك له. وفيها من العيوب ما جعل الشركات تحجم عن إصدارها ففي حالة الضياع أو السرقة يفقد صاحبها حقوقه.

## 3. السندات حسب الأجل:

- أ- **سندات قصيرة الأجل:** وهي سندات تستعمل للتمويل قصير الأجل في حدود السنة الواحدة أو أقل . ويتم تداولها في سوق النقد ، مثل أذونات الخزينة . ويكون سعر الفائدة المتأتي منها بسيط وقليلة المخاطر.
- ب- **سندات متوسطة الأجل:** وهي سندات تستعمل للتمويل متوسط الأجل ، من سنة إلى خمس او سبع سنوات . وتكون أسعار الفائدة المطبقة عليها اعلى بقليل من السندات قصيرة الأجل.
- ت- **قصيرة طويلة الأجل:** وهي سندات تستعمل للتمويل طويل الأجل وبنفوق أجلها سبع أو عشر سنوات. مثل سندات الخزينة، السندات العقارية. وتتميز بأسعار فائدة عالية .

<sup>1</sup> - محمد شاهين (2017) ، مرجع سبق ذكره، ص194.

<sup>2</sup> - عبد الكريم قندوز (2017)، الخيارات ، المستقبلات والمشتقات المالية الأخرى ، دار إي-كتب E-Kutub للنشر والتوزيع، لندن، ص42

#### 4. السندات حسب القابلية للإستدعاء:

أ- **سندات قابلة للإستدعاء:** وهي سندات تقوم بإصدارها الشركة مدون عليها قابلة للإستدعاء، أي للشركة الحق في إعادة شرائها من المكتتبين فيها قبل آجال استحقاقها، وذلك لعدة أسباب أهمها إستفادة الشركة من الانخفاض المحتمل في أسعار الفائدة في وقت ما في المستقبل. يمكن للشركة المصدرة أن تسترد السندات القابلة للإستدعاء قبل تاريخ الاستحقاق وفقا لجدول المواعيد القابلة للإستدعاء المحددة في شروط السندات. إذا انخفضت أسعار الفائدة، يمكن للشركة استرداد السندات المعلقة وإعادة إصدار الدين بمعدل فائدة أقل، مما يقلل من تكلفة رأس المال.

كما يعتبر العديد من المتخصصين بأن استدعاء السندات يكتنفه خطر معين ، ويطلق عليه : خطر الإستدعاء « Call Risk » من خلال أن الجهات المصدرة للسندات قادرة على إنهاء سند قبل موعد استحقاقه ، وهذه الظاهرة تؤدي إلى حالة عدم التاكيد عن التدفقات النقدية المستقبلية على الاستثمار.<sup>1</sup>

ب- **سندات غير قابلة للإستدعاء:** وهي سندات تم إصدارها من طرف الشركة لا يمكن لها استدعاؤها قبل آجال استحقاقها إنما تستوفي آجالها حسب الإتفاق المبدئي بين طرفي العقد. إلا إذا نص العقد على خلاف ذلك.

#### 5. السندات حسب القابلية للتحويل:

أ- **سندات قابلة للتحويل:** هي سندات التي يمكن تحويلها على أسهم عادية إذا ما رغبت حاملها في ذلك.<sup>2</sup> ويصدر هذا النوع من السندات بسعر فائدة منخفض نسبيا . وتكتنف هذه العملية قسط من مخاطر الناتجة عن زيادة في عدد الأسهم العادية مما يعرض الملاك

<sup>1</sup> - خالد وهيب الراوي، الأسواق المالية والنقدية ، الطبعة الثانية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان -الأردن- ، 2000 ، ص198.

<sup>2</sup> - Francis J, (1986), Investment Analysis and Management p38-4th d-, N.Y.McGraw-Hill,p38.

القدامى (حملة الأسهم العادية الأصليين للشركة) لمخاطر انخفاض الربحية والقيمة السوقية للأسهم العادية التي يمتلكونها.<sup>1</sup>

ب- **سندات غير القابلة للتحويل:** لا يمكن تحويلها إلى أسهم ، ما لم ينص العقد المبرم بين الشركة والمكتب صراحة على القابلية للتحويل.

## 6. السندات حسب الضمان المقدم:

أ- **سندات مضمون:** ومفادها أن الشركات التي تصدر السندات تعتمد إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقرض للمكتتبين في هذه السندات، بأن ترهن كل عقاراتها أو بعضها رهنا تأمينيا لكي تحصل على حاجاتها النقدية.<sup>2</sup> وهذا النوع من السندات خال من المخاطر.

ب- **سندات غير مضمونة:** وهي سندات تكون غير مضمونة بأصل ثابت معين ، ولذلك إذا عجزت الشركة المصدرة لهذه السندات عن سداد قيمتها لأصحابها ، فإنه يمكن حينئذ المطالبة بغفلاس الشركة لاستيفاء حقوقهم.<sup>3</sup>

## 7. السندات حسب مجال الإصدار:

أ- **سندات محلية:** وهي السندات التي تصدرها هيئات محلية كالحزينة العمومية، البنك المركزية، مؤسسات القطاع الخاص أو العام المحلية. وبنفس عملة الدولة نفسها

ب- **سندات دولية:** وهي سندات تصدرها هيئات دولية كالبنك الدولي للإنشاء والتعمير والمؤسسات الإقليمية كبنك التنمية الأوروبي... الخ. ويتم إصدارها بالعملات الأكثر تداولاً الدولار أو الأورو مثلاً. وتستعمل هذه الأموال في تمويل المشاريع التنموية.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - منير إبراهيم الهندي (1993)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية ، مصر، ص 36.

<sup>2</sup> - عبد القادر الحمزة (2009)، مرجع سبق ذكره، ص 30.

<sup>3</sup> - عبد الكريم قندوز (2017)، مرجع سبق ذكره، ص 43.

<sup>4</sup> - سمارة طه حساني، هيثم عبد الخالق اسماعيل(2021)، تقييم السندات كأداة لتمويل عجز الموازنة ،مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة،

#### 4.1. أوجه التشابه بين الأسهم والسندات:

باعتبار أن الأسهم والسندات هي أوراق مالية يتم الإكتتاب فيها في السوق المالي الأولي وتداولها في السوق المالي الثانوي . فإن بينها أسس تشابه واختلاف، يمكن حصرها فيما يلي:<sup>1</sup>

##### أ- أوجه التشابه:

- أداة من أدوات التمويل وحشد المدخرات.
- لكليهما قيمة إسمية متساوية، لا تقبل التجزئة.
- السهم والسند أوراق مالية قابلة للتداول.

##### ب- أوجه الاختلاف:

- لصاحب السند الحق في سعر فائدة دورية ثابتة، سواء حققت الشركة أرباحا أو خسائر . بينما صاحب السهم يتحصل على ربح إلا إذا حققت الشركة ارباحا.
- لا يمتلك صاحب السند الحق في اتخاذ القرار أو التصويت في الجمعية العامة بينما يكتسب هذا الحق صاحب السهم (وخاصة أصحاب الأسهم العادية).
- يأخذ صاحب السند قيمة الفائدة، ويستوفي قيمة سند قبل أن يأخذ صاحب السهم لربحه واستيفاء قيمة سهم.

<sup>1</sup> - أركان عبد اللطيف، إيمان عبد الله حاسم (2014)، الأوراق المالية - الأسهم والسندات - مجلة العلوم الاسلامية، 01(22)، ص10.

## المحاضرة (06) : المشتقات المالية

إن المشتقات المالية هي نتاج الابتكارات التي حدثت في الأسواق المالية وتعتبر من التطورات الحاصلة في إبرام الصفقات المالية ، وأحدثت لها أسواق خاصة با يطبق عليها "أسواق المشتقات المالية" ، بحيث وضعت لها قوانينها وتختلف عن سالف الأوراق المالية في التعاملات .

وظهرت المشتقات المالية نتيجة لما يسمى بـ "الهندسة المالية" « Financial Engineering » ، والتي تأثرت بالثورة الصناعية والثورة التقنية الهائلة التي استطاعت تسهيل توظيف ونقل الأموال ومن ثم الملكية عبر شبكات الإتصال السريعة.<sup>1</sup> ففي بداية الثمانينات بدأت "وول ستريت" الإستعانة ببعض الأكاديميين من ذوي الشهرة الذائعة من أمثال : Richard Roll, Fisher and Black لتطوير منتجات أسواق المال وكثيرا من هؤلاء الأكاديميين كانوا حائزين على درجات علمية متقدمة في العلوم، حتى أطلق عليهم Rocket Scientists ، ساهموا في ولادة الهندسة المالية وتطويرها لمنتجات مالية مبتكرة أهمها المشتقات المالية.<sup>2</sup> وأطلق « Smith » على الهندسة المالية بأنها "بناء هياكل مبتكرة لإدارة الأصول والخصوم"<sup>3</sup>

وشهدت تعاملات المشتقات المالية نموا كبيرا في العقود الأخيرة سواء من ناحية عدد المشاركين في الأسواق التي تتعامل بها او حجم التعامل بهذه الأدوات. وترافق ظهور المشتقات المالية مع زيادة تقلب اسعار الفائدة واسعار صرف العملات الأجنبية وبشكل كبير، والتي اسهمت في عملية توزيع ونقل المخاطر.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - خالد عبد الرحمن بن ناصر المهنا (2013) ، المشتقات المالية دراسة فقهية- سابق، السعودية، ص24

<sup>2</sup> - سمير حسن (2005)، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها - دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، دار المنهل للنشر والتوزيع ، مصر، ص92.

<sup>3</sup> - Joseph F, Sinkey (1992) , Commrcial bank Financial Manamement , 4th ed,p484.

<sup>4</sup> - Deng, Rui and Ye, Qiutong and Zhang Wenrui and Chen Si, (2018),"The Impact of the Use of Financial Derivatives on Chinese Listed Banks", Europen Journal of Accounting, Auditing and Finance Research, Vol.6, No.8, p77.



## 1. تعريف المشتقات المالية:

إن مصطلح المشتقات هر نسبة إلى التعبير الرياضي "الإشتقاق" ،<sup>1</sup> أي اشتقاق متغير من متغير آخر ، حيث أن هذه الأدوات المالية تأخذ قيمتها من متغير أو متغيرات أصلية تتمثل في : الأسهم ، السندات ، سلع ، عقارات، عملات أجنبية ، أسعار فائدة ، مؤشرات ...الخ.

وفي هذا الصدد فإن طبيعة المشتقات المالية أنها تشتق قيمتها من قيمة الأصول المتداولة في الأسواق الحاضرة، فهذه الأخيرة وما يتداول بها من أصول مالية تعد مطلب أساسي لوجود هذه المشتقات، والتي تتمثل عقودها أساسا، في العقود الآجلة، العقود المستقبلية، وعقود الخيارات، وعقود المبادلة، إضافة إلى التوريق الذي يجمع بين الاقتراض والمشتقات<sup>2</sup>.

ومن قد عرف تعريف المشتقات المالية إجماع بين الدارسين في مجال الأسواق المالية والتي سوف نتطرق إلى أهمها :

المشتقة المالية تعرف بأنها تعهد بتسليم منتجات حقيقية أو أساسية أو إعطاء الحق في شرائها أو بيعها في المستقبل ، وبالتالي فهي أدوات تعتمد على القيمة المرجعية لشيء آخر وتتضمن انواع منها : عقود الخيارات ، عقود المبادلات ، العقود الآجلة والعقود المستقبلية.<sup>3</sup> ولقد أخذت المشتقات المالية اسمها من حقيقة أنها تستمد او تشتق قيمتها من قيمة مرجعية (value Reference) وهي في الحقيقة تعبر عن قيمة أداة استثمارية مثل السهم العادي او السند.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> - فاطمة سيد عبد القادر حسنين (2017)، المشتقات المالية والأزمات المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة ، مصر، ص18.  
<sup>2</sup> - سمير عبد الحميد رضوان (2015) ، المشتقات المالية، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية ، دار النشر للجامعات، مصر، ص 56 .

<sup>3</sup> - حاكم محسن الربيعي وآخرون (2011) ، المشتقات المالية ، الطبعة الأولى ، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن، ص15.  
<sup>4</sup> - بابان إبراهيم عليوي الجبوري (2012)، الإفصاح الكامل عن المشتقات المالية كأحد أدوات الإستثمار وأثره على ثقة التعاملات مع الشركات، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية ، 24(8)، ص276

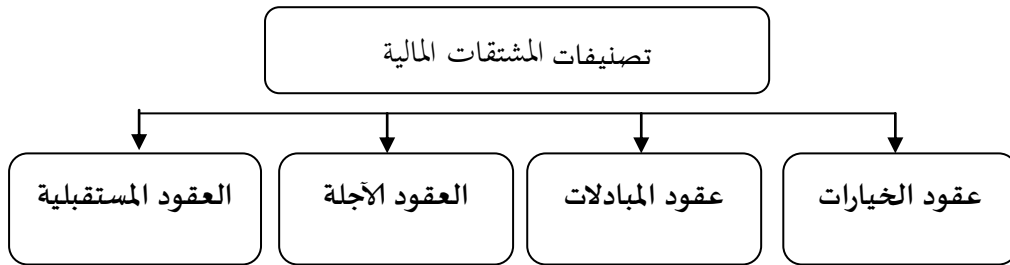
كما يمكن تعريف المشتقات المالية أنها عقود تشتق قيمتها من قيمة الموجودات المعنية (أي الموجودات التي تمثل موضوع العقد (الموجودات التي تكون موضوع العقد تتنوع ما بين الأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية... الخ<sup>1</sup>.

ومن أبرز التعريفات ما صاغه صندوق النقد الدولي بأن المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثماراً لأصل المال في هذه الأصول. تتم بين طرفين يتفقان على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد.<sup>2</sup>

## 2. تصنيفات وأنواع المشتقات المالية:

تنوعت تصنيفات وأنواع المشتقات المالية تبعاً لظهورها والذي كان ثورة في مجال التداولات في السوق المالي، بعدما كان يقتصر على الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات... الخ. وأجمعت الأدبيات والدراسات المتعلقة بالأسواق والتداولات المالية أن المشتقات المالية تنقسم إلى أشكال مختلفة نلخصها في الشكل البياني الموالي:

الشكل البياني رقم (08): تصنيفات المشتقات المالية



مصدر: بالإعتماد على : حاكم محسن الربيعي وآخرون (2011)، المشتقات المالية ، الطبعة الأولى ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن، ص17-18.

<sup>1</sup> - حماد، طارق عبد العال (2001)، المشتقات المالية، المفاهيم -، المحاسبة، إدارة المخاطر، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، عين شمس، مصر،

<sup>2</sup> - خالد عبد الرحمن بن ناصر المهنا (2013)، مرجع سبق ذكره، ص21.

## أولاً: عقود الخيارات Options Contracts :

### 1. تعريف عقود الخيارات:

لقد ظهرت أول سوق منتظمة لعقود الخيارات عام 1973م في مدينة شيكاغو، أطلق عليها بورصة شيكاغو (CBOE). إذ عملت هذه السوق على إدخال تعديلات جوهرية على أسس التعامل ، بحيث أصبح التعامل بالخيارات أكثر سهولة وسرعة.

وهي عقود يتم بموجبها منح الحق - وليس الإلتزام - لشراء أو بيع شيء معين كالأسهم ، السندات ، السلع، ديون أو العملات لحامله بضمن محدد لمدة محدودة أي بمعنى هو العقد الذي يعطي لحامله الحق في أن يبيع أو يشتري موجوداً معيناً بالسعر المحدد وقت التعاقد ، بغض النظر عن السعر السائد حين حلول الأجل<sup>1</sup>.

ويعرف عقد الخيار كذلك بأنه الإتفاق بين البائع والمشتري الذي يعطي الحق لحامله في بيع أو شراء وثيقة مالية أو أي عقد مستقبلي بسعر يتفق عليه الطرفان في تاريخ محدد أو قبل انتهاء صلاحية العقد. و غير ملزم التنفيذ لحامله (مالك الخيار) فله الحق بالإمتناع عن التنفيذ . وتتم هذه العملية مقابل علاوة يدفعها المشتري للمحرر(كاتب الخيار) ويتم تسجيل الصفقة بأسواق الخيارات<sup>2</sup>.

كما يمكن تعريف عقود الخيارات بأنه الحق المتاح للمستثمر لشراء وبيع ورقة مالية أو مجموعة من الأوراق المالية بسعر متفق عليه مسبقاً ومحدد سلفاً يطلق عليه سعر التنفيذ أو التطبيق أو الممارسة في تاريخ محدد أو قبله<sup>3</sup>.

وفي هذا الصدد ففي عقود الخيارات يمارس المشتري حقه في تنفيذ العقد أو فسخه دون أي إلتزام من جانبه تجاه الطرف اآخر. ويتم التعاقد في عقود الخيارات في السوق الرسمية كما قد يتم

<sup>1</sup> - رافعة إبراهيم عبد الله الحمداني (2021)،التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الأعمال، مجلة العلوم المالية والمحاسبية، (03)01، ص139.

<sup>2</sup> - حاكم محسن الربيعي وآخرون (2011) ، مرجع سبق ذكره ، ص 182-183.

<sup>3</sup> - سرمد كوكب الجميل ، مرجع سبق ذكره، ص317.

التعامل في السوق غير الرسمية غير أنها تنطوي عليها عدة مخاطر كعدم إلتزام الطرف الثاني بواجباته في تنفيذ بنود العقد.<sup>1</sup>

2. أنواع عقود الخيارات:

إن عقود الخيارات تنقسم إلى نوعين اساسيين هما: عقد خيار الشراء **Call Option** ، وعقد خيار البيع **Put Option** ، وهذه الأنواع كل منها يتضمن نوعين حسب موعد التنفيذ: هما "الخيار الأمريكي" « American Options » و"الخيار الأوروبي" « European Options » ، إذ يمكن تنفيذ الخيار الأوروبي عند تاريخ الإستحقاق فقط بينما تنفيذ الخيار الأمريكي في أي موعد قبل تاريخ الإستحقاق.<sup>2</sup> وفيما يلي تفصيل لأهم أنواع الخيارات كما يلي:

1.2. خيار الشراء **Call Option** : وهو الخيار الذي يعطي لمالكة الحق لشراء ورقة مالية بسعر تنفيذي محدد في تاريخ التنفيذ المعين في حالة الخيار الأوروبي أو قبله وخلال آجال التنفيذ في حالة الخيار الأمريكي .ويضم عقد الخيار الشراء طرفان الأول مشتري الخيار وهو الطرف الذي يملك الحق في الشراء من طرف آخر في خلال مدة تنتهي بتاريخ محدد وبسعر سبق أن حدد عند التعاقد، والطرف الثاني يطلق عليه محرر الخيار وهو الذي يبيع الحق.<sup>3</sup>

2.2. خيار البيع **Put Option** : ويسمى خيار الدفع وعرف بأن : "إتفاقية بين البائع والمشتري، من خلالها يستطيع مشتري العقد إن أراد ذلك أن يقوم ببيع الأصل خلال فترة محددة وبسعر محدد من بائع العقد.

<sup>1</sup> - عصام عبد الهادي ابو النصر (2006) ، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر الجامعية، مصر، ص62.

<sup>2</sup> - العارضي، جليل كاظم و العبادي، هاشم فوزي (2012)، الهندسة المالية وآليات تطبيقها بالتركيز على الخيارات المالية، الطبعة الثالثة، دار الوراق، عمان، الأردن، ص 107.

<sup>3</sup> - سرمد كوكب الجميل ، مرجع سبق ذكره، ص 318.

## مثال عملي عن عقد خيار بيع العملات الأجنبية:

### عقد خيار يحتوي على الشروط التالية:

- قام مستثمر بشراء عقد خيار يعطيه الحق في شراء 1.000.000 يورو بسعر تنفيذ (سعر الصرف) قدره 05 دينار لكل 01 يورو ، مدته 03 أشهر.
- مقابل علاوة 0.02 دينار لكل يورو (أي  $1.000.000 \times 0.02 = 20.000$  دينار لكل الصفقة) في هذه الحالة المستثمر أمام حالتين : إما تحقق التوقع المستثمر وارتفاع سعر صرف اليورو مقابل الدينار أو إنخفاضه:

### 1- في حالة إرتفاع سعر صرف اليورو مقابل الدينار:

نفترض ان توقع المستثمر تحقق وارتفع سعر صرف اليورو مقابل الدينار إلى 01 يورو = 5.10 دينار. فيقوم المستثمر في ممارسة حقه في الشراء بسعر التنفيذ أي 01 يورو = 05 دينار. ويعيد بيعه في السوق الحاضر بسعر السوق 01 يورو = 5.10 دينار.

بمعنى آخر أن المستثمر سوف يحصل جراء تنفيذ عقد الخيار على مبلغ 5.000.000 دينار جراء بيع 1.000.000 يورو بسعر 01 يورو = 05 دينار. ثم يستفيد بإعادة البيع في السوق الحاضرة من سعر السوق الذي وصل إلى 01 يورو = 5.10 دينار ليحصل على ربح زيادة هو 100.000 دينار.(أي 1.000.000 يورو = 5100.000 دينار)

وبهذا يكون المستثمر مقدار ربحه =  $100.000 - 20.000 = 80.000$  دينار << ربح صافي قبل اقتطاع الضرائب والرسوم

### 2- في حالة إنخفاض سعر صرف اليورو مقابل الدينار:

بينما في حالة إنخفاض سعر شرف اليورو مقابل الدينار إلى 4.8 دينار لكل 01 يورو ، فإن المستثمر مشتري الخيار لن يقوم بتنفيذ العقد . ويخسر قيمة العلاوة التي دفعها للدخول في العقد (أي يخسر 20.000 دينار مضافا إليها الضرائب والرسوم). وبالتالي في هذه الحالة لا يتكبد المستثمر خسارة العقد بالتنفيذ بحكم أنه في عقد خيار يتيح له عدم التنفيذ لعدم تكبد الخسارة، بينما يتكبد خسارة العلاوة فقط وهي خسارة بسيطة جدا.

1. تعريف العقود المستقبلية :

وهي عقود آجلة نمطية أي ذات مواصفات موحدة وثابتة بحيث يسهل تداولها في السوق المالية<sup>1</sup> وظهرت لأول مرة في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1975 ما يسمى بـ"سوق العقود المالية المستقبلية" ، وكان تأسيس هذا السوق بأمل تخفيف مخاطر تقلبات أسعار الفائدة ورغبة في تحقيق أرباح كبيرة من طرف المستثمرين.<sup>2</sup>

وتم تطوير هذا النوع من المشتقات في الولايات المتحدة الأمريكية من خلال إصدار أول عقد آجل أطلق عليها "to-arrive contract" و يشترط بهذا العقد موافقة المزارع على تسليم الحبوب بتاريخ مستقبلي لاحق وبسعر العقد ، مما يمكن المتاجرون من المضاربة على الأسعار ليتم التسليم بتاريخ مستقبلي دون الإهتمام بالتسليم أو تخزين الحبوب ، وقد وضعت مجموعة من القواعد و النظم التي تحكم هذه العمليات حيث أنشئت في عام 1920 م غرفة المقاصة.<sup>3</sup>

وبتعريف دقيق فإن العقود المستقبلية هي عقود قانونية أو رسمية يجري ترتيبها في أسواق منظمة لتؤكد تعهدا بالتسليم على المشتري أو بالإستلام من البائع وذلك لكمية ونوعية تم الإتفاق عليهما من اصل استثماري معين في وقت ومكان محددين في المستقبل . وتجري كافة التقديرات حسب التوقعات السوقية وقت التسليم.<sup>4</sup>

وفي نفس الصدد يمكن القول أن العقود المستقبلية هي عقود نمطية تنفذ في تاريخ لاحق ، بسعر يحدد عند التعاقد ، في السوق الآجلة بينما في السوق الحاضرة يتم التسليم عند التعاقد.<sup>5</sup>

<sup>1</sup> - رافعة إبراهيم عبد الله الحمداني (2021)، مرجع سبق ذكره ، ص139.

<sup>2</sup> - وليد صافي ، أنس البكري (2010)، مرجع سبق ذكره، ص 156

<sup>3</sup> - تامر رفاعة (2009)، متطلبات المحاسبة عن المشتقات المالية حسب معايير المحاسبة الدولية وإمكانية تطبيقها في سورية ،رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سوريا.

<sup>4</sup> - شريط صلاح الدين (2018) ، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة ، مصر، ص93.

<sup>5</sup> - فواز صالح حموي، محمد رمضان إسماعيل (2011) ، مرجع سبق ذكره، ص190.

## 2. استخدامات العقود المستقبلية :

باعتبار أن العقود المستقبلية هي عقود نمطية ورسمية فإنه يتم تطبيقها على العديد من الصفقات التي تستجيب لهذا الشرط كما يلي:<sup>1</sup>

- الأوراق المالية وتشمل الأسهم والسندات ونحوها.
- السلع وأمها السلع الزراعية أو المعادن والمواد البترولية.
- العملات والأجنبية خاصة منها الدولار واليورو التي تقوم بالبنوك المركزية.
- تجري المستقبلات على مؤشرات البورصة.

### مثال عملي عن عقد مستقبلي:

في أحد البورصات يتم تداول نوع من العقود المستقبلية ، وكان محل التعاقد عليه ممثلاً في الأصل « X » (القابل للتداول بيعاً أو شراءً)، وذلك في يوم تسوية (تسليم) مواعده ثلاثة أشهر من الآن . يقوم الطرف الأول بشراء هذا العقد من طرف ثاني ويتفق الاثنان على سعر تعاقد قدره 100 دولار، هذا السعر سيدفعه الطرف الأول إلى الطرف الثاني في التاريخ X المحدد لقاء استلامه الأصل « X ».

#### **1- في حالة ارتفاع سعر الأصل « X » قبل هذا الموعد إلى 120 دولار:**

فإن الطرف الأول (وهو مشتري العقد المستقبلي هنا) سيقوم ببيع هذا العقد وتحقيق ربح قدره 20 دولار عليه. مع العلم أن الطرف الأول تعهد بشراء الأصل عند سعر قدره 100 دولار وبالتالي سيستفيد من ارتفاع سعر هذا الأصل وبالمقابل ستكون خسائر الطرف الثاني 20 دولار لأنها سيباع ما قيمته 120 دولار بمائة دولار. وهذا يعني خسارة قدرها 20 دولار والتي ذهبت بالكامل إلى الطرف الأول.

#### **2- في حالة انخفاض سعر هذا الأصل إلى 40 دولار مثلاً:**

فإن الطرف الثاني سيحقق ربحاً قدره 60 دولار لأنه تعهد في البداية أن يبيع الأصل المعتبر عند سعر قدره 100 دولار.. وهو الآن قادر على شرائه في السوق لقاء 40 دولار فقط ثم إعادة بيعه إلى الطرف الأول لقاء 100 دولار والذي سيحقق خسائر قدرها 60 دولار لأنه التزم بشراء أصل أصبحت قيمته السوقية 40 دولار في تاريخ التسليم لقاء سعر تعاقد قدره 100 دولار.

<sup>1</sup> - خالد عبد الرحمن بن ناصر المهنا (2013) ، مرجع سبق ذكره ، ص109.

## 1. تعريف العقود الآجلة:

العقد الآجل هو اتفاق بين طرفين - المشتري والبائع لشراء أو بيع شيء ما في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه اليوم. العقود الآجلة تسمى أحياناً الالتزامات الآجلة ، أي نوع من الاتفاقات التعاقدية التي تدعو إلى الشراء المستقبلي لسلعة أو خدمة بسعر متفق عليه اليوم وبدون حق الإلغاء. والآجل هو مجرد عقد يتم تسليمه في تاريخ مستقبلي (تاريخ الممارسة أو تاريخ الاستحقاق).<sup>1</sup>

كما يمكن تعريف العقود الآجلة على أنها عقود شخصية، يتفاوض الطرفان على تسليم الأصل محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر متفق عليه وقت التعاقد. ويتم تحديد شروطها بما يتلاءم مع الظروف الشخصية للطرفين التي قد لا تلائم غيرهما. وفي ظل تلك الشروط المفصلة ، يتم التداول في السوق غير المنظم وبالتالي عدم إمكانية وجود تغيرات سعرية مؤقتة ليقوموا بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق الربح.<sup>2</sup>

## 2. مزايا وعيوب العقود الآجلة:

تشتمل العقود الآجلة على عدة خصائص تميزها عن باقي المشتقات المالية كما يلي:<sup>3</sup>  
أ- العقود الآجلة هي عقود مفصلة على وفق الرغبات واحتياجات الطرفين البائع والمشتري بعد اتفاقهما على بنود العقد.

<sup>1</sup> - Misbahul Islam, Jayanta Chakraborti (2015), FUTURES AND FORWARD CONTRACT AS A ROUTE OF HEDGING THE RISK, Risk governance & control: financial markets & institutions journal / Volume 5, Issue 4,p70.

<sup>2</sup> - فواز صالوم حموي، محمد رمضان إسماعيل (2011) ، إدارة المؤسسات والأسواق المالية، دار علاء الدين للنشر والتوزيع والطباعة ، دمشق، سوريا، ص189.

<sup>3</sup> - أحمد نعمه عبد النافعي (2020)، المحاسبة عن المشتقات المالية -الاستثمار في شركات التأمين- دار التعليم الجامعي، الإسكندرية -مصر- ص39.



ب- لا تتطلب استثمارا مبدئيا عند إنشاء العقد لكلا الطرفين ، ولا يتطلب العقد إيداع مبلغ تأميني لتنفيذ العقد. بل يعتمد على تفاهم طرفي العقد.

ت- تعد عقدا ملزما لكلا المتعقدين من الناحية القانونية.

ث- تستخدم في تفادي مخاطر اسعار الصرف في مجالات الاستيراد والتصدير بالعملات الأجنبية.

ج- تعد عقودا قابلة للتنفيذ في وقت لاحق.

كما تنطوي العقود الآجلة على عيوب تتمثل أغلبها فيما يلي:

أ- يتم تداول هذا النوع من العقود في أسواق غير منظمة ، مما يعرض طرفي التعاقد إلى مخاطر الائتمان نتيجة عدم التزام أحد الطرفين.

ب- هي عقود شخصية صعبة الشروط تخضع لاحتياجات شخصية لطرفي العقد ولا تناسب أطرافا أخرى.

ت- عدم وجود تسوية يومية، بل التسوية تتم في تاريخ التسليم مما يؤدي إلى حدوث مكاسب أو خسائر مرتفعة لأحد الأطراف في يوم التسليم

ث- هي عقود غير نمطية لا تحكمها شروط ولوائح ولا تنظمها قوانين ولا يخضع طرفي العقد لمراقب ، بل تحكمها الاحتياجات والعلاقات الشخصية.

وفي هذا الصدد فإن العقود الآجلة لا من المميزات التي تختلف عن باقي المشتقات المالية، و

يمكن تحديد الفروقات بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة كما هو موضح في الجدول أدناه :

## الجدول رقم (01): الفروقات الموجودة بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة:

العقود الآجلة Forward Contracts	العقود المستقبلية Future Contracts
المتاجرة بها تكون غير منظمة	المتاجرة بها تكون منظمة
يتعامل بها المؤسسات فقط	يتعامل بها البنوك والأفراد
المتاجرة بها تكون عبر الهاتف والفاكس	يتاجر بها في بيئة تنافسية لها فعاليات العرض والطلب
تكون حسب طلب الزبون (غير نمطية)	هي أدوات معيارية (نمطية*)
يتاجر بها في البورصات غير المنظمة	يتاجر بها في البورصات المنظمة
بمجرد تفاهم الطرفين يتم عقد الصفقة ولا يوجد سوق ثانوي	يتم تداولها في السوق الثانوي

\*نمطية: أي لها لوائح وقوانين تنظم سير التعامل في المشتقات المالية.

مصدر: بالإعتماد على حاكم محسن الربيعي وآخرون (2011) - وليد صافي، أنس البكري (2010)

### رابعاً: عقود المبادلات Swaps Contracts:

#### 1. تعريف عقود المبادلات:

تعتبر عقود المبادلات من المشتقات المالية وتسري عقودها على العديد من المعاملات المالية كأسعار الفائدة، العملات. وهي إلتزام تعاقدية بين طرفين يقاضي تبادل نوع معين من التدفق النقدي أو اصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر ووفق شروط يتفق عليها المتعاقدان.<sup>1</sup>

وتسمى أيضا عقود المقايضات، وهي عبارة عن التزام تعاقدية يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي، أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد. وهو عقد ملزم لطرفي العقد، ولا يتم تسوية المتحصلات أو المدفوعات يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، بل يتم تسويتها مرة واحدة كما في العقود الآجلة، ولذلك تعرف عقود المبادلة بأنه سلسلة من العقود التنفيذ.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شبيب (2020)، المالية الدولية، دار اليازوري العلمية للطباعة والنشر و التوزيع، عمان، الأردن، ص29.

<sup>2</sup> - مصطفى عبد الغفار عباس خليفة (2019)، عقود خيارات الأسهم في الأسواق المالية دراسة فقهية مقارنة، حولية كلية الدراسات الإسلامية

والعربية، المجلد 35، العدد 01، الإسكندرية، مصر، ص138.

### مثال عملي عن عقد المبادلات:

تتمتع شركة « A » بتصنيف ائتماني مرتفع جدا وبناءً على ذلك فإن باستطاعتها اقتراض الأموال من البنوك بسهولة عند سعر فائدة ثابت وليكن 8% سنويًا. أما شركة « B » ذات التصنيف الائتماني المتدني جدا فهي لا تستطيع إلا الاقتراض عند معدلات فائدة متحركة ولتكن مثلاً 9% سنويًا.

ولدى المدير المالي لشركة « A » اعتقاد بأن اسعار الفائدة في طريقها للانخفاض وبشكل كبير إلى ما دون مستوى 8%. بنفس الوقت، يخشى المدير المالي لشركة « B » من أن أسعار الفائدة في طريقها للارتفاع بشكل حاد وبالتالي سيزيد هذا الارتفاع من تكلفة الاقتراض في الشركة « B ». هذه المخاوف المتضاربة يمكن تبديدها مبدئياً عن طريق إجراء تبادل لسعري الفائدة SWAP بين الشركتين.. وفيه تتعهد شركة « A » بأن تدفع للشركة « B » مبلغاً مساوياً لأي زيادة في أعباء الفائدة يمكن أن يربتها ارتفاع المعدل المتحرك فوق حد 9%. في حين تتعهد الشركة « B » بأن تدفع للشركة « A » مبلغاً يعوضها عن أي انخفاض في سعر الفائدة عن حد 8% وهذا الاتفاق يضمن للشركة « A » التمتع بنتائج أي انخفاض في سعر الفائدة على الرغم من أن تكلفة الاقتراض لديها لم تتغير، بينما تضمن الشركة « B » حماية نفسها من آثار الارتفاع في سعر الفائدة المتحرك على الأموال التي اقترضتها.

وكما هو الحال مع الأنواع الأخرى من المشتقات المالية فإن صفقات تبادل أسعار الفائدة هي صفقات افتراضية (صورية) بطبيعتها. ففي مثالنا هذا، لا يتم تبادل القروض الخاصة بكل شركة مع قروض الشركة الأخرى. ولا تعلم المصارف المقرضة لهاتين الشركتين بقيام ه سدا التبادل SWAP بالأصل. وإلتزام الصفقة يجب أن تنسب مدفوعات الفائدة إلى مقدار ما من قرض صوري يتفق الطرفان على استخدامه في احتساب المدفوعات التي ستترتب على هذا الطرف أو ذاك، وليكن قدره في مثالنا 100 مليون دولار(هذا القرض يسمى القيمة الرمزية للتبادل).

1- في حالة انخفاض سعر الفائدة إلى 6% : فعندها سيتوجب على الشركة « B » أن تدفع للشركة

« A » ما يعادل 2 مليون دولار سنويًا أي:

$$(8\% - 6\% = 2\% ; 2\% \cdot 100 \text{ مليون دولار} = 2 \text{ مليون دولار}) .$$

2- في حالة ارتفاع أسعار الفائدة إلى 10% : فإن الشركة « A » ستدفع إلى الشركة « B » ما يعادل 1

مليون دولار سنويًا، أي:

$$(10\% - 9\% = 1\% ; 1\% \cdot 100 \text{ مليون دولار} = 1 \text{ مليون دولار}) .$$

و يخضع تحديد تواريخ السداد للاتفاق بين كلا الطرفين فهي يمكن أن تكون سنوية، فصلية، شهرية، أو أي فترة متفق عليها.

### 3. خصائص المشتقات المالية:

إن تعدد تصنيفات المشتقات المالية ساهم في تحفيز المستثمرين على الولوج إلى الاستثمار بهذه الأدوات المالية الأقل خطورة من باقي الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي، وذا ما أكسبها العديد من الخصائص و الميزات الأساسية التي يمكن ذكر أهمها:<sup>1</sup>

- تشتق قيمتها من قيمة مرجعية (موجود ضمني) كأن يكون ورقة مالية او مؤشرا ماليا او اي موجود اخر يكون محلا للتعاقد ولذلك سميت بالمشتقات، اي ان هذ الأدوات لا تمتلك قيمة في حد ذاتها وإنما تستمدتها من أدوات مالية أساسية اخرى كالأسهم ، السندات ، عقارات أو منقولات... الخ.

- يمكن استخدامها لأغراض متعددة كالتحوط والمتاجرة (الإستثمار والمضاربة).

- هي أدوات مالية مبتكرة تتميز بالمرونة في التشكيل وفق متطلبات الزبون من ناحية الحجم ومحتوى عقد المشتقة، وتاريخ الاستحقاق وبالتالي فعن طريق المشتقات المالية يمكن بناء تشكيلات للمتاجرة بالغة التعقيد .

- من خلال تداول والاستثمار في المشتقات المالية يمكن تحقيق أرباح تصل إلى 100 % كما يمكن تحقيق خسائر كبيرة.

### 4. المتعاملون بالمشتقات المالية :

إن المتعاملين بالمشتقات المالية هم المتدخلون في اسواق المشتقات المالية والذي يجدون هدفهم في إطار التعامل في هذا النوع من الأدوات المالية ، ويمكن حصرهم في فئتين اساسيتين هما:<sup>2</sup>

○ **الفئة الأولى:** وهم فئة المستخدمين النهائيين من يقومون بإبرام العقود من المضاربين

« Speculators » ، أو الموازين « Arbitrageurs » سواء من الأفراد أو المؤسسات أو الشركات .

وهم :

1- أحمد جواد الدهلكي، غضنفر عباس حسين (2021)، تأثير المشتقات المالية في قيمة المنشأة، مجلة العلوم المالية والمحاسبية ، 01(03)، ص187.

2- خالد عبد الرحمن بن ناصر المهنا (2013) ، مرجع سبق ذكره، ص32.

- المصدرون والمستوردون وتجار التجزئة: لحمايتهم من تقلبات أسعار الصرف.
- صناديق المعاشات : لحماية العائد من الاستثمار أو تأمين محفظة الأوراق المالية.
- بنوك الاستثمار : للمحافظة على سعر البيع لكميات كبيرة قد لا تستوعب السوق الفوري.
- الشركات العقارية: التي تبيع المباني أو تؤجرها : للحماية من تحركات سعر الفائدة على قروض السندات التي تمثل ديناً في ذمة الشركة
- الشركات تجارية: للحماية من تأثير أسعار الفائدة المنخفضة على عائد الاستثمار.

○ **الفئة الثانية:** فئة المتاجرين في الأوراق المالية من وسطاء وصناع السوق ، وهم من يلون حاجة

العملاء من الفئة الأولى . ويحققون هامشاً من الربح ، وتشمل شركات الاستثمار المالكة

للبورصات العالمية ، أو الوسطاء في المصارف العاملة في الأسواق المالية.

## 5. إستخدامات و أغراض تداول واستخدام المشتقات المالية:

تقوم الهندسة المالية على استعمال المشتقات في إدارة المخاطر، التحوط وتحقيق العوائد المناسبة وتلبية حاجات المستثمرين لأنها تعطي المستثمر فرصة لتقليل المخاطر التي يتعرض لها من خلال استبدال موجود معين بموجود آخر بسعر محدد وفي موعد او قبل موعد محدد في المستقبل ، وقد اسهمت في حل العديد من المشاكل المتعلقة بالإستثمار والأسواق المالية من خلال تنوع الأدوات المالية المتاحة للتداول ومن ثم تخفيض الكلف والمخاطر ، وتستعمل المشتقات عموماً لتخفيض المخاطرة والوقاية والمضاربة والإستثمار ، كما أن اسعارها تتغير تبعاً لتغير اسعار الموجودات الرئيسة التي اشتقت منها ، ويكون تداولها في الأسواق المالية المنظمة والأسواق الموازية.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - علي عبودي نعمه الجبوري (2015)، توظيف عقود الخيارات المالية المتقدمة لبناء محفظة التحوط، مجلة مركز بابل للدراسات الانسانية، 05

ومن هذا المنطلق فإن التداول في المشتقات المالية يجذب العديد من المستثمرين وذلك لأغراض وأهداف اساسية مهمة ، أجمعت الأدبيات والدراسات التي عالجت هذا الموضوع أنها تتمثل في:

"التحوط وإدارة المخاطر" و المتاجرة (الإستثمار والمضاربة):<sup>1</sup>

● **التحوط وإدارة المخاطر:** فالمخاطرة هي عنصر من عناصر المجازفة أو احتمال وقوع الخسائر ،ومن الأخطار التي تتعرض لها الأعمال التجارية مثلا تقلبات الأسعار والتغير في الطلب على البضائع... الخ.<sup>2</sup> والخطر كذلك يعبر عن توقع اختلافات في العائد بين المخطط والمطلوب والمتوقع حدوثه.<sup>3</sup> أو احتمال الفشل في تحقيق العائد المتوقع.<sup>4</sup> فمن خلال المشتقات المالية والتي تم ابتكارها لمواجهة المخاطر التي توجد في تعاملات الأدوات المالية الأساسية كالأسهم والسندات. ومن أهم هذه المخاطر تقلبات أسعار الصرف و أسعار الفائدة . وهذا ما أدى إلى التنويع في المشتقات المالية بين عقود الخيارات ، العقود المستقبلية وآجلة وعقود المبادلات . فكل نوع منها يكرس مبدأ التحوط من المخاطر. وعملية التحوط والتي تعرف على انها اسلوب يستخدم لتحقيق مستوى الخطر المطلوب من خلال اتخاذ موقف عكسي في اسواق معينة لتعويض الخسائر المحتملة في الأسواق القائمة للمحافظة عمى السعر المطلوب. ومن خلال عملية التحوط يتم نقل المخاطرة من اطراف غير راغبة في تحملها الى اطراف اخرى مستعدة لتحملها مقابل الحصول عمى علاوات محددة.

<sup>1</sup> - Hull, John. C, "Options(2015), Futures, and other Derivatives", 9th. Ed Pearson Education, USA.pp11-16.

<sup>2</sup> - خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مرجع سبق ذكره ، 345

<sup>3</sup> - الهواري سيد (1985) ، الإدارة المالية -الاستثمار والتمويل طويل الأجل -الجزء الأول- دار الجيل للطباعة، مصر، ص109.

<sup>4</sup> - آل شبيب دريد كامل (2004)، مبادئ الإدارة العامة ، الطبعة الأولى ، دار المناهج ، عمان -الأردن- ص36.

وتكمن فاعلية التحوط في الارتباط بين التغير الأخير في السعر الفوري للأصل والسعر المستقبلي وتعمل على تخفيض المخاطرة من خلال المعادلة التالية :

$$(e)^* = \frac{N^2 f \delta^2 \Delta F}{\delta \Delta s}$$

حيث:

$e^*$  : فاعلية التحوط

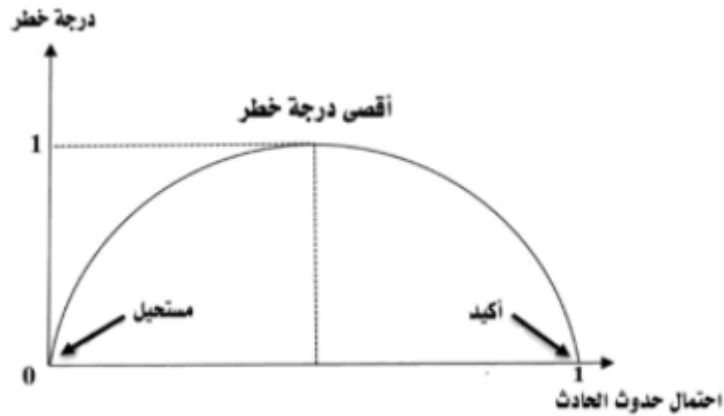
$N^2 f$  : العقود اللازمة لغرض التحوط

$\delta^2 \Delta F$  : المستقبلي السعر في التباين

$\delta \Delta s$  : الفوري السعر في التباين

والتحوط من الخطر يكون حسب درجة الإحساس بالخطر المواجهه اثناء التعامل في السوق المالي، وينتهج في ذلك طرق عديدة في تصنيف درجة المخاطر ، كان يتم وضع حد أدنى لدرجة الخطر ، ففي حالة التأكد من عدم حدوث خطر فإن درجة الخطر تساوي الصفر (0) ، ومن ناحية أخرى في حالة التأكد من الوقوع في خسارة فإن درجة الخطر كذلك تساوي الصفر (0). وبين الإثنين ترتفع درجة الخطر إلى أن تصل إلى الحد الأقصى لدرجة الخطر ، والتي يعمل المستثمر جاهدة على معرفتها ولو تقريباا للتقليل من تكبد الخسائر. وفيما يلي يمكن تمثيل ذه الحالة وفق الشكل البياني الموالي:

الشكل البياني رقم (09) : توضيح تدرج حالة الخطر.



مصدر: عبد الكريم قندوز (2018)، التحوط وإدارة المخاطر-مدخل مالي- دار إي-كتب E-kutub، لندن، ص27.

### مثال عملي عن التحوط من المخاطر باستعمال المشتقات المالية

تقوم شركة الخطوط الجوية « A » بشراء وقود الطائرات بسعر 100 دينار للجالون ، ولأنها من المشتقات المالية فإن زيادة أسعار النفط تؤدي إلى زيادة سعر هذه المادة . وتمثل تكلفة شراء وقود الطائرة حوالي 80% من تكاليف الشركة . وأي ارتفاع في تكاليف الشراء عن السعر الحالي (80 دينار) يكبد الشركة خسارة .

في هذه الحالة فإن أنسب طريقة بالنسبة للشركة هي التحوط من مخاطر تقلبات سعر الوقود في السوق. هي شراء كميات من الوقود مع تسليم مستقبلي بسعر محدد ومتفق عليه قد يكون أعلى من السعر الحالي (90 دينار مثلا) (بعد دراسة التوقعات المستقبلية لسعر الوقود).

وفي هذه الحالة تكون الشركة قد وضعت ميزانيتها على أساس سعر وقود 90 دينار. وجنبت نفسها مخاطر تقلبات أسعار النفط خلال الفترة القادمة



● المتاجرة (الإستثمار والمضاربة): وهذا ما تكرسه الإبتكارات الحاصلة من خلال المشتقات المالية ، فعقد المشتقة المالية وما يحويه من أصول تختلف عن الأدوات المالية الأساسية والتقليدية، فهو يمكن أن يضم العديد من الأدوات المالية التقليدية مما جعل المستثمرين يتجهون بقوة إلى الاستثمار في هذا النوع من التداولات في السوق المالي . للحصول على ارباح مضاعفة من جهة والتحوط من المخاطر من جهة أخرى. ويدخل المستثمر طرفا في عقد المشتقات المالية بغرض تحقيق الربح ، وليس لغرض تأمين تملك الأصل، بحيث يتميز التعامل في سوق المشتقات بانخفاض تكلفة المعاملات على مستوى الأسواق الحاضرة المتنافسة فيه. وكذلك تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية، نظرا لمرونتها فضلا عن سيولتها المتميزة . حيث يقابل المستثمر العديد من البدائل تخلصه من العديد من المشاكل كالأستثمار في عقود الخيارات أو المستقبلات<sup>1</sup>



<sup>1</sup> - حاكم الربيعي وآخرون ، المشتقات المالية -عقود المستقبلات ، الخيارات ، المبادلات ، الجزء الثالث، دار اليازوري للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن ص09.

## المحور الثالث :

### عمليات البورصة، أوامر البورصة ودور الوسطاء الماليين.

المحاضرة 07: بورصة الأوراق المالية ... عمليات التداول والأطراف الداخلة فيها.

المحاضرة 08: الوسطاء الماليين.

المحاضرة 09: أوامر البورصة.

## المحاضرة (07) : بورصة الأوراق المالية ... عمليات التداول

### والأطراف الداخلة فيها.

إن التطورات التي يعرفها العالم في مختلف المجالات وخاصة الاقتصادية والمالية منها، أدت إلى تطور مفهوم البورصة واصبحت مصدرا للتمويل لمختلف المشاريع التنموية ، والرابط المهم بين أطراف التمويل. وضرورة ملحة للشركات التي تبحث عن تبادل وتحويل رؤوس الأموال في الداخل وخارج نطاق اقتصاد الدولة الواحدة.

وأن عملية تداول الأوراق المالية في البورصة يتم ضمن عمليات محددة حسب طبيعة الأوراق المالية والهدف من التداول. سواء في جانب البيع أو الشراء

#### 1. تعريف بورصة الأوراق المالية :

إن كلمة "بورصة" « Bourse » يعود اصلها إلى إسم تاجر بلجيكي يدعى Vander Burse ، والذي كان يملك فندق في مدينة « Bruges » البلجيكية ، وكان يستقبل فيه العديد من التجار لعقد صفقاتهم التجارية، وكان ذا في القرن الخامس عشر (15). وتطور الأمر إلى إستحداث بورصة مكتملة بالمفهوم الحالي.<sup>1</sup>

وظهرت أول بورصة أوروبية في العالم في مدينة "أمستردام" لعقود الخيارات European « Option Exchange » وتطورت معاملاتهما المالية بالشكل الحديث والحالي.<sup>2</sup> وتوالى التطورات في المعاملات المالية في بورصات العالم ، وتخصصت البورصات في معاملات محددة مثل سوق العملات الأجنبية Foreign Currencies Markets، وأسواق الأوراق المالية العالمية International Financial Security... إلخ.<sup>3</sup> حيث تعتبر الولايات المتحدة الأمريكية في

<sup>1</sup>- عبد الفضيل محمد أحمد ، بورصات الأوراق المالية، مكتبة الجلاء الجديد ، مصر، دون سنة نشر، ص4.

<sup>2</sup>- مصطفى يوسف كافي ، مرجع سبق ذكره، ص22.

<sup>3</sup>- شقيري نوري موسى (2019)، مرجع سبق ذكره، ص 36.

المركز الأول من ناحية ضخامة الأسواق المالية وعدد الشركات المقيدة في بورصاتها المتطورة على غرار بورصة "وول ستريت" « Wall Street » ، وبورصة "شيكاغو" « Chicago » ... الخ.

ولقد تعدد وجهات النظر فيما يخص تعريف بورصة الأوراق المالية، والتي نذكر أهمها:

تعرف البورصة على أنها مكان يلتقي فيه المستثمرون والبائعون خلال ساعات معينة للتعامل في الصكوك المالية بواسطة أشخاص مؤهلين في هذا النوع من المعاملات كالبيع أو الشراء التي تجري في مكان وأوقات محددة.<sup>1</sup> وتوصف بأنها سوق منم ومتخصص.<sup>2</sup>

وبشكل من التوضيح فإن البورصة هي المكان الذي يلتقي فيه المصرفيون وسماسرة الأوراق المالية لإجراء الصفقات التجارية في الأسهم والسندات وحصص التأسيس، وهي سوق مستمرة ، ويجري التعامل فيها وفقا للأسس والقواعد المستقرة في التعاملات.<sup>3</sup>

كما يمكن تعريف البورصة على أنها سوق منظم تتم فيه عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية التي تعتبر السلعة الأساسية. ولا يتم التداول مباشرة بين المستثمر الذي يبيع الأوراق المالية والمستثمر المشتري ، وإنما يتم التعامل من خلال وسطاء مؤهلين للعمل في هذا السوق ، يطلق عليهم شركات السماسرة في الأوراق المالية ، كما أن الصفقات لا تتم بصورة منفردة بين السمسار البائع والسمسار المشتري ولكن تتم من خلال نظام تداول يتلقى جميع أوامر البيع وأوامر الشراء.<sup>4</sup>

ومن هذا المنطلق فإن مفهوم البورصة ينطوي على عدة عناصر اساسية يمكن تلخيصها

في الشكل التالي :

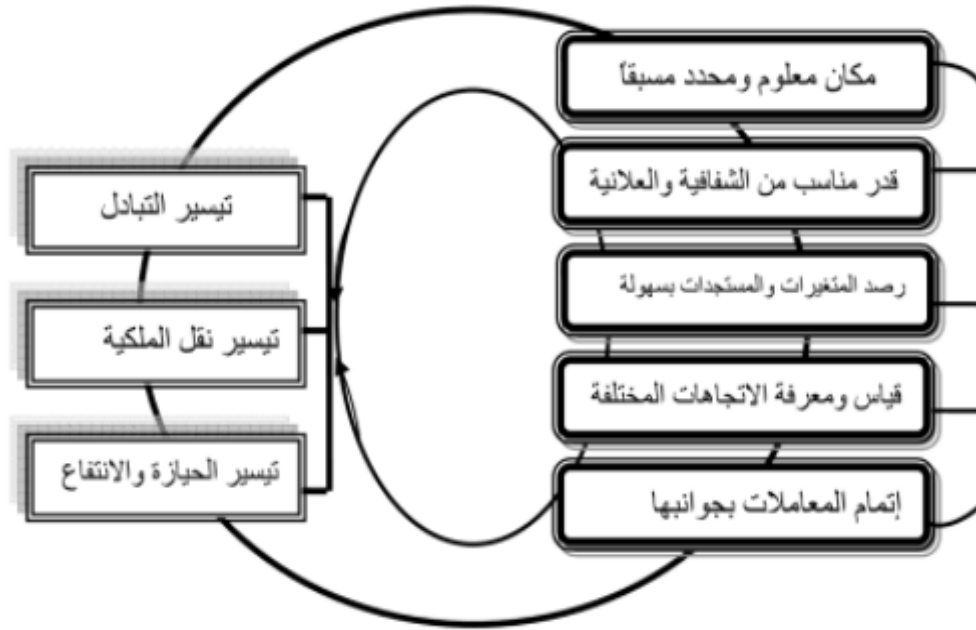
<sup>1</sup> - عبد القادر أحمد محمد الصباغ (2018)، مرجع سبق ذكره، ص36.

<sup>2</sup> - Emmanuel Zamble-Bi B (2017) , Comprendre et pratiquer la ourse, L'Harmattan,Paris,p16.

<sup>3</sup> - عدلي حماد (2012)، موسوعة قوانين سوق المال السعودي، الناشر المؤلف، الطبعة الأولى، جدة، السعودية، ص14.

<sup>4</sup> - أشرف مصطفى توفيق (2019)، البورصة ، صناديق الاستثمار ، أسواق رأس المال، وكالة الصحافة العربية للنشر والتوزيع، مصر ص36.

الشكل البياني رقم (10) : العناصر الأساسية لمفهوم البورصة



مصدر: مصطفى يوسف كافي ، مرجع سبق ذكره، ص13.

2. وظائف ومهام بورصة الأوراق المالية :

باعتبار أن بورصة الأوراق المالية تمثل ذلك المكان الذي يتم التعامل به في عمليات البيع والشراء للأوراق المالية مما يجعلها مصدر إنتعاش اقتصادي مهم. ومن جهة أخرى تضطلع البورصة بعدة مهام اساسية تجعلها حلقة وصل بين المتعاملين الاقتصاديين ومناحي الاقتصاد ككل ، ويمكن إجمال وظائف بورصة الأوراق المالية في النقاط الأساسية التالية :<sup>1</sup>

- 10- التعامل بالأوراق المالية للشركات المسجلة في البورصة ذاتها.
- 11- استثمار رؤوس الأموال وتوجيهها بشكل صحيح وتشجيع الإدخار لخلق رؤوس أموال جديدة.

12- ضمان حقوق وأموال المستثمرين وتوفير الفرص المواتية للإستثمارات المحلية.

<sup>1</sup> - علي إبراهيم الخضر (2010) ، إدارة الأعمال الدولية ، مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع ، دمشق سوريا، ص 117.

13- توفير فرص لاستثمارات مختلفة من حيث درجة الخطورة.

14- العمل على توفير قاعدة بيانات ونام معلومات دقيق عن طبيعة الاستثمارات ومصادقية المستثمرين وأوضاعهم المالية مما يسهل معرفة التوجهات الاقتصادية في مجال الاستثمار وحجمه خلال فترات معينة.

15- تعمل البورصة على تكريس مبدأ الرقابة على أعمال الشركات وضابط مهم لميدان الاستثمار المالي خاصة من خلال إلزام الشركات المدرجة فيها بالشفافية في الإفصاح المالي عن نشاطاتها وتكريس مبدأ المنافسة العادلة بين الشركات وتوفير بيئة خصبة للمستثمرين من أجل طرح مدخراتهم واستثمارها بكل أمان.

### 3. عمليات البورصة:

إن التطورات الحاصلة في التعاملات المالية في البورصات العالمية ساهم بدرجة كبيرة في تدفق رؤوس الأموال وتحريرها من كل القيود. واتيحت الفرصة لكل المتعاملين من المستثمرين (أفراد كانوا أو شركات) من التعامل في مختلف الأدوات المالية وفق العمليات المنصوص عليها. وفي هذا الصدد تقسم عمليات البورصة إلى عمليتين أساسيتين هما: العمليات العاجلة (الفورية) والعمليات الآجلة.

#### 1.3. العمليات العاجلة:

الأسواق العاجلة (الحاضرة) هي تلك الأسواق التي تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) وتشمل البورصة والأسواق غير المنظمة تتداول فيها الأوراق المالية من خلال بيوت السمسرة والبنوك التجارية وأسواق أخرى كالخزانة أو البنك المركزي اللذان يحتكران التعامل في أنواع معينة من الأوراق تصدرها الحكومة.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي (1993)، مرجع سبق ذكره، ص 6.

كما ينظر إلى العمليات العاجلة على أنها تتمثل في البيع والشراء فورا ، حيث يجري دفع الثمن للبايع حالا ، وتسليم الأوراق المالية موضوع الصفقة مباشرة للمشتري أو خلال فترة وجيزة دون فارق زمني كبير، لا تتعدى 48 ساعة كشرط في بعض البورصات، وبشكل عام فإن العمليات العاجلة تمثل الجزء الأكبر في تعاملات البورصة.<sup>1</sup>

### 2.3. 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.<sup>2</sup> أي عقد صفقات البيع والشراء للأوراق المالية ثم تنفيذها في ميعاد لاحق في المستقبل.<sup>3</sup>

ومن هذا المنطلق فإن العمليات الآجلة التي تتم من خلالها عقد صفقات مالية بتفاهم بين طرفي العقد من بائع ومشتري على بنود الصفقة وكل حيثياتها من شروط (الأدوات المالية المعنية، السعر ، آجال الاستحقاق ... الخ). لكن يتم التسليم الفعلي للأصل محل التعاقد في ميعاد لاحق في المستقبل متفق عليه. والهدف من ذلك هو المضاربة فميعاد التنفيذ أ آجال الاستحقاق يكون مفيدا للبائع مثلا إذا كان يتوقع صعود الأسعار في السوق مستقبلا وبالتالي يكون مستفيدا بتحصيل أرباح مرتفعة.

<sup>1</sup> - شريط صلاح الدين (2018) ، مرجع سبق ذكره، ص54.

<sup>2</sup> - نوال بوعلام سمرد (2021)، مرجع سبق ذكره، ص46.

<sup>3</sup> - عبد القادر أحمد محمد الصباغ (2018)، مرجع سبق ذكره، ص 85.

## المحاضرة 08: الوسطاء الماليين.

الوساطة المالية بوجهها العام تتمثل في التقريب بين شخصين يريدان التعاقد والإنتفاع من عقد صفقة تجارية. لقاء عمولة تتلقاها الجهة التي تتمهن الوساطة. ولهذه الوظيفة أهمية اقتصادية كبيرة تنعكس على المستوى الاقتصادي الذي ينشط فيه السوق المالي.

ومن هذا المنطلق ينبثق دور الوسيط المالي الذي يعتبر من العناصر الأساسية في السوق المالي والنشط المحوري في بورصة الأوراق المالية لما له من دور مهم في عقد الصفقات المالية بين البائعين والمشتريين ، وما له من أهمية في تنشيط العلاقة المالية التبادلية .

### 1. تعريف الوسيط المالي :

لقد تعددت التعاريف التي صيغت للوسيط المالي ، فالوسيط المالي او السمسار ليس إلا شخصا يقوم مقام غيره في إنهاء عمليات البيع والشراء. وهذا يمل معنى الوكالة ، أي توكيل العميل للسمسار للتعامل في الأوراق المالية داخل البورصة.<sup>1</sup>

كما يمكن تعريف الوسيط المالي على أن تلك الجهة التي تقوم بدور الوساطة المالية بين المدخرين أي الأفراد والمنظمات الذين تتوفر لديهم فرص استثمارية منتجة ويفتقرون للتمويل اللازم ، وتعتبر الوساطة المالية بمثابة تمويل غير مباشر من قبل المدخرين لمنظمات الأعمال أو الحكومة أو الأفراد عن طريق الوسطاء الماليين.<sup>2</sup> ويمكن ان يكون الوسيط المالي في شكل مؤسسة مالية تحتكر عمليات التفاوض في القيم المنقولة المسجلة داخل البورصة، وبالتالي هو

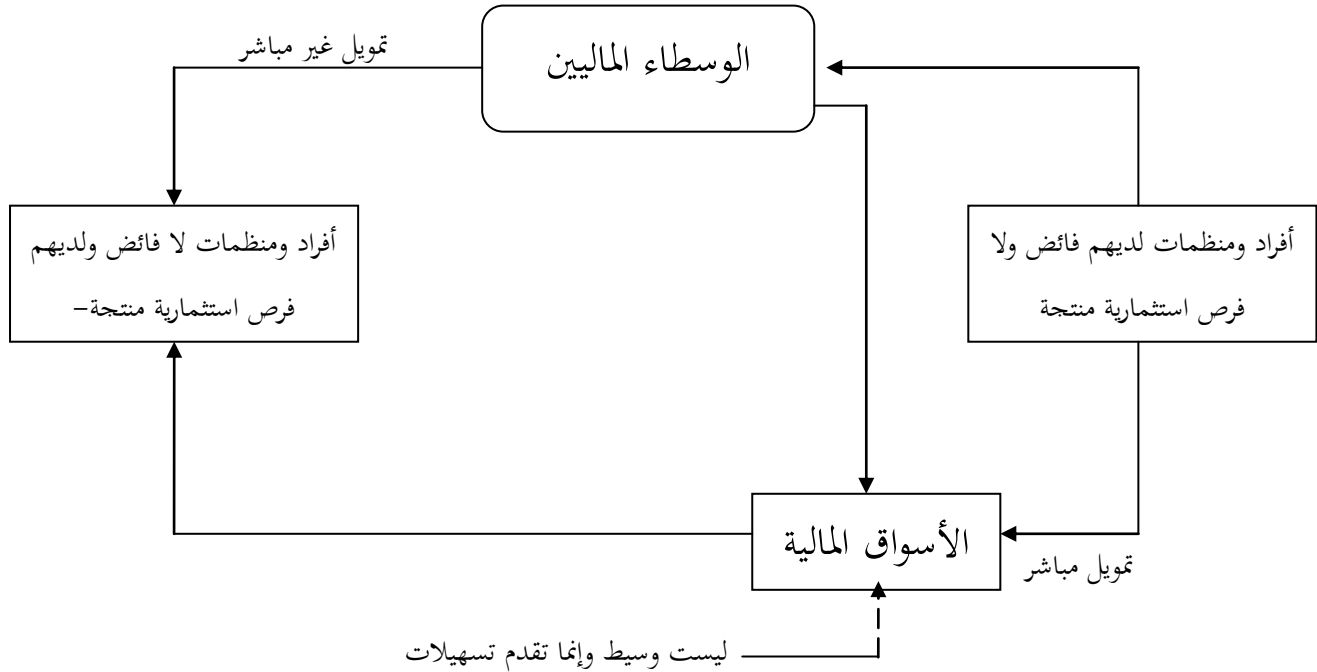
<sup>1</sup> - أحمد محمد لطفى (2013)، أعمال السمسار في بورصة الأوراق المالية -دراسة فقهية مقارنة- الطبعة الأولى، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، مصر، ص46.

<sup>2</sup> - عبد الحافظ سيد بدوي (1999) ، ادارة الاسواق و المؤسسات المالية-نظرة معاصرة- ، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، ص32.



أما وظيفة أساسية لتحويل أوامر البيع والشراء للأوراق المالية الخاصة بالعملاء للتنفيذ داخل البورصة.<sup>1</sup> والشكل البياني الموالي يلخص موقع الوسيط المالي ووظيفته الأساسية داخل البورصة.

### الشكل البياني رقم (11) : الوساطة المالية.



مصدر: عبد الحافظ سيد بدوي (1999)، إدارة الاسواق و المؤسسات المالية-نظرة معاصرة-، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر، ص32.

والفرق الجوهرى بين الوسيط المالى وغيره من المؤسسات المالية هو أن الوسيط المالى يقوم بإصدار وبيع أصولا مالية تمثل إلتزامات عليه تجاه الغير وذلك للحصول على إحتياجاته من الأموال التى يقوم باستخدامها فى منح القروض وشراء الأوراق المالية ، أما المؤسسات المالية الأخرى فلا تقوم بإصدار وبيع أي أصول مالية للحصول على إحتياجاتها من الأموال.<sup>2</sup> وإن حسن أداء الوسطاء الماليين ينعكس على حسن أداء الأسواق المالية فى الاقتصاد الوطنى فدخولهم ينشط السوق ويساعدها على القيام بالدور المنوط به وتعبئة مدخرات المجتمع

<sup>1</sup> Emmanuel Zamble-Bi B (2017) , op.cit, P2.

<sup>2</sup> - عبد اللطيف مصيطفى ، بن بوزيان محمد (2015)، أساسيات النام المالى واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع ، لبنان، ص88.

وتوجيهها للفرص الاستثمارية الأكثر إنتاجية مما يؤدي إلى تحسين أداء الاقتصاد الوطني ورفع مستوى معيشة الأفراد ، وللوصول إلى النتائج السابقة يجب توفير وسطاء ماليين ذو كفاءة عالية المستوى وتفهم واع لدوره ، وأجهزة رقابية فعالة كالبنك المركزي حتى لا تنحرف هذه المؤسسات عن الإتجاه الصحيح وتعرض للفشل الذي لا ينحصر داخل هذه المؤسسة فقط بل يمتد ليشمل باقي قطاعات الاقتصاد الوطني.<sup>1</sup>

## 2. وظائف الوسيط المالي:

لا يقتصر دور الوسيط المالي في تنفيذ أوامر البيع وشراء الأوراق المالية التي تأتيه من طرف المستثمر ، بل تقتضي وظيفة الوسيط المالي العديد من المهام الأساسية والتي تستدعي الوعي الكامل بها ، والتي لها دور كبير في استرجاع السوق المالي لانتعاشه وازدهاره من خلال المعاملات المالية التي يعقدها الوسيط. وتمثل الوظائف الأساسية للوسيط المالي فيما يلي:<sup>2</sup>

**1.2. تنفيذ صفقات البيع والشراء لفائدة المستثمرين :** إن المستثمرين عند ولوجهم إلى البورصة لا يستطيعون البيع والشراء بأنفسهم وإنما يستعينون بالوسطاء الماليين في القيام بهذه الوظيفة لقاء عمولة متفق عليها ، عادة ما تكون نسبة مئوية من حجم الصفقة المبرمة.

ومن هذا المنطلق يكون الوسيط المالي ضامنا لتنفيذ عمليات بيع وشراء الأوراق المالية من أمواله الخاصة متى لم يلتزم العميل بسداد ثمن الأوراق المالية.<sup>3</sup>

**2.2. تقديم المعلومات المالية والاستشارات المالية لفائدة العملاء والزبائن:** الكثير من الأفراد المستثمرين في الأسواق المالية يجدون صعوبة في معرفة حالة السوق والمبادرة بشراء أو بيع ما لديهم من أوراق مالية ، ومن هنا يأتي دور الوسطاء الماليين، فهم يستطيعون تقديم المعلومات الكافية والشفافية ،

<sup>1</sup> - عبد اللطيف مصيطفى ، بن بوزيان محمد (2015)، مرجع سبق ذكره ، ص 91.

<sup>2</sup> - يمكن الرجوع في هذا الصدد إلى: Emmanuel Zamble-Bi B (2017) , op.cit, P2.

- عبد الغفار حنفي , اساسيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية , دار الجامعة الابراهيمية, الاسكندرية 2055 , ص 123.

<sup>3</sup> - عبد الله الطائي (2015) ، مسؤولية الوسيط المدنية تجاه المستثمر في سوق الأوراق المالية، منشورات زين الحقوقية، بيروت، لبنان، ص

وإعطاء استشارات مالية حسب الطلب. نظراً لخبرتهم في التحليل وجمع المعلومات والدراية الكافية بتطورات السوق المالي.

**3.2. تسيير المحفظة المالية لفائدة العملاء و الزبائن:** يلجأ المستثمرين الكبار والذين يحوزون على محفظة استثمارية متنوعة من أدوات مالية مختلفة كالأسهم والسندات والمشتقات المالية ... الخ. إلى الوسطاء الماليين من أجل المباشرة في استثماراتهم من خلال هذه المحفظة الاستثمارية. وذلك لكون الوسيط له دراية بحالة السوق ويستطيع توظيف الأدوات المالية في الوقت المناسب وبالسعر المناسب.

**4.2. وظائف أخرى:** كما للوسيط المالي العديد من الوظائف الإضافية والت تعزز من دوره في بورصة الأوراق المالية وأهمها: - تجميع المدخرات وتوفير السيولة. - تخفيض تكاليف التعامل في الأصول المالية المباشرة. - توفير آلية لسداد المدفوعات.... الخ.

## المحاضرة 09: أوامر البورصة.

يُعرف الأمر داخل البورصة أهمية كبيرة ، فالمستثمر لا يقوم بالبيع والشراء بنفسه وإنما يحرر أمرا لفائدة الوسيط للقيام بالوظيفة نيابة عنه. وسوف نتطرق إلى مفهوم الأمر داخل البورصة وأهم الأنواع التي يعرفها الأمر حسب طبيعة ورغبة المستثمر.

### 1. ماهية الأمر داخل البورصة:

إن التعامل بين العملاء والوسطاء (السماسرة) يتم بواسطة أوامر وتعليمات يصدرها العميل للوسيط (السمسار) ، سواء كانت أوامر بيع أو شراء ، ومن هنا تبدو أهمية فهم العميل لما تعني هذه الأوامر ، مما يزيل من اللبس والغموض ، ويزيد من مقدار وكفاءة الوسيط على تنفيذ هذه الأوامر.<sup>1</sup>

إذا فالأمر هو: " طلب يصدر من شخص أو جهة ما إلى وسيط يبيع أو شراء أراق مالية معينة."<sup>2</sup>

كما يمكن تعريف الأمر على أنه " ذلك التوكيل الذي يقدمه المستثمر إلى الوسيط (السمسار) من أجل شراء أو بيع الأوراق المالية ، ولتنفيذ هذا الأمر يجب أن يشتمل على معلومات واضحة، فأمر البورصة يجب أن يكون محدد بوثيقة صادرة من البورصة ، يملئ المستثمر معلومات محددة في الوثيقة ويمضي عليها وتعتبر الضوء الأخضر للوسيط (السمسار) في تنفيذ عملية البيع أو الشراء لصالح المستفيد وهو المستثمر لقاء عمولة يقدمها للوسيط (السمسار) لقاء خدمته.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> - محمد عبد الله شاهين محمد (2018)، أسواق المال بين الأرباح والخسائر - العوائد والمخاطر - ، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر ، ص24.

<sup>2</sup> - أحمد محمد السعد (2018)، الأسواق المالية المعاصرة ، دار الكتاب التقائي للنشر والتوزيع، الأردن، ص31.

<sup>3</sup> - نوال بوعلام سمرد (2021)، البورصة والأسواق المالية ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، ص47

## 2. أنواع أوامر البورصة:

كما تعرفنا على مفهوم أمر البورصة ، والذي يتم إصداره من العميل أو المستثمر إلى الوسيط لتنفيذه كما جاء ، فإن هذا الأمر ينقسم إلى عدة أنواع بحسب صدوره من العميل أو المستثمر ورغبة هذا الأخير في حصوله على الأرباح جراء تنفيذ هذا الأمر. وتنقسم أوامر البورصة إلى أنواع يمكن التطرق إليها كما يلي:<sup>1</sup>

### 1.2. الأوامر المحددة لسعر التنفيذ:

وينطوي هذا النوع من الأوامر أن العميل هو من يحدد السعر المناسب لتنفيذ الأمر الخاص بالصفقة التي يريد من الوسيط تنفيذها، وينقسم بدوره إلى نوعين :

- أ- **الأمر بسعر محدد:** يتكلف المستثمر في هذه الحالة بتحديد سعر محدد لتنفيذ الصفقة من طرف الوسيط ، حسب السعر الذي يرغب فيه. وما على الوسيط سوى انتظار الفرصة الملائمة لتنفيذ الصفقة عند بلوغ السعر داخل السوق للسعر الذي حدد المستثمر، سواء في حالة البيع أو الشراء (السعر الأعلى في حالة البيع، والسعر الأقل في حالة الشراء). ومن أم إيجابيات هذا النوع من الأوامر أن المستثمر يستطيع أن يعرف مقدما أو بنسبة متقدمة السعر الذي يمكن أن تنفذ به الصفقة محل التعاقد. بينما من سلبيات هذا النوع من الأوامر هو أن سعر السوق يمكن أن لا يصل إلى السعر الذي حدده المستثمر في حالة ما إذا لم تكن له دراية كافية بتطورات السوق.
- ب- **الأمر بسعر السوق:** إن هذا النوع من الأمر لا يتم تحديد سعر معين من طرف المستثمر وإنما يُترك لسعر السوق حسب العرض والطلب الحاصل في السوق. لكن يمكن أن يُتبع المستثمر هذا النوع من الأوامر بشرط أن يبيع له الوسيط بأعلى سعر سوقي أو أن يشتري له بأقل سعر سوقي.

### 2.2. الأوامر المحددة لوقت التنفيذ:

وفي هذا النوع من الأوامر يحدد العميل وقت نفيذ الأمر ، أي يقيد الوسيط بزمن معين لتنفيذ الصفقة المراد الإستنفاع بها. وبدور ينقسم إلى ثلاث أنواع أساسية كما يلي:

- أ- **أمر محدد بيوم واحد:** وهو ذلك الأمر الذي يحدد فترة تنفيذه بيوم واحد فقط، فعلى الوسيط ان يتقيد بهذا الشرط بتنفيذ الصفقة محل التعاقد مع المستثمر في ظرف يوم واحد حتى إغلاق

<sup>1</sup> - يمكن الرجوع في هذا الصدد إلى : - محمد عبد الله شاهين محمد (2018)، مرجع سبق ذكره، ص 184.

عمليات التداول في البورصة. ومن سلبيات هذا النوع من الأوامر أن التغييرات التي قد تحصل في يوم تنفيذ الأمر قد تكون معاكسة لرغبات المستثمر بحدوث تذبذبات مفاجئة في السوق.

**ب- أمر محدد بأسبوع أو شهر:** وهو ذلك الأمر الذي يحدد فترة تنفيذه بأسبوع أو شهر. فإذا صدر الأمر من طرف المستثمر في يوم الأحد مثلاً ينتهي بنهاية الأسبوع في تداولات البورصة. وكذلك إذا صدر الأمر في بداية أو حتى منتصف الشهر ينتهي مفعوله بنهاية الشهر.

**ت- أمر مفتوح:** وهو ذلك المر الذي لا يحدد له وقت للتنفيذ بل يترك مفتوح حتى يتم تنفيذه بسعر جيد للمستثمر سواء شراء أو بيعاً. حتى يتلقى الوسيط من المستثمر بإلغاء الأمر. ومن سلبيات هذا النوع من الأوامر فإنه يبطل مفعوله من طرف غدارة البورصة غذا طالت مدة الأمر ولم ينفذ. كما أن الوسطاء الماليين يعطون الأولوية للتنفيذ للأوامر المحدد في حالة استفاؤها للسعر الذي يلي رغبة المستثمر.

**3.2. الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ:** ينطوي هذا النوع من الأوامر على تحديد سعر تنفيذ الصفقة محل التعاقد مع المستثمر بالإضافة على تحديد وقت تنفيذ هذا الأمر بيوم أو شهر أو مفتوح... الخ. وبالتالي يتضمن هذا الأمر خصائص الأمر بسعر محدد والأمر بوقت محدد.

**4.2. الأوامر الخاصة (الإيقاف والتنفيذ):** وهي تلك الأوامر التي تكون لها شروط خاصة ففيها خليط ما بين أنواع الأوامر سالفة الذكر وشروط أخرى يحددها المستثمر حسب رغبته في تنفيذ الصفقة. فمثلاً يطلب المستثمر بتنفيذ الصفقة إلا إذا بلغ السعر الذي يرغب فيه أو تعاداه.

**ملاحظة:** القاعدة العامة المعمول بها في أغلب بورصات العالم أن المدة القصوى لأمر البورصة هي شهر واحد (01) وتصبح لاغية مباشرة بعد إغلاق آخر يوم من الشهر. وخاصة في ما يخص الأوامر المفتوحة التي يبقى آجال سريانها دون تحديد.

## المحور الرابع :

### مؤشرات البورصة

المحاضرة 10: مؤشرات البورصة: التعريف ، الأنواع و الوظائف والمهام

المحاضرة 11: نماذج عن مؤشرات البورصات العالمية

# المحاضرة 10: مؤشرات البورصة: التعريف ، الأنواع و الوظائف والمهام

## 1. تعريف مؤشر البورصة:

يعتبر مؤشر البورصة أداة لقياس تطور أسعار الأوراق المالية المسجلة في البورصة بطريقة مستمرة ومنظمة. وعملية قياس مستوى الأسعار عن طريق المؤشر تتم بالإستناد إلى عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة، وغير المنظمة أو كلاهما وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه.<sup>1</sup>

كما أن قياس مستوى أداء الاستثمار المالي وتطوره في بورصة ما يستلزم وجود معيار لقياس حجم التطور الحاصل في تحقيق العوائد. ويكون هذا عن طريق مؤشر السوق الذي يعبر عن حالة أسعار أسهم شركة ما في فترة معينة. ويعد من الأدوات التي يمكن الاستعانة بها في التنبؤ بحالة السوق في المستقبل صعودا أو هبوطا.<sup>2</sup>

## 2. أنواع مؤشرات البورصة:

باعتبار أن المؤشرات تهتم بقياس حالة السوق المالي ، في بذلك مقياس مهم يستطيع المستثمرين الاستعانة به لمباشرة استثماراتهم والتحوط من المخاطر. وتنقسم مؤشرات البورصة إلى نوعين اساسيين هما:

**1.2. مؤشرات عامة:** وهي مؤشرات تقيس حالة السوق بصفة عامة وغير متخصصة في سوق بعينه، أي تقيس توجهات السوق بكل قطاعاته : الصناعية، الخدمائية ... الخ. وبالتالي فهذا النوع من المؤشرات يعكس الحالة الاقتصادية لدولة ما بمختلف قطاعاتها.

<sup>1</sup> - محمد عبد الله شاهين محمد (2018)، مرجع سبق ذكره، ص 184.

<sup>2</sup> - فيصل محمود الشواورة (2007) ، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان ،

الأردن، ص 62.



2.2. مؤشرات قطاعية: وهي عكس سابقتها تعمل على قياس حالة سوق بعينه كالمؤشرات الخاصة بقطاع الصناعة، مؤشرات خدمتية ، مؤشرات العملات... الخ. وبالتالي فهي تعكس حالة هذه الأسواق وحجم التطور الحاصل فيها واسعار الأسهم الخاصة بالشركات الناشطة فيها.

### 3. وظائف ومهام مؤشرات البورصة:

باعتبار أن بورصة الأوراق المالية هي بمثابة وعاء كبير يحتوي عدد مهم من الاستثمارات وتعمل على التوجيه الصحيح لها ، بما يكفل استفادة جيدة للإقتصاد من مخرجاتها. وفي هذا النطاق تلعب المؤشرات دور جد مهم في هذه العملية التوجيهية، وبالتالي تتعدد مهام ووظائف مؤشرات بورصة الأوراق المالية التي يمكن التعرض إليها فيما يلي:<sup>1</sup>

16- معرفة حالة السوق من خلال إعطاء رؤية صحيحة ودقيقة لقيمة أسهم الشركات المدرجة في السوق ، وباعتبار أن المؤشرات تعبر عن حالة قطاعات اقتصادية مختلفة فهي تعطي فكرة عن حالة السوق الممثل من طرف هذا المؤشر ، والتي تكون بمثابة معلومة مهمة للمستثمر للمباشرة في استثماراته.

17- التقييم الاقتصادي للأصول والثروات على المستوى الكلي مثل استخدام جداول التعامل المالية والمحاسبية.

18- قياس درجة وحجم التطور في تعاملات الأوراق المالية صعودا وهبوطا أو حصول استقرار في هذه التعاملات. فالتقلبات التي تحصل في المؤشر توحى للمتعاملين بمدى استقرارية أو تقلب سوق التعاملات في الأوراق المالية.

<sup>1</sup> - يمكن الرجوع في هذا الصدد إلى : - علي إبراهيم الخضر (2010) ، مرجع سبق ذكره، ص 117.

19- قياس كفاءة الاستثمارات ومديري محاف الأوراق المالية من خلال مقارنة أداء الاستثمارات بالنتائج التي تتحقق في سوق الأوراق المالية.

20- تساعد المؤشرات في إجراء دراسات مالية عن تطور الأسواق المالية والتعاملات الحاصلة بها ، وهذا ما يفيد في اسشراف المستقبل.

## المحاضرة (11) : نماذج عن مؤشرات البورصات العالمية

### 1. رؤية شاملة عن مؤشرات البورصات العالمية:

عرفت التعاملات بالأوراق المالية في العالم تطورات ملحوظة، من خلال تحديث وسائل العمل في البورصات العالمية من خلال الوسائط التكنولوجيات وأنظمة المعلومات الحديثة. وأصبح التعامل الإلكتروني بالمؤشرات ميزة عرفتها كل البورصات. وتعددت هذه المؤشرات والتي تمثل قطاعات اقتصادية مختلفة ، وفي هذا الصدد سوف نتطرق إلى أهمها من خلال ما يلي:

أولاً: مؤشر داو جونز الصناعي « Dow Jones » في الولايات المتحدة الأمريكية: يعد مؤشر داو جونز الصناعي أحد أشهر مؤشرات الأسهم في العالم. يتكون المؤشر من ثلاثين (30) من الأسهم ذات القيمة السوقية الكبيرة التي تعمل كمقياس لسوق الأوراق المالية والاقتصاد في الولايات المتحدة. تم إنشاء المؤشر منذ عام 1896 ويستمر في لعب أدوار مهمة كمخزون عالمي ، وهو مؤشر رئيسي للاقتصاد الأمريكي. يتبعه المستثمرون على نطاق واسع.<sup>1</sup>

ثانياً: مؤشر "ناسداك المركب" « The NASDAQ Composite Index » : هو مؤشر مرجح للقيمة السوقية يرمز له بـ « NASDAQ Composite Index (COMP) » يصدر عن بورصة "ناسداك-NASDAQ" جاءت تسميتها من اختصار « National Association of Securities Dealers Automated Quotations system » . وهي أول بورصة إلكترونية تعمل على أساس الشاشات الإلكترونية في الولايات المتحدة الأمريكية. أنشئت سنة 1971. يضم المؤشر أكثر من 3000 من الأسهم المدرجة في سوق الأوراق المالية في ناسداك. تشمل

<sup>1</sup> - Eric C. Lin (2018) , THE EFFECT OF DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE INDEX COMPONENT CHANGES ON STOCK RETURNS AND TRADING VOLUMES, The International Journal of Business and Finance Research, Vol12, N°1, p81.

أنواع الأوراق المالية في المؤشر إيصالات الإيداع الأمريكية (ADRs) والأسهم العادية وصناديق الاستثمار العقاري (REITs). يشمل المؤشر جميع الأسهم المدرجة في بورصة ناسداك.<sup>1</sup>

ثالثًا: مؤشر « Financial Times » ويرمز له بـ **FTSE 100 Index** في بريطانيا: وهو أحد مؤشرات أسعار الأسهم الصادرة عن Financial Times ، والذي أنشئ في 30 ديسمبر سنة 1983. في بورصة لندن. وهو مؤشر لأسعار الأسهم بناءً على متوسط 100 ورقة مالية ويعطي أفضل مؤشر على الحركات اليومية. ويطلق عليه بصفة غير رسمية إسم "فوتسي" Footsie".<sup>2</sup>

ثالثًا: مؤشر **CAC 40** في فرنسا: هو مؤشر مرجح للقيمة السوقية للتداول الحر ويعكس أداء أكبر 40 من الأسهم المتداولة و المدرجة في سوق الأوراق المالية في باريس ، ويعتبر المؤشر الأكثر استخدامًا فرنسا.<sup>3</sup>

رابعًا: مؤشر "داكس **DAX 30**" في ألمانيا: هو مؤشر مرجعي لسوق الأسهم الألمانية. يقيس أداء أسهم أكبر (30) شركة ألمانية وأكثرها سيولة من حيث القيمة السوقية ، وبالتالي فهو مؤشر راسخ لأداء الاقتصاد الألماني ككل. بالإضافة إلى ذلك ، يتم استخدام المؤشر بشكل متكرر كأداة أساسية للمشتقات والمنتجات المهيكلة. وتمثل الأسهم الثلاثين الواردة في **DAX** حوالي 80 في المائة من القيمة السوقية المدرجة في ألمانيا.<sup>4</sup> هو مؤشر السوق المالي الألماني والمعروف تحت مسمى : « Deutscher Aktienindex » أو مؤشر "الأسهم الألماني" . وهذا المؤشر يعبر عن حالة السوق المالي الألماني

<sup>1</sup> - Prableen Bajpai (2021) , What is the Nasdaq Composite, and What Companies are in It? , Published in : <https://www.nasdaq.com/articles/what-is-the-nasdaq-composite-and-what-companies-are-in-it-2021-05-12> , Viewed on the date : 21/12/2021

<sup>2</sup> - Collins English Dictionary (2021), Financial Times Stock Exchange 100 Index, Harper Collins Publishers, Published in : <https://www.collinsdictionary.com/dictionary/english/financial-times-stock-exchange-100-index> , Viewed on the date : 21/12/2021

<sup>3</sup> - Euronext (2020), CAC 40 , publier sur [https://live.euronext.com/sites/default/files/documentation/index-factsheets/CAC%2040\\_20201231\\_0.pdf](https://live.euronext.com/sites/default/files/documentation/index-factsheets/CAC%2040_20201231_0.pdf)., consulter le : 21/12/2021

<sup>4</sup> - Deutsche Borse Group (2018), The DAX index universe, Deutsche Börse AG 60485 Frankfurt/Main Germany, p06.

والاقتصاد ككل ، يتم تداوله في بورصة "فرانكفورت الألمانية" ، وهي تأتي في المركز العاشر كأكبر بورصة في العالم. بدأ تداول مؤشر "داكس" بقيمة 1000 نقطة لأول مرة في 30 ديسمبر 1987.

خامسا: مؤشر نيكاي في اليابان « The Nikkei Stock Average (Nikkei 225) » : وهو مؤشر يستخدم بشكل رئيسي للأسهم اليابانية. في بورصة طوكيو وأوساكا. تم إنشاؤه سنة 1950. ونظراً للطبيعة البارزة للمؤشر ، فقد تم إنشاء العديد من المنتجات المالية المرتبطة به ، والتي يتم تداولها في جميع أنحاء العالم بينما تم استخدام المؤشر بشكل كافٍ كمؤشر لحركة أسواق الأسهم اليابانية. ويتكون من 225 سهمًا.

سادسا : نماذج عن مؤشرات البورصات العربية: عرفت ساحة الأسواق المالية العربية نشاط العديد من البورصات العربية تتفاوت في التعاملات المالية، وحسب التقرير السنوي لصندوق النقد العربي لسنة 2021 فإن أهم البورصات العربية التي تشهد تعاملات مالية وإبرام للعقود والصفقات وكذلك قيمة تداول مرتفعة فإن السوق المالي السعودي وسوق أبو ظبي للأوراق المالية و سوق دبي المالي تأتي في المراتب الأولى.<sup>1</sup> كما يوضحه الجدول الموالي:

#### الجدول رقم (02) : أداء عينة من الأسواق المالية العربية لسنة 2021

السوق	القيمة المتداولة (مليون \$)	الأسهم المتداولة (مليون)	رسملة السوق (مليون \$)	عدد العقود
سوق المال السعودي	80,095.40	9,369.71	2,544,240.00	1699020
سوق أبوظبي للأوراق المالية	86,569.30	52,530.00	441,242.00	1180350
سوق دبي المالي	18,509.10	47,611.00	111,115.00	839347

مصدر: صندوق النقد العربي (AMF) (2021)، أداء الأسواق المالية العربية -الأداء السنوي-، منشور على : [https://www.amf.org.ae/ar/amdb\\_performance/yearly](https://www.amf.org.ae/ar/amdb_performance/yearly) ، تم الإطلاع عليه بتاريخ: 2021/12/21

<sup>1</sup> - صندوق النقد العربي (AMF) (2021)، أداء الأسواق المالية العربية -الأداء السنوي-، منشور على :

[https://www.amf.org.ae/ar/amdb\\_performance/yearly](https://www.amf.org.ae/ar/amdb_performance/yearly) ، تم الإطلاع عليه بتاريخ: 2021/12/21.

وعرفت هذه الأسواق تعاملات بمؤشرات خاصة بها تتمثل في :

● **مؤشر سوق المال السعودي (TASI) :** تعد سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية من أكبر الأسواق المالية في المناطق العربية وأكثرها سيولة، ويتركز توظيف الأصول المالية في قطاع البنوك و الإتصالات والصناعات التحويلية البتروكيماوية. يتضمن مؤشر السوق المالي السعودي 15 قطاعاً، و ارتفعت وتيرة عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم إلى 146 شركة ويتم اختيارها على أساس القيمة السوقية وحجم التداول لهذه الشركات<sup>1</sup>.

● **مؤشر أبو ظبي للأوراق المالية (ADI) :** هو مؤشر عام ، مرجح للقيمة السوقية الحرة للأسهم المدرجة في سوق أبوظبي للأوراق المالية. لكي تكون الأسهم عضواً في المؤشر، يجب أن يكون لها خمسة أيام تداول منذ أن تم إدراجها. بدأ المؤشر بقيمة أساسية قدرها 1000. مع اعلم أن سوق الأوراق المالية في أبوظبي بالإمارات العربية المتحدة . تأسس سنة 2000، يضم السوق قائمة من الشركة المدرجة فيه والمقدمة من هيئة الإمارات للأوراق المالية والسلع (SCA)، تضم 73 شركة في 4 قطاعات.

● **مؤشر دبي المالي (DFMGI): Abu Dhabi Securities Market General Index** هو مؤشر عام في سوق دبي المالي هو أهم سوق للأوراق المالية في دبي و أهم بورصة في الإمارات مع سوق أبوظبي للأوراق المالية. افتتح في 26 مارس 2000. يضم 176 شركة مدرجة فيه منها 50 شركة إلى جانب عدة أدوات دين و صناديق إستثمارية.

<sup>1</sup> - Ghassan, Hassan B. and Alhajhoj, Hassan R (2012),Effect of Capital Market Liberalization on Volatility of TASI, Journal of Development and Economic Policies, 14(2):7-39, pp 9-10.

## 2. رؤية تفصيلية وتحليلية عن عينة من مؤشرات البورصات العالمية:

من بين أهم المؤشرات على سبيل المثال لا الحصر: مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (Dow Jones Industrial Average (DJIA) في الولايات المتحدة الأمريكية . و مؤشر الأداء المرجح لبورصة فرنسا CAC 40

### أولاً: مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (Dow Jones Industrial Average (DJIA)

يعد هذا المؤشر من أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً ، في الولايات المتحدة الأمريكية إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت سنة 1884م، وذلك بإسم الشخص الذي صممه وهو "تشارلز داو - Charles Dow" الذي أصبح بعد ذلك محرراً لتلك الصحيفة. وقام المؤشر في بادئ الأمر من عينة مكونة من تسعة (09) أسهم لتسع شركات في ميدان الصناعة. م بعد ذلك ارتفع حجم العينة إلى 12 سهماً، في سنة 1898، ثم إلى 20 سهماً سنة 1916، ليترفع إلى 30 سهماً سنة 1928، أي 30 شركة في ميدان الصناعة والتي تتميز بارتفاع قيمتها السوقية في الولايات المتحدة الأمريكية والعراق والضخامة وعدد المساهمين . ومنذ ذلك الوقت لم يتغير حجم العينة لهذا المؤشر . ويتم حساب قيمة المؤشر عن طريق متوسط أسعار أسهم هذه الشركات. وتغير قيمة المؤشر بالإرتفاع فهذا يدل على أن القيمة السوقية لمتوسط أسعار الأسهم لـ 30 شركة قد ارتفعت.<sup>1</sup>

ويتم حساب قيمة مؤشر وفق المعادلة التالية:<sup>2</sup>

$$DJIA_t = \frac{1}{d_t} \sum_i P_{i,t} .$$

حيث:  $P_{i,t}$  يمثل سعر سهم الشركة  $i$  خلال الزمن  $t$ .

<sup>1</sup> - محمد عبد الله شاهين محمد (2018)، مرجع سبق ذكره، ص36.

<sup>2</sup> - John B. Shoven, Clemens Sialm (2000), The Dow Jones Industrial Average: The Impact of Fixing Its Flaws, Journal of Wealth Management, p02.

ويتم إعطاء المقسوم عليه بواسطة « Divisor » dt ويساوي في الأصل عدد الشركات في المتوسط، يتغير المقسوم عليه في كل مرة يدفع أرباحًا كبيرة للأسهم وفي كل مرة يتم تعديل تكوين المؤشر. ففي بداية مؤشر « Dow Jones » كان يُحسب بقسمة قيمة اسعار أسهم الشركات على عددها الثلاثين (30)، لكن وبعد ملاحظة أن بعض الأسهم تغطي على أسهم أخرى في حالة ارتفاعها ، فتم الإستعانة بالمقسوم عليه سالف الذكر.

وفيما يلي أهم الشركات المكونة لمؤشر « Dow Jones » موضحة في الجدول الموالي:

الجدول رقم (03): الشركات ( 30 ) المكونة لمؤشر « Dow Jones » الأمريكي.

Entreprise	Secteur
3M	chimie, électronique et entretien
Alcoa	aluminium
American Express	services financiers
AT&T	télécommunications
Bank of America Corp.	banque, services financiers
Boeing	aéronautique et aérospatiale
Caterpillar Inc.	matériel de chantiers
Chevron Corp.	<b>pétrole</b>
Cisco Systems	réseautique
Coca-Cola Compagny	boisson, agroalimentaire
DuPont	chimie
Exxon Mobil Corp.	pétrole
General Electric	électronique, services financiers
Hewlett-Packard	matériel informatique
Home Depot	distribution de matériel de bricolage
Intel Corp.	microprocesseurs
IBM	matériel, logiciel et services informatiques
Johnson & Johnson Corporation	pharmacie
JPMorgan Chase & Co.	services financiers
McDonald's Corporation	restauration rapide
Merck & Co. Inc.	pharmacie
Microsoft	logiciel
Pfizer Inc.	pharmacie
Procter & Gamble	entretien, pharmacie, alimentation
The Travelers Companies	assurance
United Health Group Incorporated	assurance santé
United Technologies	aérospatiale, défense
Verizon	télécommunications
Wal-Mart Stores Inc	grande distribution
Walt Disney Company	divertissement

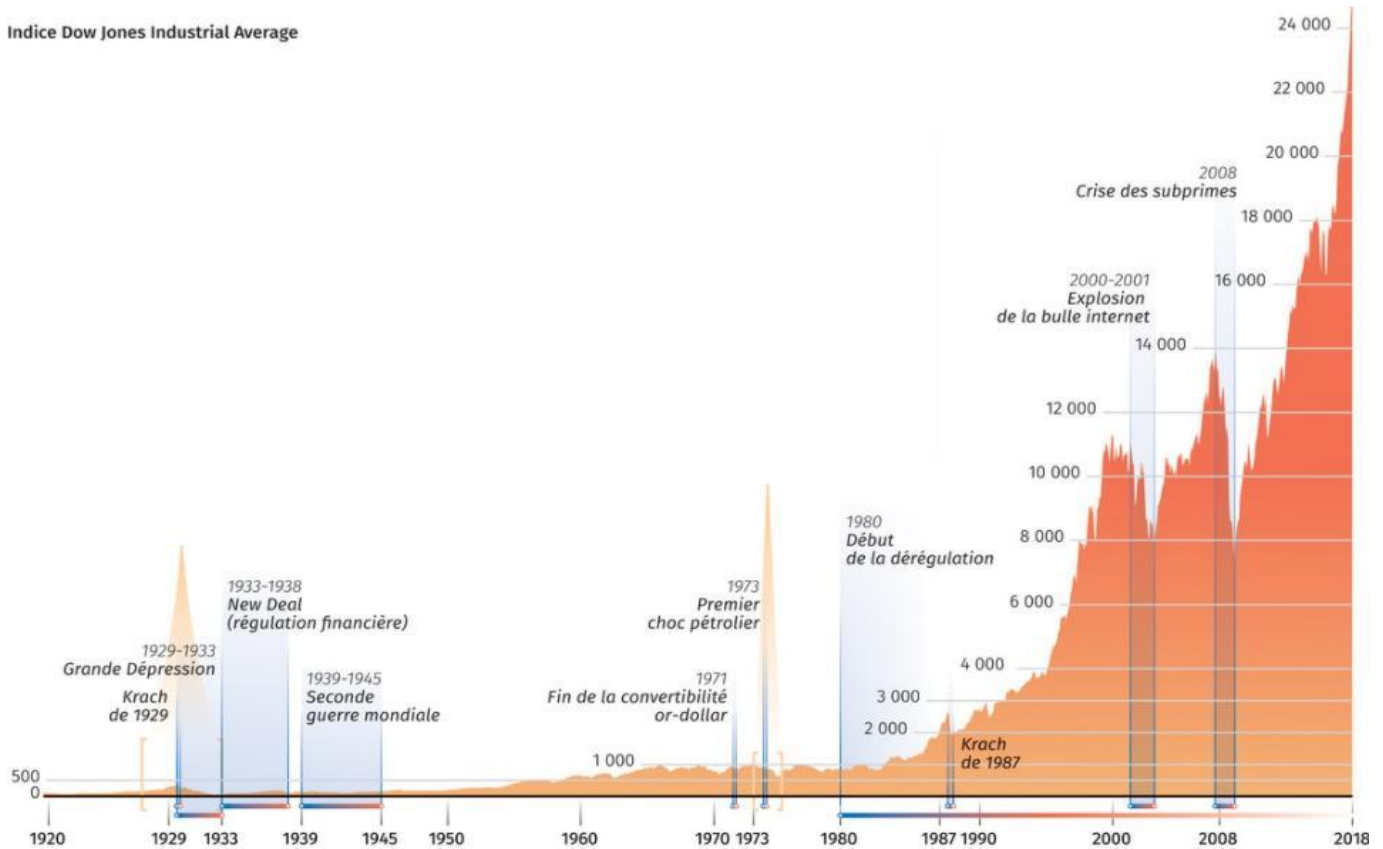
Source : Benoit Rousseau (2013), op. cit.



فكما هو ملاحظ في الجدول أعلاه أن الشركات المكونة لمؤشر « Dow Jones » هي تتمثل في ( 30 ) شركة من أكبر الشركات التي تقود الاقتصاد الأمريكي، وخاصة في القطاع الصناعي ، و كانت أول شركة مشكّلة لمؤشر « Dow Jones » منذ البداية هي شركة « General Electric ».

وعرف مؤشر « Dow Jones » عدة تقلبات عبر الزمن وخاصة في ظل الأزمات الاقتصادية باعتبار أن المؤشر خاص بالقطاع الصناعي، وهو ما يوضحه الشكل البياني الموالي:

الشكل البياني رقم (12) : تطور قيمة مؤشر « Dow Jones » خلال الفترة 1920/2018



Source : SiencesPo (2021), Évolution de l'indice Dow Jones de la Bourse de New York, 1920-2018, publier sur : <https://espace-mondial-atlas.sciencespo.fr/fr/rubrique-tentatives-de-regulations/carte-6C08-evolution-de-l-indice-dow-jones-de-la-bourse-de-new-york-1920-2018.html> , consulter le 19/12/2021

من خلال الشكل البياني أعلاه فإن تطور قيمة مؤشر « Dow Jones » منذ سنة 1920 إلى غاية 2018، والذي مر بعدة تغيرات خاصة في ظل الأزمات الاقتصادية أي يلاحظ

تأثر قيمة أسهم الشركات المكونة للمؤشر ، فكانت البداية بالأزمة الاقتصادية لسنة 1929 والتي تعرف بأزمة الكساد العالمي أين انخفضت قيمة المؤشر ما بين سنة 1929 و 1933. ثم نشوب الحرب العالمية الثانية (1939/1945)، حيث في هذه الفترات لوحظ انخفاض قيمة المؤشر وهو ما يدل على تأثير القطاع الصناعي الأمريكي في هذه الفترة . وبعد ذلك عرف المؤشر انتعاشا إلى غاية الأزمة البترولية الأولى لسنة 1973 والتي امتدت بداية من 01 جانفي 1972 إلى غاية 31 ديسمبر 1975 جراء الحظر النفطي<sup>1</sup> المطبق من طرف دول أوبك Opec حيث ارتفعت أسعار النفط المعدلة من 25.97 دولارًا في عام 1973 إلى 46.63 دولارًا في عام 1974 وبالتالي كان له أثر بالغ على القطاع الصناعي.

بينما تأثر مؤشر « Dow Jones » بأزمة سنة 1987 والتي بدأت جذورها في نهاية عام 1979، حيث قرر للبنك المركزي الأمريكي رفع أسعار الفائدة بشكل عنيف لمحاربة التضخم الذي بلغ في المتوسط 13.5% بمعدل سنوي عام 1980، لترتفع أسعار الفائدة قصيرة الأجل إلى 19%. حيث وصلت أسعار الفائدة الحقيقية إلى مستويات غير مسبقة، وصل معدل التضخم في عام 1983 إلى 3.2% فقط. لكن تسببت أسعار الفائدة الحقيقية في تدفق رأس

---

<sup>1</sup> - الحظر النفطي « The OPEC oil embargo » : كان حظر أوبك النفطي بداية من أكتوبر 1973 حيث توقفت 12 دولة التي تشكل أوبك عن بيع النفط إلى الولايات المتحدة، حيث أدى الحظر إلى ارتفاع أسعار النفط. بين 1973-1974 و تضاعفت الأسعار أكثر من أربعة أضعاف. ساهم الحظر في الركود التضخمي. ومن أهم الدول التي كانت السبابة لهذا الحظر هي : السعودية ، الجزائر ، ليبيا إلخ وكانت السبب الرئيسي وراء هذا الحظر يتمثل في استخدام دول أوبك النفط كسلاح لمعاقبة الغرب على دعم إسرائيل في الحرب العربية الإسرائيلية، وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية ، وكانت هذه القرارات توصي بالحظر ضد الدول الموالية لإسرائيل وخفض الصادرات لها ومن الأسباب الثانوية هي قرار "الرئيس ريتشارد نيكسون" إخراج الولايات المتحدة من المعيار الذهبي. ونتيجة لذلك ، لم تعد الدول قادرة على استرداد الدولار من احتياطياتها من العملات الأجنبية مقابل الذهب. بهذا الإجراء ، خالف نيكسون اتفاقية "بريتون وودز" لعام 1944. وأدت حركته إلى ارتفاع أسعار الذهب. ويكشف تاريخ المعيار الذهبي أن هذا أمر لا مفر منه. لكن تصرف نيكسون كان مفاجئًا وغير متوقع لدرجة أنه أدى أيضًا إلى انخفاض قيمة الدولار وأضر انخفاض قيمة الدولار بدول أوبك. الذين يعتمدون على البترودولار في عائداتهم الحكومية. و تم تسعير عقودهم النفطية بالدولار الأمريكي. وهذا يعني أن عائداتهم انخفضت مع انخفاض الدولار. وبقيت تكلفة الواردات المقومة بعملة أخرى على حالها أو ارتفعت. حتى أن أوبك فكرت في تسعير النفط بالذهب ، بدلاً من الدولار ، للحفاظ على الإيرادات من الاختفاء.

المال إلى الولايات المتحدة ، وأثر ذلك في إحداث تقلبات حادة في أسعار الدولار استمرت حتى منتصف الثمانينات.

ويتولى تأثر مؤشر « Dow jones » من خلال الأزمة المالية العالمية لسنة 2008، أين سجل هبوطا كبيرا في قيم اسهم الشركات المشككة لهذا المؤشر مثلما يوضحه الشكل البياني رقم (13): الشكل البياني رقم (13): هبوط مؤشر "داو جونز متأثرا بأزمة الرهن العقاري « Subprimes » سنة 2008.



**Source :** Benoist Rousseau (2013) , Histoire, composition et trading de l'indice Dow-Jones, <https://www.andlil.com/indice-dow-jones-30-histoire-composition-et-trading-de-lindice-dow-jones-98086.html>, consulter le 20/12/2021

وكان تأثر مؤشر « Dow jones » بتداعيات الأزمة المالية لسنة 2008 بالغا الأهمية ، حيث في عام 2007 ، وصل مؤشر داو جونز إلى أعلى قيمة تاريخية له عند 14198.10 نقطة. وتلتها بداية أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة. شهد خلالها مؤشر « Dow jones » انخفاضا مستمرا لمدة 17 شهرا. وهر ذلك جليا في عام 2009 ، حيث وصلت قيمة المؤشر إلى أدنى مستوى تم ملاحظته منذ عام 1997. حيث وصل إلى عتبة 6540 نقطة.

## ثانياً: مؤشر الأداء المرجح لبورصة فرنسا CAC 40 :

مؤشر CAC 40 هو المؤشر الرئيسي لبورصة الأوراق المالية في باريس (فرنسا)، وهو أساس نشط لعقود وخيارات المؤشرات الآجلة. قيمة الأساس هي 1000 نقطة المحددة في 31 ديسمبر 1987. بلغت قيمته مثلاً في 1 يوليو 2014 ما يساوي 4461.12 يورو. كما يعتبر هذا المؤشر من أكبر المؤشرات والأكثر سيولة للأسهم المتداولة في البورصة الأوروبية الرائدة (Euronext) <sup>1</sup> ويتكون من اسعار أربعين ( 40 ) سهماً مدرجاً بشكل مستمر في السوق الأولي من بين مائة (100) شركة تتداول في معظمها في بورصة باريس، وهي جزء من البورصة الأوروبية الرائدة « Euronext » ، وتعكس هذه الشركات ، التي تمثل مختلف فروع النشاط من حيث المبدأ الاتجاه العام في اقتصاد الشركات الفرنسية الكبيرة ويتم مراجعة قائمتهم بانتظام للحفاظ على هذا التمثيل.

يتم احتساب المؤشر ونشره كل 30 ثانية. يتم تعديله يوميًا لإزالة جميع الاختلافات الخارجية (زيادة رأس المال عن طريق تخصيص أو إصدار الأسهم ، وتخفيض رأس المال ، وما إلى ذلك). ويتم إدراج الأوراق المالية في السوق الأولي في بورصة باريس بشكل مستمر ويتم إدارته إلكترونياً بالكامل ، من خلال نظام Super CAC (القائمة المساعدة المستمرة) . وبالتالي يستفيد السوق من شفافية واسعة تميز الأسواق التي تقودها الطلبات . ثم ينتقل تدفق الأوامر من جداول السوق إلى الأرضية سوق التداول ثم يؤدي إلى التفاوض والتنفيذ. <sup>2</sup>

ويتم حساب قيمته وفق العلاقة الرياضية التالية : <sup>3</sup>

<sup>1</sup> - Mihaela Brodocianu (2015), The Analysis of the CAC 40 National Index and of the Euronext 100 PAN-European Index Using Arch Models , 22nd International Economic Conference – IECS 2015 “Economic Prospects in the Context of Growing Global and Regional Interdependencies”, Procedia Economics and Finance n<sup>o</sup>27 ,p549

<sup>2</sup> - Gunther Capelle-Blancar, Séverine Vandelandoit (2000), Relations intrajournalières entre l'indice CAC 40 et les options sur indice Quel est le marché préféré des investisseurs informés?, Annales d'économie et de Statistique,p08.

<sup>3</sup> - Euronext (2015), INDEX RULE BOOK CAC® 40 Performance Weighted Index, Version 15-02, p07.

$$I_t = \frac{\sum_{i=1}^N Q_{i,t} F_{i,t} f_{i,t} C_{i,t} X_{i,t}}{d_t}$$

زمن الحساب :	t
عدد السهم المكونة للمؤشر :	N
عدد أسهم حقوق الملكية i المدرجة في المؤشر في اليوم t :	$Q_{i,t}$
عامل التعويم الحر للأسهم i :	$F_{i,t}$
عامل الحد من حقوق الملكية :	$f_{i,t}$
سعر السهم i عند الزمن t :	$C_{i,t}$
سعر الصرف الحالي عند الزمن t :	$X_{i,t}$
قاسم المؤشر في الزمن t :	$d_t$

وعرف مؤشر «CAC 40» عدة تقلبات عبر الزمن وخاصة في ظل الأزمات الاقتصادية

باعتبار أن المؤشر خاص بنشاطات اقتصادية مختلفة، وهو ما يوضحه الشكل البياني الموالي:

الشكل البياني رقم (14) : تطور مؤشر CAC 40 خلال الفترة 2000/12/20 إلى 2021/12/20



Source : Boursier, CAC 40 , publier sur : <https://www.boursier.com/indices/graphiques/cac-40-FR0003500008.FR.html> , consulter le : 20/12/2021.

من خلال الشكل البياني أعلاه يوضح اهم التطورات التي حصلت على مؤشر CAC 40 بداية من سنة 2000 إلى غاية 2021 ، فهو يتأثر بالتغيرات والأزمات الاقتصادية في العالم. فبعدها كان المؤشر في اوج ارتفاعه سنة 2000 فقد تعرض لهبوط شديد ويرجع المتبعين إلى ما يعرف بـ "فقاعة الإنترنت" <sup>1</sup> « The Internet Bubble » التي بلغت أوجها محققا خسائر معتبرة استمر الوضع إلى غاية بداية سنة 2004. ليعرف انتعاشا بعد ذلك ليبلغ أوجه سنة 2017 محققا مكاسب جد مهمة. ومع مجيء الأزمة المالية لسنة 2008 وتلتها أزمة منطقة اليورو عرف المؤشر هبوطا حادا في تعاملاته . ليعرف بعد ذلك تذبذبا متواصلا على غاية أزمة "جائحة كورونا" « Covid-19 » بداية من سنة 2020 أين تأثر المؤشر بهبوط حاد كذلك.



<sup>1</sup> - "فقاعة الإنترنت" « The Internet Bubble » أو فقاعة التكنولوجيا هي فقاعة مضاربة أثرت على "مخزونات التكنولوجيا" ، أي تلك الموجودة في القطاعات المرتبطة بتكنولوجيا المعلومات والاتصالات السلكية واللاسلكية ، في أسواق الأسهم في نهاية التسعينيات كانت ذروتها في مارس 2000.

## المحور الخامس

### الأسواق المالية الإسلامية.

المحاضرة 12: الأسواق المالية الإسلامية وخصائصها

المحاضرة 13: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية الإسلامية

## تمهيد:

لقد شهد التمويل الإسلامي بعد نهاية القرن العشرين وبداية القرن الواحد والعشرين نهضة حقيقية ، ونمواً متزايداً ، فعلى الرغم من أن المنتجات المالية الإسلامية كانت محدودة إلى حد كبير إلا أنها شهدت تطوراً كبيراً . وقد تجسد ذلك في مؤشرات مهمة تمثلت في إنشاء عدد كبير من المصارف الإسلامية ، وشركات التأمين الإسلامية (التأمين التكافلي/التعاوني) ، وصناديق الاستثمار الإسلامية... الخ. وهذا ما كان دعماً كبيراً وتسهيلاً لإنشاء الأسواق المالية الإسلامية وانتشار التعامل بالأدوات المالية الإسلامية المدرجة فيها.

وفي هذا الصدد تعتبر السوق المالية الإسلامية تطوراً جلياً للمعاملات المالية الإسلامية عبر ابتكار طرق تختلف عن التمويلات الأخرى سالفة الذكر. وترتكز على الشريعة الإسلامية في معاملاتها، ولها أدواتها وتقنيات التعامل الخاصة بها. والمؤشرات الإحصائية تبين جلياً هذا التطور من خلال بلوغ إجمالي الإصدار العالمي من الصكوك الإسلامية 123.15 مليار دولار أمريكي في عام 2018. ليرتفع إلى - 139.8 مليار دولار سنة 2020، ويُتوقع ارتفاع متزايد بنسبة 10 إلى 12 % سنوياً في المستقبل.

ومن التطورات المثيرة للانتباه هي الإهتمام المتزايد بإصدار صكوك الإستثمار المسؤول اجتماعياً « Socially Responsible Investment » ، والصكوك الخضراء « Green Sukuk » لدعم تمويل المشاريع الصغيرة والمتوسطة ، وإصدار الصكوك من خلال تقنية سلسلة الكتل « blockchain »<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - عبد الكريم أحمد قندوز ، سفيان حمده قعلول (2020)، الصناعة المالية الإسلامية بدول المغرب العربي : الواقع والتحديات والآفاق ، صندوق النقد العربي، أبو ظبي ، الإمارات العربية المتحدة، ص17.



## المحاضرة 12: الأسواق المالية الإسلامية وخصائصها

### 1. تعريف السوق المالية الإسلامية:

لقد تطرقت مختلف الهيئات والباحثين المتخصصين في التعاملات المالية الإسلامية إلى تعريف الأسواق المالية الإسلامية ، والتي نوجز بعضها فيما يلي:

أكدت هيئة الأوراق المالية الماليزية على أنه يشير السوق المالي الإسلامي إلى السوق الذي تتم فيه أنشطة مالية بطرق لا تتعارض مع الشريعة الإسلامية. و أنه يشمل كل المعاملات الخالية من أي ارتباط بأنشطة وعناصر يحرمها الإسلام مثل الربا والقمار والغرر، و لا يقتصر المستثمرون في أدوات أسواق رأس المال الإسلامية بالضرورة على المسلمين بل هي مفتوحة لكل المستثمرين.<sup>1</sup>

ومن جانب آخر فإن السوق المالية الإسلامية هي فرصة مهمة لكل مستثمر مسلم ، تمكنه من تقليل خسائره و مخاطره وزيادة عائداته ، من خلال تنويع محفظته المالية واختيار الأدوات الأقوى والأكثر نجاعة ومشروعية. كما تمثل محطة هامة لإعادة تنقية وضخ الأموال الحلال ، وتمويل المشروعات البناءة والناجحة، مما يؤدي إلى زيادة معدل النمو الاقتصادي من خلال زيادة إنتاج الطيبات في المجتمع.<sup>2</sup>

كما يمكن تعريف السوق المالية الإسلامية على أنها إحدى أجهزة الوساطة المالية الهامة في الاقتصاديات المعاصرة ، التي توفر للمستثمر الضمان والسيولة والربحية ، والتوازن بين هذه الأهداف هي طموح أي مستثمر ، ولذا اهتم الباحثين في الاقتصاد الإسلامي بهذه الأسواق

<sup>1</sup> - Securities Commission ( 2001), Capital market masterplan Malaysia, Kuala Lumpur Malaysia, p41.

<sup>2</sup> - كمال خطاب (2005)، نحو سوق مالية إسلامية ، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر الدولي الثالث حول الاقتصاد الإسلامي ، المملكة

العربية السعودية، ص02.

من خلال استحداث أدوات متوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية ، لكي يتسنى للجمهور الاستفادة من فوائدها.<sup>1</sup>

وأضافت على ذلك منظمة التعاون الإسلامي أن السوق المالية الإسلامية تتكون من ثلاثة أقسام رئيسية هي:<sup>2</sup>

- سوق الأسهم الإسلامية
- سوق الصكوك الإسلامية.
- سوق صناديق الإستثمار الإسلامية.

## 2. ضوابط وشروط إقامة سوق مالية إسلامية :

إن السوق المالي الإسلامي يتم التعامل فيه وفق ضوابط لا تخرج عن تعاليم الشريعة الإسلامية من حيث الأدوات المالية الخاصة به ، وطبيعة الشركات المدرجة فيه وكذلك العيد من الضوابط التي نتطرق إليها فيما يلي:<sup>3</sup>

- وجود مكان معلوم للسوق المالي ، ووجود الحرية التامة بين المتعاملين. كما تم الترخيص بالتعامل عن طريق وسائل الإلكترونيات المعروفة من خلال مجمع الفقه الاسلامي.
- أن تكون الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي الإسلامي تتفق مع قاعد الشريعة الإسلامية.

<sup>1</sup> - عبد القادر خداوي مصطفى، بزيرية احمد (2009)، الأدوات المالي الإسلامية بين محدودية التعامل وإمكانيات التطور في السوق المالية الإسلامية، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والصرفية-النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً- المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 06/05 ماي 2009، ص 04.

<sup>2</sup> COMCEC Coordination Office (2016) , Developing Islamic Finance Strategies In the OIC Member Countries , Ankara, Turkey, March 2016, p.21

<sup>3</sup> - يمكن الرجوع في هذا الصدد إلى :

- بوعكاز نوال (2021)، التحول في التمويل الإسلامي -دراسة قياسية على السوق المالية الإسلامية الماليزية- ، أطروحة دكتوراه، جامعة سطيف السنة الجامعية 2021/2020، ص115.

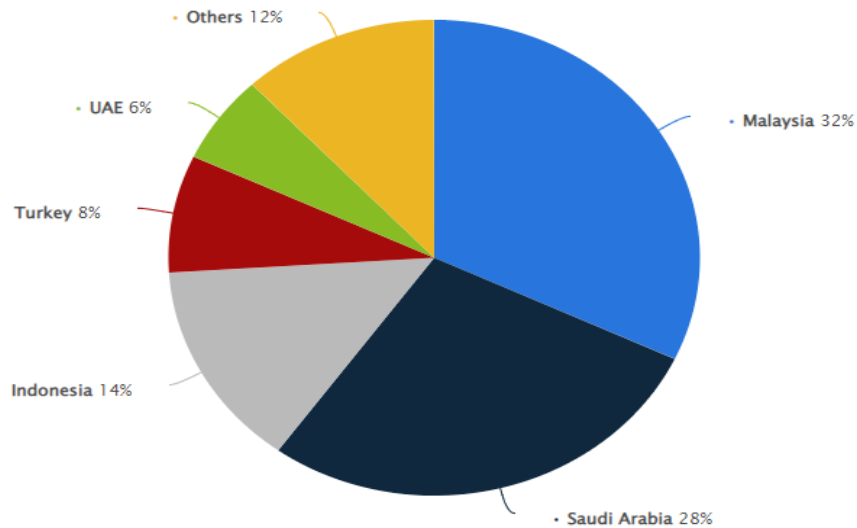
- شافية كتاف (201)، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية-دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية- أطروحة دكتوراه ، جامعة سطيف، السنة الجامعية 2014/2013، ص28.

- وجود المنافسة الحرة العادلة وتحديد الأسعار بناء على العرض والطلب.
- عدم السماح للمضاربين في تجاوز الدور الاقتصادي لهم ، وان تصبح غاية في ذاتها.
- أن تكون عمليات السوق خالية من المحظورات الشرعية.
- خضوع السوق المالية لهيئة رقابة شرعية.
- ضرورة أن تكون السوق المالية الإسلامية ذات كفاءة عالية بما يحقق المصالح المجودة.

### 3. تعاظم دور وأهمية السوق المالية الإسلامية في العالم:

لقد عرفت أسواق المال الإسلامية تعاظما وتطورا كبيرا في الآونة الأخيرة في اقسامها الرئيسية : سوق السهم ، وسوق الصكوك الإسلامية وسوق صناديق الاستثمار الإسلامية . بحيث عرفت الأصول المالية الإسلامية ارتفاعا من سنة لأخرى واتسعت قائمة الدول المصدر لأهم الأدوات المالية الإسلامية ، ألا وهي الصكوك الإسلامية . حيث تتربع ماليزيا على النسبة الأهم من الإصدارات.

الشكل البياني رقم (15) : إصدار الصكوك الإسلامية حسب دول العالم سنة 2020



Source : Statista (2022), Distribution of total sukuk issuance globally 2020, by country, published in : <https://www.statista.com/statistics/1264325/distribution-sukuk-issuance-country-worldwide/> Viewed on : 01/01/2022.

وفي ظل التحديات والظروف العالمية التي شاهدها الأسواق المالية فقد بلغت الإصدارات الجديدة للصكوك 93 مليار دولار أمريكي بمعدل نمو 1,7% في 2018 مقارنة بالعام السابق 2017 والذي بلغ 22,8% من حيث الإصدارات الجديدة ويعد عامي 2011 و2012 هم الأكثر من حيث نمو الإصدارات الجديدة للصكوك خلال الفترة من 2005 حتى 2018 حيث بلغ معدل النمو 88,8% و56,4% على التوالي، وتُظهر إحصائيات المركز المالي الإسلامي الدولي بماليزيا MIFC أن الإصدارات العالمية للصكوك حتى نهاية عام 2019 تصل إلى 157.8 مليار دولار<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup>- أحمد شوقي سليمان (2020)، دراسة تحليلية لمعدلات ومؤشرات نمو الصكوك ودورها في دعم أسواق المال الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 103، ص40.

## المحاضرة 13: الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية الإسلامية

عند الكلام على الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي الإسلامي فذلك يقودنا إلى تلك الأدوات التي تتوافق مع تعاليم الشريعة الإسلامية والتي تنبذ التعامل بالربا والغرر وكل ما هو محرم. وتكرس البديل ألا وهو الربح. وتنقسم أهم الأدوات المالية المتداولة في السوق المالي الإسلامي إلى قسمين أساسيين هما: أدوات الملكية (الأسهم) و الصكوك الإسلامية.

**1. أدوات الملكية (الأسهم) :** والتي تتمثل في الأسهم وهي مجازة شرعا في التعامل ، وأهم أنواع الأسهم ما تطرقنا إليه سابقا. لكن يضاف على ذلك ضوابط تتعلق بالشريعة الإسلامية فيما يخص الإكتتاب وتداول الأسهم. "ونأخذ كمثال لا الحصر" ما جاءت به الهيئة الشرعية لسوق دبي الإسلامي<sup>1</sup> والتي حددت معيار اصطلاح عليه بـ "معيار إصدار وتملك وتداول الأسهم" والذي ينطوي على محاور يجب الأخذ بها حتى يندرج اكتتاب وتملك وتداول اسهم شركة ما في إطار الشريعة الإسلامية كما يلي:<sup>2</sup>

- **المحور الأول: ضوابط تملك أسهم الشركات:** حيث يجيز هذا المحور تملك أسهم الشركات، سواء أكان بالإكتتاب فيها، أو بشراء أسهمها ، أوللاستثمار أو للمتاجرة بشرط مشروعية نشاطها ونظام سيرها وتوافقه مع أحكام الشريعة الإسلامية.
- **المحور الثاني: الإكتتاب أو التملك لأسهم الشركات المختلفة:** يحرم تملك وتداول أسهم الشركات ، التي تختلط تعاملاتها بالربا ولو كان غرضها ونشاطها الأساسي مشروعين.

<sup>1</sup> - سوق دبي المالي أول سوق مالي متوافق مع أحكام الشريعة الإسلامية على المستوى الإقليمي و العالمي وذلك منذ العام 2007، بما يتيح

للمستثمرين من كافة أنحاء العالم الاستثمار في الأوراق المالية المدرجة بالسوق وفق معايير وضوابط الشريعة الإسلامية .

<sup>2</sup> - هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لسوق دبي الإسلامي (2018)، معايير سوق دبي المالي المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية -المعيار رقم

1 : للإصدار وتملك وتداول الأسهم، دبي ، الإمارات العربية المتحدة.

- المحور الثالث: ضوابط تداول أسهم الشركات: حيث يجب ان تستوفي عملية تداول أسهم أي شركة أهم الضوابط التي تضعها الهيئة الشرعية للتعاملات المالية في السوق المالي الإسلامي.
- المحور الرابع : المساهمة في الشركات غير المستوفية للضوابط الشرعية بقصد تحويلها، أو تصحيح مسارها شرعاً: حيث يجوز شرعاً تملك أسهم الشركة التي لا تتوافر فيها جميع الضوابط الشرعية أو بعضها، إذا كان ذلك بقصد تحويلها إلى شركة تلتزم بالضوابط الشرعية . كما يجب التخلص من العائد المحرم خلال فترة التحويل، والذي يتضمن الفوائد والدخل من الأنشطة والعقود المحرمة.
- المحور الخامس: استبعاد الدخل المحرم: حيث يفوض على الشركات التي تريد الدخول في التداول داخل السوق المالي الإسلامي ضرورة استبعاد أي دخل تستفيد منه بشكل محرم.
- المحور السادس: التعاملات الممنوعة في تملك وتداول الأسهم: حيث تحدد الهيئة الشرعية كل التعاملات الممنوعة بتعاليم الشريعة الإسلامية السمحة لعدم الوقوع فيها من طرف الشركات والمستثمرين في الأسهم.

## 2. الصكوك الإسلامية :

وهي أدوات مالية مبتكرة تنضبط بقواعد الشريعة الإسلامية، وهي تختلف عن الأدوات التقليدية المتعرف عليها في الأسواق المالية. وما يطلق عليه بمصطلح "التصكيك"<sup>1</sup> وينتج عنه أدوات مالية تسمى "الصكوك الإسلامية". والتي لاقت رواجاً كبيراً . في البنوك الإسلامية والأسواق الإسلامية في العالم لما لها من إيجابيات مختلفة وطلب كبير من المتعاملين في مختلف أنحاء العالم لتمويل استثماراتهم. نظراً لكون هذه الصكوك قليلة المخاطر والتأثر بالأزمات المالية.

<sup>1</sup> - التصكيك يقصد به حسب مجمع الفقه الإسلامي: إصدار أوراق مالية قابلة للتداول ، مبنية على مشروع استثمار يدر دخلاً . وأضاف على ذلك مجمع الفقهاء ان تكون هذه الأوراق المالية منضبطة بتعاليم الشريعة الإسلامية. وفق صيغ التمويل الإسلامية.

حيث أصبح يسعى مصدر الصكوك الإسلامية إلى توفير أكثر عوامل النجاح من خلال إصداراتهم وذلك بالتوجه إلى أسواق عالمية ذات سمعة كبيرة، وتاريخ عريق، وحجم تداول ضخم. فعلى سبيل المثال، تستحوذ كل من بورصة إيرلندا (المملوكة لـ « Euronex » ، وبورصة لندن وهونغ كونغ مجتمعاً على حوالي 68% من الصكوك المصدرة بالدولار والمدرجة في أسواق عالمية. وليس غريباً أن نرى هذه البورصات الثلاثة تُصنف من بين أكبر عشر بورصات في العالم من ناحية حجم التداول وقيمة الموارد المالية المعبأة وكذلك من أقدم الأسواق في العالم (حسب جاء في ترتيب الإتحاد العالمي للبورصات <sup>1</sup> « Exchanges of Federation World »

## 1.2. الصكوك الإسلامية... المفهوم الاقتصادي :

مصطلح الصكوك « Sukuk » هو كلمة عربية، وتمثل في شهادة أو وثيقة مالية أو أداة مالية مصاغة للتعامل وفق الشريعة الإسلامية أي لا تنطوي على التعامل بالربا أو سعر الفائدة، وإنما التعامل بها يتلقى ربحاً.<sup>2</sup>

والصكوك الإسلامية كما عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة المالية الإسلامية على أنها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات ، أو في موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص. وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الإكتتاب.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> - حاتم الحبيب غومة (2020)، إدراج الصكوك الإسلامية في البورصات العالمية الأهداف النتائج، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 93 ص75.

<sup>2</sup> - Florent Gusdorf (2019), New Words. Lexique thématique du vocabulaire anglais-français contemporain , Editions Ellipses Marketing S.A ,Paris p 201.

<sup>3</sup> - ممدوح عبد الفتاح أحمد محمد (2015)، متطلبات إصدار وتداول وإطفاء الصكوك الإسلامية من بيئة الأعمال المصرية، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، العدد الأول (2015)، ص117.

كما يمكن تعريف الصكوك المالية الإسلامية عبارة عن وثيقة بقيمة مالية معينة تصدرها مؤسسة بأسماء من يكتبون فيها مقابل دفع القيمة المحررة بها، وتستثمر حصيلة البيع سواء بنفسها أو بدفعه إلى الغير للاستثمار نيابة عنها، وتعمل على ضمان تداوله ، ويشترك المكتتبون في الصكوك في نتائج هذا الإستثمار حسب الشروط الخاصة بكل إصدار<sup>1</sup>.

### 3.2. أنواع الصكوك الإسلامية المتداولة في الأسواق المالية الإسلامية:

**1.3.2. صكوك المراجعة:** تتمثل في وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتمويل شراء أصل أو سلعة محل المراجعة ، وهذه الأخيرة تصبح ملكا لحملة الصكوك ، والهدف من إصدارها هو تمويل عقد المراجعة كالمعدات والأدوات والأجهزة ، فتقوم المؤسسة المالية بتوقيع العقد مع المشتري نيابة عن حملة الصكوك ، وتستخدم المؤسسة المالية حصيلة الصكوك في تملك الأصل محل المراجعة قبل بيعها بصيغة المراجعة<sup>2</sup>.

وتتميز صكوك المراجعة بخصائص تميزها عن باقي الصكوك والوراق المالية الأخرى المتداولة في السوق المالي ، والتي نوجزها فيما يلي:<sup>3</sup>

21- تم ابتكار صكوك المراجعة بالإعتماد على صيغة المراجعة والذي يعتبر عقد شرعي الذي دلت الأدلة الشرعية على جواز وإقراره.

<sup>1</sup> - شالور وسام (2014)، صكوك المضاربة ودورها في تمويل القطاع الصناعي - تجربة الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات "سبكيم" ، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي ول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية - بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية-يومي 5 و 6 ماي 201 ، المنظم من طرف الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية بالشراكة مع جامعة سطيف -الجزائر- ص01.

<sup>2</sup> - كريمة أبو شعالة ، عز الدين حملة (2018)، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية في السودان (2016/2018) ، مجلة الاقتصاد الاسلامية العدد74، ص35.

<sup>3</sup> - سعود بن ملح العنزي، محمود علي السرطاوي (2012)، صكوك المراجعة ، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية ، المجلد 08، العدد01، ص 221.



22- صكوك المراجعة هي حصص ملكية شائعة في اصل المراجعة ، ولذلك فإنها لا تقبل التجزئة في مواجهة مصدرها.

23- أدوات مهمة لتمويل شراء الأصول، مع توفر المرونة في آجال السداد.

24- إمكانية تحديد الربح عند التعاقد مما يمكن المستثمر من مقارنة العائد المتوقع مع عوائد الأدوات المالية الأخرى.

25- تسري صكوك المراجعة على كالأصول والسلع وذا ما يجعل نطاقه جد واسع.

26- يتوقف صك المراجعة على جدية العميل في السداد ، وهذا النوع من الكوك تنخفض فيه نسبة المخاطرة.

**2.3.2. صكوك المشاركة:** هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لاستخدام حصيلتها في إنشاء مشروع ، أو تطوير مشروع قائم ، أو تمويل نشاط ، ويصبح المشروع أو موجودات النشاط ملكا لحملة الصكوك في حدود حصصهم ، وتدار الصكوك بتعيين أحد الشركاء أو غيرهم لإدارتها<sup>1</sup>.

**3.3.2. صكوك المضاربة:** وهي "أوراق مالية تعرض للاكتتاب على أساس قيام الشركة المصدرة بإدارة العمل على أساس المضاربة فيتمثل عامل المضاربة في المستثمر، ويتمثل مالكو الصكوك في أصحاب رأس المال"<sup>2</sup>.

#### **4.3.2. صكوك الإجارة ... تعريفها وخصائصها:**

هي أوراق مالية محددة المدة، تمثل حصصا شائعة في ملكية منافع أو أعيان مؤجرة ، تخول مالكيها حقوقا ، وتحمله مسؤوليات بمقدار ملكيته<sup>1</sup>.

<sup>1</sup>- شالور وسام (2014)، مرجع سبق ذكره ، ص 06.

<sup>2</sup>- حسين حسين شحاتة، عطية فياض (2001)، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية-البورصة- ، الطبعة الأولى، دار الطباعة والنشر الإسلامية ، القاهرة، ص72.

ومن خلال هذه التعاريف التي توضح معالم صكوك الإجارة تنبثق العديد من الخصائص التي يتميز بها هذا النوع من الصكوك كما يلي:

27- صكوك الإجارة منبثقة من صيغة أو عقد الإجارة المجازة من طرف نصوص شرعية ، واهتمام كبير من طرف العديد من الفقهاء والباحثين الشرعيين.

28- صكوك الإجارة أوراق مالية قابلة للتداول في الأسواق المالية الإسلامية ، وهي أدوات تمويل بالدين لكن تختلف عن السندات التقليدية في كون صكوك الإجارة أنها ملكية موجودات تلبي من يطلب التمويل لكن ليست سندات بل هي نوع خاص من الأسهم .

29- تتميز صكوك الإجارة بمرونة كبيرة فيصدرها المؤجر ومن حق المستأجر ، ويتولى الوسيط بأمر من المؤجر بإصدار والترويج لها في السوق المالي الإسلامي لقاء عائد متفق عليه.

**5.3.2. صكوك الإستصناع:** هي صكوك تطرح في السوق المالي الإسلامي والغرض منها جمع مبلغ من المال لازم لاقتناء معدات وأجهزة صناعية أو إنشاء مبنى للمباشرة في صناعة معينة لمؤسسة معينة. وي طرح بمبلغ يزيد عن المبلغ اللازم لصناعتها، وتمثل حقوق حملة هذا النوع من الصكوك فيما دفعوه ثمنًا لهذه الصكوك إضافة على الربح الذي يمثل الفرق بين تكلفة الصناعة وثمان البيع.<sup>2</sup>

### **6.3.2. صكوك السلم:**

هي وثائق متساوية القيمة يتم إصدارها لتحصيل رأس مال السلم، وتصبح سلعة السلم مملوكة لحملة الصكوك. فهي صكوك مثل سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل والسلعة

<sup>1</sup> - عبد الله بن محمد ، محمد بن إبراهيم السحيباني (2013)، التصكيك في الأسواق المالية -حالة صكوك الإجارة- بحث مدعوم من برنامج المنح البحثية في كرسي سابك لدراسات الأسواق المالية الإسلامية -مشروع رقم 6.12، المملكة العربية السعودية، ص 08.

<sup>2</sup> - كريمة أبو شعالة ، عز الدين حملة (2018)، مرجع سبق ذكره، ص 35.

المؤجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة. والمبيع لا يزال في ذمة البائع بالسلم. لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك، فهي من قبيل الإستثمارات المحتفظ بها حتى تاريخ استحقاقها.<sup>1</sup>



---

<sup>1</sup> - أحمد شوقي سليمان (2020)، مرجع سبق ذكره، ص22.

# قائمة المراجع

## قائمة المراجع:

### 1) المراجع باللغة العربية:

#### • الكتب:

- أحمد محمد السعد (2018)، الأسواق المالية المعاصرة ، دار الكتاب الثقافي للنشر والتوزيع، الأردن.
- أحمد محمد لطفي (2013)، أعمال السمسار في بورصة الأوراق المالية -دراسة فقهية مقارنة- الطبعة الأولى، دار الفكر والقانون للنشر والتوزيع، مصر.
- أحمد نعمه عبد النافعي (2020)، المحاسبة عن المشتقات المالية -الاستثمار في شركات التأمين- دار التعليم الجامعي، الإسكندرية -مصر-
- أشرف مصطفى توفيق (2019)، البورصة ، صناديق الاستثمار ، أسواق رأس المال، وكالة الصحافة العربية للنشر والتوزيع، مصر.
- آل شبيب دريد كامل (2004)، مبادئ الإدارة العامة ، الطبعة الأولى ، دار المناهج ، عمان -الأردن.
- حاكم الربيعي وآخرون ، المشتقات المالية -عقود المستقبلات ، الخيارات ، المبادلات ، الجزء الثالث، دار اليازوري للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن .
- حاكم محسن الربيعي وآخرون (2011) ، المشتقات المالية ، الطبعة الأولى ، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع ، عمان ، الأردن.
- حسني علي حربوش وآخرون (2012)، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات ، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان ، الأردن.
- حسين حسين شحاتة، عطية فياض (2001)، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية-البورصة- ، الطبعة الأولى، دار الطباعة والنشر الإسلامية ، القاهرة.
- حماد، طارق عبد العال (2001)، المشتقات المالية، المفاهيم -، المحاسبة، إدارة المخاطر، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، عين شمس ،مصر،

- خالد أحمد فرحان المشهداني، رائد عبد الخالق عبد الله العبيدي، مدخل إل الأسواق المالية ، دار الأيام للنشر والتوزيع ، عمان -الأردن- 2013.
- خالد عبد الرحمن بن ناصر المهنا (2013) ، المشتقات المالية دراسة فقهية- سابقك، السعودية.
- خالد وهيب الراوي، الأسواق المالية والنقدية ، الطبعة الثانية ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة ، عمان -الأردن- ، 2000.
- دريد كامل آل شبيب (2020)، المالية الدولية ، دار اليازوري العلمية للطباعة والنشر و التوزيع ، عمان ، الأردن.
- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الأولى، دار المسيرة: عمان -الأردن-2011، ص 51-57.
- سرمد كوكب الجميل (2018) ، المدخل إلى الأسواق المالية ، الطبعة الأولى ، شركة دار الأكاديميون للنشر والتوزيع ، عمان الأردن.
- سمير حسن (2005)، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها - دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية، دار المنهل للنشر والتوزيع ، مصر.
- سمير عبد الحميد رضوان (2009)، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والإستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق - دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية-، الطبعة الأولى ، دار النشر للجامعات ، القاهرة ، مصر.
- سمير عبد الحميد رضوان (2015) ، المشتقات المالية، دراسة مقارنة بين النظم الوضعية وأحكام الشريعة الإسلامية ، دار النشر للجامعات، مصر. .
- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير ، الطبعة الأولى، دار الفكر ، عمان الأردن، 2009،
- شريط صلاح الدين (2018) ، أصول صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة ، مصر.
- شقيري نوري موسى (2019)، الأسواق المالية وآليات التداول، دار الكتاب الثقافي للطباعة و النشر والتوزيع، الأردن.
- العارضي، جليل كاظم و العبادي، هاشم فوزي (2012)، الهندسة المالية وآليات تطبيقها تطبّقها بالتركيز على الخيارات المالية، الطبعة الثالثة، دار الوراق ،عمان، الأردن.
- عبد الحافظ سيد بدوي (1999) ، ادارة الاسواق و المؤسسات المالية-نظرة معاصرة- ، دار الفكر العربي، القاهرة، مصر.

- عبد الغفار حنفي, اساسيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية ,دار الجامعة الابراهيمية, الاسكندرية 2055 .
- عبد الفضيل محمد أحمد ، بورصات الأوراق المالية، مكتبة الجلاء الجديد ، مصر، دون سنة نشر.
- عبد القادر أحمد محمد الصباغ (2018)، قيد الأوراق المالية في البورصة -دراسة مقارنة بين النايمين المصري والسعودي، الطبعة الأولى، المركز العربي للنشر والتوزيع، مصر.
- عبد القادر الحمزة (2009)، أساسيات البورصة وقواعد اقتصاديات الاستثمارات المالية ، دار الكتاب الحديث ، القاهرة.
- عبد الكريم قندوز (2017)، الخيارات ، المستقبلات والمشتقات المالية الأخرى ، دار إي-كتب E-Kutub للنشر والتوزيع، لندن، .
- عبد اللطيف مصيطفى ، بن بوزيان محمد (2015)، أساسيات النام المالي واقتصاديات الأسواق المالية، مكتبة حسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع ، لبنان.
- عبد الله الطائي (2015) ، مسؤولية الوسيط المدنية تجاه المستثمر في سوق الأوراق المالية، منشورات زين الحقوقية، بيروت، لبنان.
- عبد الله بن سليمان الجريش (2018)، تداول السهم في السوق المالية -دراسة تأصيلية مقارنة- الطبعة الأولى، مكتبة القانون والاقتصاد للنشر والتوزيع، الرياض ، السعودية.
- عدلي حماد (2012)، موسوعة قوانين سوق المال السعودي، الناشر المؤلف، الطبعة الأولى، جدة، السعودية.
- عصام عبد الهادي ابو النصر (2006) ، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، دار النشر الجامعية، مصر.
- علاء النجار حسنين أحمد (2020)، دور الأسواق المالية في التنمية الاقتصادية للدولة -دراسة تطبيقية- ، دار النشر الجامعي ، الإسكندرية ، مصر.
- علي إبراهيم الخضر (2010) ، إدارة الأعمال الدولية ، مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع ، دمشق سوريا.
- فاطمة سيد عبد القادر حسنين (2017)، المشتقات المالية والأزمات المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة ، مصر.

- فواز صالح حموي، محمد رمضان إسماعيل (2011)، إدارة المؤسسات والأسواق المالية، دار علاء الدين للنشر والتوزيع والطباعة، دمشق، سوريا.
- فيصل محمود الشواورة (2007)، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية - الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- محمد أحمد الجيزاوي (2019)، أسواق الأوراق المالية - وحلل الإدارة الإلكترونية-، الطبعة الأولى، e-Kutub للنشر والتوزيع، لندن، بريطانيا.
- محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية - الأصول العلمية والتحليل الأساسي- الطبعة الأولى، زمزم للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009،
- محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية - الأصول العلمية والتحليل الأساسي- الطبعة الأولى، زمزم للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009، ص 171-178
- محمد شاهين (2017)، تحليل وتقييم محافظ الاوراق المالية، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر.
- محمد عبد الله شاهين محمد (2018)، أسواق المال بين الأرباح والخسائر - العوائد والمخاطر -، دار حميثرا للنشر والترجمة، القاهرة، مصر.
- مصطفى يوسف كافي، تحليل وإدارة بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق - سوريا- 2014..
- منير إبراهيم الهندي (1993)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف للنشر والتوزيع، الإسكندرية، مصر.
- نوال بوعلام سمرد (2021)، البورصة والأسواق المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن.
- الهواري سيد (1985)، الإدارة المالية - الاستثمار والتمويل طويل الأجل - الجزء الأول - دار الجيل للطباعة، مصر.
- وليد صافي، أنس البكري (2010) الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار البداية للنشر والتوزيع، عماد (الأردن).

### ● مقالات في مجلات علمية:

- مفتاح صالح، معارفي فريدة (2009)، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث - العدد 07 - .



- يسرى مهدي حسن، زهرة خضير عباس (2016)، السندات الحكومية ودورها في تمويل الموازنة الاتحادية، مجلة دراسات دولية، العدد 67،
- سمارة طه حساني، هيثم عبد الخالق اسماعيل (2021)، تقييم السندات كأداة لتمويل عجز الموازنة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد 63.
- أركان عبد اللطيف، إيمان عبد الله جاسم (2014)، الأوراق المالية - الأسهم والسندات - مجلة العلوم الإسلامية، 01(22).
- بابان إبراهيم عليوي الجبوري (2012)، الإفصاح الكامل عن المشتقات المالية كأحد أدوات الإستثمار وأثره على ثقة التعاملات مع الشركات، مجلة العلوم الإدارية والاقتصادية، 24(8).
- رافعة إبراهيم عبد الله الحمداني (2021)، التوريق المالي كأداة للتحوط من مخاطر الإعسار المالي لشركات الأعمال، مجلة العلوم المالية والمحاسبية، 01(03).
- مصطفى عبد الغفار عباس خليفة (2019)، عقود خيارات الأسهم في الأسواق المالية دراسة فقهية مقارنة، حولية كلية الدراسات الإسلامية والعربية، المجلد 35، العدد 01، الإسكندرية، مصر.
- أحمد جواد الدهلكي، غضنفر عباس حسين (2021)، تأثير المشتقات المالية في قيمة المنشأة، مجلة العلوم المالية والمحاسبية، 01(03).
- علي عبودي نعمه الجبوري (2015)، توظيف عقود الخيارات المالية المتقدمة لبناء محفظة التحوط، مجلة مركز بابل للدراسات الانسانية، 05 (02).
- عبد الله بن محمد، محمد بن إبراهيم السحيباني (2013)، التصكيك في الأسواق المالية - حالة صكوك الإجارة - بحث مدعوم من برنامج المنح البحثية في كرسي سابق لدراسات الأسواق المالية الإسلامية - مشروع رقم 6.12، المملكة العربية السعودية.
- كريمة أبو شعالة، عز الدين حملة (2018)، دور الصكوك الإسلامية في تنشيط سوق الأوراق المالية في السودان (2018/2016)، مجلة الاقتصاد الإسلامية العالمية العدد 74.
- سعود بن ملوح العنزى، محمود علي السرطاوي (2012)، صكوك المراجعة، المجلة الأردنية في الدراسات الإسلامية، المجلد 08، العدد 01.
- ممدوح عبد الفتاح أحمد محمد (2015)، متطلبات إصدار وتداول وإطفاء الصكوك الإسلامية من بيئة الأعمال المصرية، مجلة الدراسات التجارية المعاصرة، العدد الأول (2015).

- حاتم الحبيب غومة (2020)، إدراج الصكوك الإسلامية في البورصات العالمية الأهداف النتائج، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 93.
- أحمد شوقي سليمان (2020)، دراسة تحليلية لمعدلات ومؤشرات نمو الصكوك ودورها في دعم أسواق المال الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية، العدد 103.

### ● الرسائل والأطروحات الجامعية:

- بوعكاز نوال (2021)، التحوط في التمويل الإسلامي -دراسة قياسية على السوق المالية الإسلامية المليزية- ، أطروحة دكتوراه، جامعة سطيف السنة الجامعية 2021/2020.
- شافية كتاف (201)، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية-دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية- أطروحة دكتوراه ، جامعة سطيف، السنة الجامعية 2014/2013.
- تامر رفاعة (2009)، متطلبات المحاسبة عن المشتقات المالية حسب معايير المحاسبة الدولية وإمكانية تطبيقها في سورية ،رسالة ماجستير، جامعة دمشق، سوريا.

### ● مؤتمرات:

- كمال خطاب (2005)، نحو سوق مالية إسلامية ، مداخلة مقدمة ضمن المؤتمر الدولي الثالث حول الاقتصاد الإسلامي ، المملكة العربية السعودية.
- عبد القادر خداوي مصطفى، بزيرية احمد (2009)، الأدوات المالي الإسلامية بين محدودية التعامل وإمكانات التطور في السوق المالية الإسلامية، مداخلة مقدمة ضمن الملتقى الدولي حول: الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية-النظام المصرفي الإسلامي نموذجاً- المركز الجامعي خميس مليانة، يومي 06/05 ماي 2009.
- شالور وسام (2014)، صكوك المضاربة ودورها في تمويل القطاع الصناعي -تجربة الشركة السعودية العالمية للبتروكيماويات "سبكيم" ، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي ول: منتجات وتطبيقات الإبتكار والهندسة المالية -بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية-يومي 5 و 6 ماي 201، المنظم من طرف الأكاديمية العالمية للبحوث الشرعية بالشراكة مع جامعة سطيف -الجزائر-

### ● مواقع إلكترونية:

- صندوق النقد العربي (AMF) (2021)، أداء الأسواق المالية العربية -الأداء السنوي-، منشور على : [https://www.amf.org.ae/ar/amdb\\_performance/yearly](https://www.amf.org.ae/ar/amdb_performance/yearly) ، تم الإطلاع عليه بتاريخ: 2021/12/21.

## (2) مراجع باللغة الأجنبية:

### • Books :

- Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik ,Christophe Pérignon(2014), Marchés financiers- Gestion de portefeuille, et des risques- 6e édition, DUNOD ,paris.
- Deutsche Borse Group (2018),The DAX index universe, Deutsche Börse AG 60485 Frankfurt/Main Germany.
- Emmanuel Zamble-Bi B (2017) , Comprendre et pratiquer laourse, L'Harmattan,Paris.
- Éric Chardoillet, Marc Salvat, Henri Tournyol du Clos, L'essentiel des marchés financiers , eyrolles, p156-157.
- Euronext (2015), INDEX RULE BOOK CAC® 40 Performance Weighted Index, Version 15-02.
- Florent Gusdorf (2019), New Words. Lexique thématique du vocabulaire anglais-français contemporain , Editions Ellipses Marketing S.A ,Paris
- Francis J, (1986), Investment Analysis and Management p38-4th d-, N.Y.McGraw-Hill
- Frederic S. Mishkin, Apostolos , Serletis (2010), The conomics of money, banking and financial markets, 4th edition, Pearson –USA-
- Gunther Capelle-Blancar, Séverine Vandelanoit (2000),Relations intrajournalières entre l'indice CAC 40 et les options sur indice Quel est le marché préféré des investisseurs informés?, Annales d'économie et de Statistique.
- Hull, John. C, "Options(2015), Futures, and other Derivatives", 9th. Ed Pearson Education, USA.pp11-16.
- James Bradfield (2007), Introduction to the Economics of Financial Markets, Oxford,
- Jaque Teulie, Patrik Topsacalion, Finance, - 2e édition, Vuibert, France, 1997
- Jérémy Morvan(2017), Marchés et instruments financiers, 3e édition, DUNOD, paris.
- Joseph F, Sinkey (1992) , Commrcial bank Financial Manamement , 4th ed,p484.
- National stock change of india limited, (2008), Basics of Financial Markets, Mumbai, India.
- Paul-Jacques Lehmann (2014) , Économie des marchés financiers, 2e édition, de boeck, Belgique.

- Robert Cobbaut, Roland Gillet, Georges Hubner (2015), La gestion de portefeuille, Instruments, stratégie et performance 2e édition, de boeck, Belgique, p18.
- Siddharth and all (2007) , Introduction to Financial Market (Part 01) ,1 st edition, Central Board of Secondary Education, Delhi –India-
- Valdoné Darskuviené (2010), Financial Markets, Vytautas Magnus University.

-

### • **Articles in Scientific journals :**

- Ghassan, Hassan B. and Alhajhoj, Hassan R (2012),Effect of Capital Market Liberalization on Volatility of TASI, Journal of Development and Economic Policies, 14(2):7-39, pp 9-10.
- Fama E. (1970) « Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work » Journal of Finance, Vol.25, No.2.pp. 383-417
- Deng, Rui and Ye, Qiutong and Zhang Wenrui and Chen Si, (2018),"The Impact of the Use of Financial Derivatives on Chinese Listed Banks", European Journal of Accounting, Auditing and Finance Research, Vol.6, No.8.
- Misbahul Islam, Jayanta Chakraborti (2015), FUTURES AND FORWARD CONTRACT AS A ROUTE OF HEDGING THE RISK, Risk governance & control: financial markets & institutions journal / Volume 5, Issue 4
- John B. Shoven, Clemens Sialm (2000),The Dow Jones Industrial Average: The Impact of Fixing Its Flaws, Journal of Wealth Management.
- Eric C. Lin (2018) , THE EFFECT OF DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE INDEX COMPONENT CHANGES ON STOCK RETURNS AND TRADING VOLUMES, The International Journal of Business and Finance Research, Vol12, N°1.

-

### • **Conferences**

- Mihaela Brodocianu (2015), The Analysis of the CAC 40 National Index and of the Euronext 100 PAN-European Index Using Arch Models , 22nd International Economic Conference – IECS 2015 “Economic Prospects in the Context of Growing Global and Regional Interdependencies”, Procedia Economics and Finance n<sup>o</sup>27 .

- **Reports :**

- Securities Commission ( 2001), Capital market masterplan Malaysia, Kuala Lumpur Malaysia
- COMCEC Coordination Office (2016) , Developing Islamic Finance Strategies In the OIC Member Countries , Ankara, Turkey, March 2016.

- **Websites :**

- Prableen Bajpai (2021) , What is the Nasdaq Composite, and What Companies are in It? , Published in : <https://www.nasdaq.com/articles/what-is-the-nasdaq-composite-and-what-companies-are-in-it-2021-05-12> , Viewed on the date : 21/12/2021
- Collins English Dictionary (2021), Financial Times Stock Exchange 100 Index, Harper Collins Publishers, Published in : <https://www.collinsdictionary.com/dictionary/english/financial-times-stock-exchange-100-index> , Viewed on the date : 21/12/2021
- Euronext (2020), CAC 40 , publier sur [https://live.euronext.com/sites/default/files/documentation/index-factsheets/CAC%2040\\_20201231\\_0.pdf](https://live.euronext.com/sites/default/files/documentation/index-factsheets/CAC%2040_20201231_0.pdf)., consulter le : 21/12/2021

