

المحور الأول: مفاهيم أساسية حول الأسواق المالية

المحتويات

4	المحور الأول: مفاهيم أساسية حول الأسواق المالية
5	1.1 مفهوم السوق المالي
6	2.1 أهمية وجود الأسواق المالية
7	3.1 وظائف السوق المالية
7	1.3.1 وظيفة التسعير
8	2.3.1 وظيفة السيولة
8	3.3.1 تنظيم تدفق الأموال
8	4.3.1 تحقيق التدفقات الفعالة
8	4.1 تصنيف الاسواق المالية
9	5.1 هيكل السوق المالية
12	6.1 قواعد وآليات التعامل في سوق رأس المال
12	1.6.1 الأطراف المتدخلة في بورصة الأوراق المالية
16	7.1 التسعير في البورصة وأوامرها
16	1.7.1 التسعير في البورصة
17	2.7.1 أوامر البورصة
18	8.1 العمليات على الاوراق في سوق الاوراق المالية
18	1.8.1 العقود العاجلة Spot Market
20	2.8.1 المعاملات الاجلة Forwad Market

تستند فكرة الأسواق المالية إلى نظرية آدم سميث التي تقول بأن تقسيم العمل يعتمد إلى حد كبير على حجم السوق، وبما أن هناك علاقة وثيقة بين حجم السوق و حجم الإنتاج، فإن هذه العلاقة تنعكس على التطور المالي ومعدل دخل الفرد. وقد مرت فكرة الأسواق المالية في نشوئها بخمس مراحل وهي مرتبطة بالتطور المالي والاقتصادي للدولة، وتتمثل تلك المراحل فيما يلي:

المرحلة الأولى: تميزت بوجود عدد كبير من البنوك الخاصة ومحلات الصرافة، وارتفاع نسبي في المعيشة، وإقبال الأفراد على استثمار مدخراتهم في مشروعات تجارية وزراعية وعقارية، جعلهم يلجؤون إلى الاقتراض من هذه البنوك لتمويل مشروعاتهم.

المرحلة الثانية: تتميز ببداية ظهور بنك مركزي يسيطر على البنوك التجارية بعد أن كانت المرحلة الأولى تتميز بحرية اقتصادية مطلقة، وفي هذه المرحلة تقوم البنوك التجارية بعملها التقليدي ويزداد قبول خصم الكمبيالات وزيادة دورها في الائتمان طبقاً للقواعد التي يصدرها البنك المركزي، وتحاول مد نشاطها خارج الحدود غير أنها لا تستطيع منح قروض إلا لأجل محددة بالرغم من زيادة طلب الأفراد على النقود في هذه المرحلة.

المرحلة الثالثة: وتتميز هذه المرحلة بظهور البنوك المتخصصة في الإقراض المتوسط وطويل الأجل مثل البنوك الصناعية، والبنوك الزراعية، والبنوك العقارية، وبنوك التنمية وبنوك الاستثمار، وكانت هذه البنوك تقوم بإصدار السندات لسد احتياجاتها من الأموال، ولكي تزيد من قدرتها على تمويل المشاريع المختلفة، كما كانت البنوك المركزية تقوم بإصدار سندات الخزنة.

المرحلة الرابعة: وهي مرحلة بداية ظهور الأسواق النقدية المحلية، فزيادة نشاط المصارف وزيادة الطلب على رأس المال لتمويل المشروعات المختلفة من شأنه أن يؤدي إلى الاهتمام بسعر الفائدة للحد من زيادة الطلب على النقود، مما يقتضي زيادة إصدار سندات الخزينة لفترات متوسطة وطويلة الأجل، حيث في هذه المرحلة يزداد سوق الأوراق التجارية وشهادات الإيداع القابلة للتداول، ويعتبر هذا الأمر بداية لاندماج السوق النقدية في السوق المالية وبداية ظهور أسواق ثانوية لتداول هذه الأوراق أي البورصات.

المرحلة الخامسة: هي مرحلة اندماج الأسواق المالية المحلية في الأسواق المالية الدولية، بحيث تساعد كل سوق منها الأخرى من حيث عرض النقود أو الطلب عليها، وتمثل هذه المرحلة حلقة متطورة في نمو النظام المصرفي داخل الدولة وتطور المرافق الاقتصادية العاملة فيها، وقد تحول بعض المؤسسات أو الأسواق المالية المحلية إلى أسواق دولية فتنتقل منها رؤوس الأموال المختلفة وذلك بفضل التقدم التكنولوجي وتطور الاتصالات وزيادة المبادلات بين البلدان المختلفة.

1.1 مفهوم السوق المالي

هناك العديد من التعاريف، والتي اختلفت في العديد من الجوانب واتفقت في جوانب أخرى ومنها نذكر:

- هي سوق مستمرة ثابتة المكان، تقام في مراكز التجارة في مواعيد محددة. في الغالب أن تكون يومية، يجتمع فيها أصحاب رؤوس الأموال ومساعدتهم للتعامل في الأوراق المالية وفقا لنظم ثابتة ولوائح محددة.
- هي الإطار الذي يجمع بين بائعي الأدوات المالية والمشتري لتلك الأدوات وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي تم فيه، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان معروفة في أي لحظة زمنية معينة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيه.
- هي الأماكن التي يتم فيها تدفق الأموال من تلك الوحدات المدخرة إلى الوحدات المستثمرة، حيث تنتقل الأموال من الوحدات التي تقوم بالادخار ولديها فائض مالي وليس لديها فرص استثمارية كافية لاستخدام هذه الأموال إلى الوحدات التي لديها فرص استثمارية، ولكن لا تتوافر لديها الأموال الكافية لاستغلال هذه الفوائض، ويتم ذلك بطرق عديدة تتلاءم مع معتقدات الأفراد وفي إطار السياسة العامة للدولة وما تستهدف تحقيقه من المتغيرات الاقتصادية الأساسية مثل الدخل الوطني ومستوى الأسعار.
- من خلال ما سبق يمكن القول ان الأسواق المالية وسيلة مهمة لجمع المدخرات وذلك لما لها من دور فعال في تمويل الأنشطة الاقتصادية. ويمكن النظر إلى الأسواق المالية من زاويتين أولهما الأدوات المالية المتداولة فيها وعلى أساسها يمكن تقسيمها إلى أسواق النقد وأسواق رأس المال وثانيها كيفية التعامل داخل السوق ويتم على أساسها تقسيمها إلى نوعين هما الأسواق الأولية والأسواق الثانوية.

2.1 أهمية وجود الأسواق المالية

- إن أهمية وجود أسواق مالية في دولة ما تكمن في الحقائق التالية:
- تمويل خطط التنمية الاقتصادية: فالأسواق المالية تعد أهم وسائل الإستثمار وتجميع المدخرات في المجتمع ولمصلحته، والمصارف التجارية لا تستطيع تحمل مخاطر التنمية الاقتصادية التي تستلزم قروضا طويلة الأجل، فوجود سوق مالي من شأنه أن يؤدي إمكانية منح قروض بتكلفة اقل إذا ما قورن ذلك بالإقتراض من الخارج لأجل قصيرة أو متوسطة والذي يكلف الدولة أعباء باهظة خاصة مع إرتفاع أسعار الفوائد عليها؛
- تعبئة المدخرات: ان الدور الرئيس الذي تلعبه السوق المالية يتمثل في المواءمة ما بين وحدات العجز ووحدات الفائض او القطاعات المدخرة التي ترغب استثمار اموالها والقطاعات التي بحاجة الى تلك الاموال، وهي بذلك تعد وسيطا جيدا في تغطية الفجوة التي تعاني منها الكثير من القطاعات والافراد المتمثلة في عدم مقدرة البنوك التجارية على التوسع في الائتمان متوسط والطويل الاجل بالمستوى المطلوب لأسباب مثيرة لعل من ابرها مخاطر التضخم ومخاوف التغيير في هامش سعر الفائدة؛
- العدالة في تحديد الاسعار المناسبة: وذلك من خلال الالتقاء الواسع للطلب والعرض معا، فعملية البيع والشراء تكشف عن السعر الحقيقي للاصول المالية المتداولة، لتوفر شروط السوق الكاملة بها، وتطبيق قانون العرض والطلب دون تلاعب، وبذلك يمكن الوقوف عند الاسعار الحقيقية والقيم النسبية لكل منهما؛
- مخزن للثروة: يظهر دور الاسواق بتوفير اشكال اخرى للاحتفاظ بالثروة متمثلة بجميع الادوات المالية المتعامل بها في تلك الاسواق، على الرغم من ان النقود تتمتع بصفة السيولة التامة لكنها لا تعد افضل مستودع للقيمة او افضل شكل من اشكال الاحتفاظ بالثروة، وعليه تعمل الاسواق المالية بدور مخزن او مستودع للقيمة او الثروة.

- في الوقت نفسه توفر الاسواق المالية الفرصة لأصحاب الثروة المالية بتحويل موجوداتهم من الادوات المالية الى نقود في أي وقت يحتاجون فيه لسيولة اكبر وبسرعة مع انخفاض التكاليف؛
- السوق المالي مؤشر للحالة الاقتصادية: تسهم السوق المالية في تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ، وكذلك فان الاسعار التي يتم التعامل بها تبنى على اساس السعر العام العائد من المبالغ المستثمرة، وبالتالي فان تقلب الاسعار في الاسواق المالية وتواليها مدة من الزمن يسهل معرفة مدى نجاح بعض المشروعات ومدى إخفاقها وبهذا فان السوق المالي تعد البارومتر الذي يقاس به النجاح او الاخفاق ومن ثم يتجه الافراد باموالهم صوب المشروعات الناجحة فيزداد نشاطها؛
 - المساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي: تستطيع الحكومات من خلال تنفيذ سياساتها النقدية والمالية ان تحقق اهداف الاقتصاد الكلي وخصوصا حالة الاستقرار النقدي والمالي، اذ ان وجود مثل هذه الاسواق يساعد في استخدام الادوات غير المباشرة في ادارة السياسة النقدية وعلى وجه الخصوص عمليات السوق المفتوحة، كما تسهم في تحقيق الاستقرار المالي والاقتصادي من خلال التأثير في الإقراض والاقتراض ومعدلات التضخم؛ جذب رؤوس الاموال من الخارج للمشاركة في الشركات المحلية وبالتالي زيادة حركة التنمية.

الشكل رقم 01: اهمية الاسواق المالية



3.1 وظائف السوق المالية

تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في تيسير حصول الفئات ذات العجز المالي على الأموال اللازمة لها من الفئات ذات الفائض المالي، إما بطريق مباشر، أو بطريق غير مباشر؛ كما أن لها وظائف اخرى منها:

1.3.1 وظيفة التسعير

إن المعاملات التي تتم في الأسواق المالية بين المشتري والبائعين للأدوات المالية تحدد سعر الأصل المالي المتداول، حيث يقوم المستثمر في الأسواق المالية بتحديد العائد المطلوب لكل استثمار من الاستثمارات التي ينوي توظيف

أمواله فيها، وعادة ما يتم تحدد هذا العائد المطلوب بناء على درجة المخاطر المرتبطة بالاستثمار، ومن ثم يتم وضع تصور حول السعر بناء على التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة. بالمقابل تعتمد وحدات العجز التي تحتاج إلى تمويل على هذا العائد المطلوب ومقارنته بالعائد المتوقع على الاستثمار النهائي في الأصول الملموسة أو غير الملموسة. إضافة للأهمية الظاهرة لهذه الوظيفة المنجلية في تسعير كل الادوات المتداولة في السوق، هناك أهمية كامنة لهذه الوظيفة تتمثل في التخصيص الأمثل للأموال المتاحة لدى وحدات الفائض في أفضل الاستثمارات المطروحة من قبل وحدات العجز.

2.3.1 وظيفة السيولة

توفر الأسواق المالية فرصة تحويل الأصول أو الأوراق المالية إلى سيولة نقدية من خلال بيعها بقيمتها السوقية العادلة في أي وقت كان، وفي حال غياب هذه الوظيفة، سيكون المستثمر مضطراً للاحتفاظ بالأصول المالية حتى تاريخ استحقاقها إذا كانت أداة دين كالسندات مثلاً، أو حتى تنشأ شروط لبيعها إذا كانت أدوات حقوق الملكية للأسهم، حيث على المستثمر الانتظار حتى يتم تصفية الشركة بشكل إرادي أو غير إرادي. هذا ولا بد من الإشارة إلى أن جميع الأسواق تتوفر فيها هذه الوظيفة وإن كانت بدرجات متفاوتة.

3.3.1 تنظيم تدفق الأموال

من الوحدات الاقتصادية التي تتوفر فيها أموال فائضة عن احتياجاتها الاستثمارية، إلى الوحدات الاقتصادية التي تعاني من عجز في الأموال، بالقياس إلى حجم برامجها الاستثمارية.

4.3.1 تحقيق التدفقات الفعالة

وذات الكفاءة العالية لأموال الاستثمارات الطويلة الأجل من المدخرين إلى المستثمرين.

4.1 تصنيف الاسواق المالية

يمكن تصنيف الأسواق المالية بعدة طرق وفقاً لنظرة الباحث وما يرغب في تحليله ودراسته وذلك على النحو التالي:

- حسب الوظيفة التنظيمية للسوق، فتصنف الأسواق المالية إلى صنفين، أسواق نظامية وأسواق غير نظامية.
- وفقاً للإعتبارات الزمنية، فتقسم إلى أسواق فورية وأخرى مستقبلية، الأولى تنجز فيها الصفقات الحالية ويتم تنفيذ العقود والصفقات بشكل فوري، أما السوق المستقبلية فتتم فيها عمليات العقود الآجلة وعقود المشتقات المختلفة.
- من حيث عمليات نقل الملكية التداول والإكتتاب، حيث تقسم إلى أسواق أولية وأسواق ثانوية.
- من حيث الاعتبارات المكانية، فتقسم إلى أسواق محلية وأسواق دولية، فالسوق المحلية تعمل داخل الوطن بخلاف السوق الدولية التي تجري عملياتها داخل عدد من الدول وبمختلف العملات وفي ظل قوانين وتشريعات تختلف من دولة إلى أخرى غير أنها تسهم بحجم أكبر في تعبئة المدخرات الأجنبية.
- من حيث أنواع الأدوات وأجلها، فتقسم إلى قسمين أساسيين هما السوق النقدية وسوق المال التي عادة تقسم إلى قسمين متخصصين هما سوق رأس المال وسوق الأوراق المالية. وتكون المحصلة النهائية ثلاثة أسواق، وبهذا فتعتبر الأسواق المالية واحدة من ثلاثة أعمدة رئيسية لأسواق المال والتي تشمل:

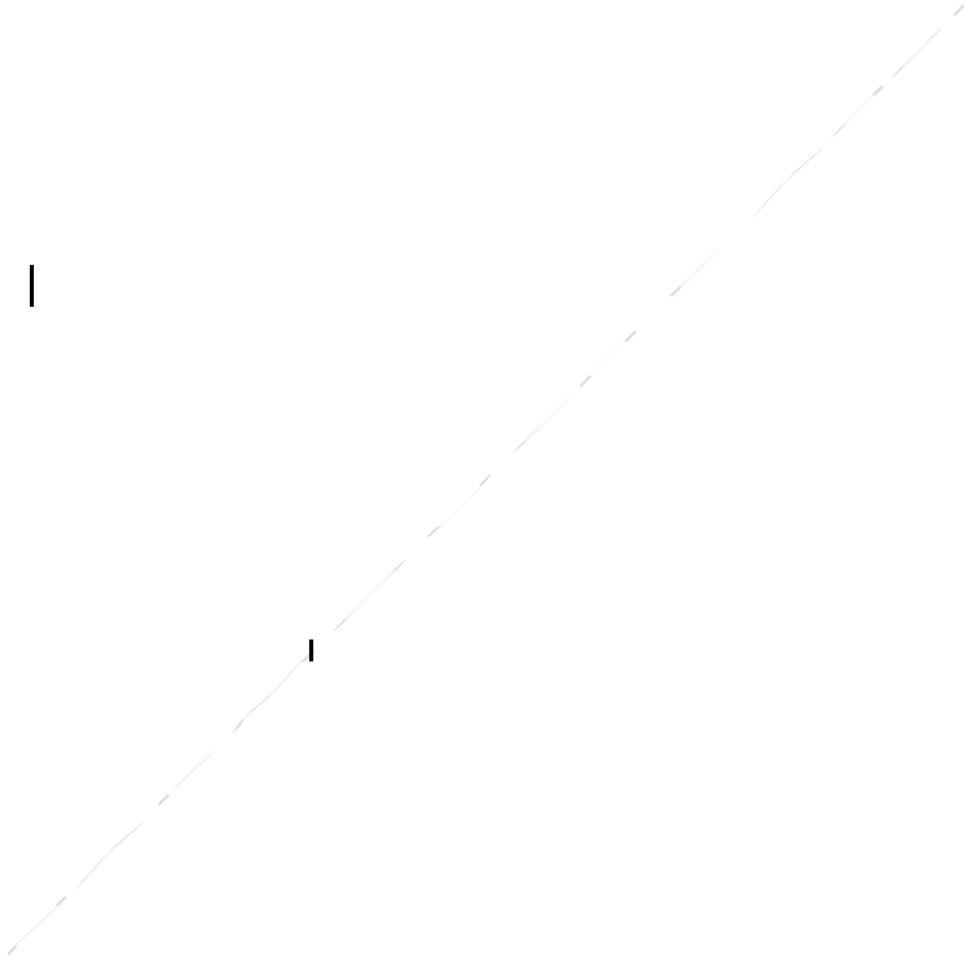
- السوق النقدية: وهي السوق التي يلعب فيها الجهاز المصرفي الدور الأساسي بتحكمه في عرض النقود ومعدلات السيولة النقدية. من خلال هذه السوق تتم عمليات الاقراض والاقتراض فيما بين البنوك التقليدية، وفقاً لأسعار الفائدة السائدة للأجل المختلفة، حيث يتحدد سعر الفائدة غالباً بناء على العرض والطلب، مع الأخذ في الاعتبار المؤشرات الاقتصادية والسياسية ومدى تأثيرها على آلية عمل السوق، وتميز الأوراق المالية المتداولة في السوق النقدي بسيولتها العالية وقصر آجالها التي لا تتجاوز العام غالباً. أما أدوات الاستثمار في هذا السوق فتتمثل في شهادات الايداع والأوراق التجارية والأوراق المخصصة وأذونات الخزنة، وكذلك الودائع والصناديق الاستثمارية قصيرة الأجل.
- سوق رأس المال Capital Market الذي تلعب فيه المؤسسات المالية الكبيرة الدور الرئيسي كمصارف الاستثمار وشركات التأمين وصناديق الضمان الاجتماعي، ويتميز سوق رأس المال بتعامله في الأوراق المالية طويلة الأجل والتي لها فترات استحقاق تزيد عن عام. يعتبر هذا السوق أكثر تنظيماً من السوق النقدي، كما أن التركيز فيه يكون على عنصر الربحية من قبل المستثمر أكثر من عنصري السيولة والأمان، ويطلق عليه سوق الصفقات الكبيرة لأن المتعاملين فيه عادة يكونون من المتخصصين المؤهلين والمدربين على هذا النوع من العقود التجارية.
- سوق الأوراق المالية Stock Exchange حيث يتم التعامل فيه بالأوراق المالية من الأسهم والسندات القابلة للتداول سواء السيادية التي تصدرها الحكومات أو الخاصة التي تصدرها الشركات والبنوك أو غيرها من المؤسسات والهيئات المخول لها.

5.1 هيكل السوق المالية

يمكن أن نميز داخل أي اقتصاد بين نوعين من المعاملات المالية، بعضها قصير الأجل والبعض الآخر طويل الأجل، ولهذا فإن السوق المالية تقسم إلى سوقين: سوق نقدية (سوق المعاملات قصيرة الأجل) وسوق رأس المال (سوق المعاملات طويلة الأجل) ويعد وجود هذين السوقين ودرجة نموها وتطورهما انعكاساً لدرجة نمو وتطور النظام الاقتصادي والوعي الاستثماري للبلد، نظراً لما تقوم به هذه الأسواق من وظائف اقتصادية بالغة الأهمية، لها ارتباط كبير بكفاءة الاقتصاد وأدائه، ويمكن ان نوضح ذلك بالشكل الموالي:

الشكل 02: مكونات السوق المالية





من خلال الشكل السابق نلاحظ ان الاسواق المالية تنقسم الى نوعين هما :

أ- الاسواق النقدية: الاسواق النقدية هي التي يتم فيها تبادل الاصول و الالتزامات المالية قصيرة الأجل حيث يتم تداول الاوراق المالية قصيرة الاجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية وبعض الجهات الحكومية لما تصدره الحكومة من اذونات الخزينة على سبيل المثال، وتعتبر الورقة المالية هنا صك مديونية تعطي لحاملها الحق في استرداد مبلغ من المال سبق ان اقرضه لطرف آخر و عادة لا تزيد مدة الاوراق المالية عن سنة غير انه يمكن التخلص منها في اي وقت و بحد ادنى من الخسائر او دون خسائر على الاطلاق و ذلك نظرا لضمان عملية السداد.

ب- اسواق راس المال: تعرف اسواق راس المال بأنها المكان او الاطار الذي يتم فيه تداول الاوراق المالية طويلة الاجل مثل الاسهم و السندات، اضافة الى الاوراق المالية الحديثة الهجينة مثل عقود الخيارات وعقود المستقبلية والتي لها اسواق معروفة إلا انها تدخل تحت مظلة اسواق راس المال.

وتنقسم اسواق راس المال الى اسواق حاضرة او فورية و اسواق العقود المستقبلية، وفيما يلي المقصود بهذه الاسواق :

- اسواق الحاضرة والفورية: Spot or Cash Markets ويقصد بها تلك الاسواق التي تتعامل في اوراق مالية متوسطة وطويلة الاجل، ويتم فيها تسليم وتسلم الورقة المالية محل الصفقة في ذات اليوم او خلال فترة وجيزة.
- اسواق العقود المستقبلية: وهي اسواق يتم التعامل فيها بالاوراق المالية، ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق.

وتشمل الاسواق الحاضرة او الفورية على الاسواق التالية:

- ✓ سوق اصدار الاوراق المالية (الاسواق الاولية): وهو الذي يتم التعامل فيه على الاوراق المالية عند اصدارها لأول مرة، و يختص تأسيس الشركات الجديدة، او التوسع في راس المال، و طرح راس مال الشركات للاكتتاب في صورة اوراق مالية اسهم او سندات.
- ✓ سوق تداول الاوراق المالية (السوق الثانوية)، يتم في نطاقها التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها وتم الاكتتاب فيها، ويشمل تداول هذه الأوراق المالية بالسوق الثانوية البيع والشراء بين حاملها وأي مستثمر آخر، لذا فالملاحظ في هذه السوق أن متحصلات بيع الأوراق المالية لا تذهب إلى الجهة التي أصدرتها بل تذهب إلى حاملي هذه الأوراق الذين يحصلون على ناتج العملية، فهم يتحملون الخسائر (في حالة نقص سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها)، كما يجنون الأرباح (في حالة زيادة سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها).

وتضم السوق الثانوية نوعين من الاسواق وهما السوق النظامية والسوق غير النظامية:

- الاسواق المنظمة، للسوق المنظمة مكان مادي ملموس، يتم فيه التقاء وكلاء البائعين ووكلاء المشترين للأوراق المالية المتداولة، ويتم التعامل فيه من خلال المزاد، Auction ويتكون هيكل الاسواق المنظمة بالولايات المتحدة الامريكية من 10 سوق، وتتضمن هذه الاسواق سوقين قوميين هما بورصة نيويورك NYSE، وبورصة امريكا American stocke Exchange اما باقي الاسواق فهي محلية.
 - الاسواق غير المنظمة: يطلق اصطلاح الاسواق غير المنظمة على المعاملات التي تجرى خارج البورصات، و التي يطلق عليها المعاملات على المنضدة، والتي تتولاها بيوت السمسرة المنتشرة في جميع انحاء الدولة، ولا يوجد مكان محدد لإجراء المعاملات، اذ تتم من خلال شبكة اتصالات قوية تتمثل في خطوط الهاتف او الحاسوب الآلي او غيرها من وسائل الاتصال السريعة، التي تربط بين السمسار والتجار والمستثمرين.
- ومن خلال شبكة الاتصال هذه يمكن للمستثمر ان يجري اتصالاته بالسماسرة و التجار المعنيين، ليختار من بينهم من يقدم له افضل سعر، وتتعامل الاسواق غير المنظمة اساسا في الاوراق المالية غير المسجلة في الاسواق المنظمة (البورصات) وعلى الاخص السندات، ذلك ان التعامل في الاسهم عادة ما يكون على نطاق ضيق، كما انه يكاد ان يقتصر على اسهم شركات صغيرة او محلية يملك معظم اسهمها المؤسسين او افراد عائلاتهم، غير ان ذلك لا يمنع

تلك الاسواق من التعامل في الاوراق المسجلة في الاسواق المنظمة وفي مقدمتها السندات الحكومية و سندات بعض منشآت الاعمال.

- سوق العملات، هو السوق الذي يتم فيه تبادل العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية الوطنية أو العكس، وتعرف سوق العملات الأجنبية بأنها موجودات هذه الدولة من العملات الأخرى والتي تشمل الودائع لأجل، السندات الحكومية، الذهب، حقوق السحب الخاصة، وكذا التزامات مالية على الدول والهيئات المحلية واللامحلية يمكن تحويلها إلى نقود جاهزة إلى سوق العملات الأجنبية، و من أهم أدوات التعامل في سوق العملات نجد: الحوالات الخارجية، شيكات المسافرين، النقد الأجنبي، الودائع تحت الطلب، الودائع لأجل، شهادات الإيداع، وسندات اليورو قصيرة وطويلة الأجل. وتتميز سوق العملات بالخصائص التالية:
- هي أسواق يبيع أسواق العملات مكونة سوقا دوليا واحدا و ذلك لتطور أجهزة الاتصال و المعلومات والتحويلات، الأمر الذي جعل تقارب ملحوظ بين جميع الأسواق الوطنية الرئيسية في العالم.
- يتميز سوق العملات عن غيره من الأسواق المالية بعدم وجود مكان محدد للاتصال بين البائعين والمشترين، فالاتصال يكون يتم عن طريق الفاكس، الانترنت، الهاتف وغيرها من الوسائل الاتصال الحديثة الأخرى.
- تتأثر سوق العملات بمختلف التطورات الاقتصادية والنقدية والسياسية المستجدة كأسعار الفائدة، الاضطرابات وعدم الاستقرار السياسي كلها تؤثر في هذا السوق.
- هذا السوق سريع التقلب والتأثر مما يتطلب عناية فائقة في اتخاذ القرارات من قبل المتعاملين، ومعرفة تطور السوق والبقاء على الاتصال المستمر.
- يتمثل أهم عملاء سوق العملات في البنوك، مؤسسات الأعمال الحكومية، المؤسسات المالية وغير المالية.

6.1 قواعد وآليات التعامل في سوق رأس المال.

سيتم تناول مختلف الجوانب الفنية والتنظيمية لسوق رأس المال (البورصة) وذلك بالتطرق إلى العناصر التالية:

- الأطراف المتدخلة في سوق رأس المال؛

- أوامر البورصة وآلية التسعير فيها؛

1.6.1 الأطراف المتدخلة في بورصة الأوراق المالية.

تتمثل الأطراف الفاعلة في سوق رأس المال في:

1.1.6.1 هيئات تنظيم ومراقبة البورصة.

إن بورصة الأوراق المالية هي مرآة إقتصاد ما، وهي تجسد مفهوم السوق الحرة تتحدد فيها الأسعار وفق قانون العرض والطلب، لذا وجب العمل على حماية السوق لطمأنة المتعاملين فيها، وذلك بسن قوانين وإجراءات صارمة وإنشاء هيآت تسهر على ضمان التطبيق السليم لتلك النصوص والإجراءات والتأكد من سلامة العمليات المنعقدة في البورصة ووضع قواعد التفتيش والرقابة.

حيث تعمل هذه الهيئات على رفع كفاءة السوق المالية وحماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة وغير السليمة وكذا إتاحة الفرصة لإستثمار المدخرات و الأموال في الأوراق المالية بما يخدم مصلحة الإقتصاد الوطني، بالإضافة إلى تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية وتحديد المتطلبات الواجب توفرها في عقد الإصدار عند طرح الأوراق المالية للإكتتاب العام، كما أنها تعمل على تسيير وتسييل الأموال المستثمرة في الأوراق المالية مع ضمان تفاعل عوامل العرض والطلب بهدف تحديد أسعار هذه الأوراق، وحماية صغار المستثمرين من خلال ترسيخ أسس التعامل السليم بين مختلف فئات المستثمرين.

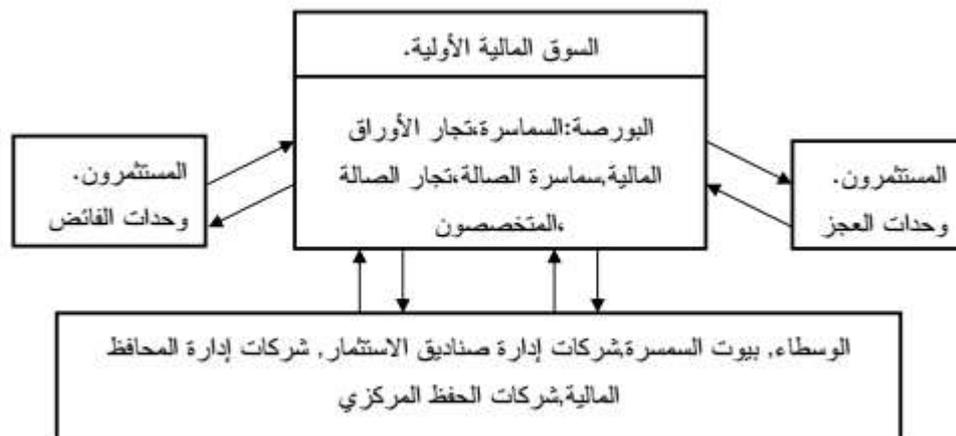
ومن مهام الموكله لهذه الهيئات هي العمل على تجميع المعلومات والإحصاءات على الأوراق المالية التي يجري التعامل بها ونشر التقرير حولها وإجراء الدراسات وتقديم المقترحات للجهات الرسمية المختلفة بشأن القوانين المالية وتعديلها مما يتلاءم والتطور بهدف الإطلاع وتبادل المعلومات والخبرات بما يحقق مواكبة التقدم في أساليب التعامل في هذه الأسواق ويساعد على سرعة تطوير السوق المالية، بالإضافة إلى تنظيم أو الإشراف على دورات تدريبية للعاملين في الهيئة أو في السوق المالية أو الراغبين في العمل بها.

وتختلف هذه الهيئات من دولة للأخرى، ففي بريطانيا نجد لجنة الأوراق المالية و الإستثمار Securities and investment Board والتي أوكلت لهذه اللجنة بموجب القانون 1986 مهمة مراقبة وتنظيم كافة الإستثمارات في البورصات البريطانية، بذلك فإن أية عملية إستثمارية يجب أن تمر وترخص من قبل هذه اللجنة وإذا ما خالف مستثمر هذه القاعدة يمنع من الإستثمار في البورصات البريطانية وتعتبر العملية جريمة يعاقب عليها القانون.

أما في فرنسا فنجد لجنة عمليات البورصة (C.O.B، commission des opérations de bourse) والتي أنشأت بموجب الأمر الصادر في 28/10/1967 وحددت بقية تكوينها ووظائفها كما حدد المرسوم رقم 23-68 الصادر 3/01/1968 الطبيعة القانونية لها على أنها مؤسسة مختصة ذات طابع عمومي.

ونجد في الولايات المتحدة: لجنة بورصة الأوراق المالية، وفي الجزائر نجد لجنة تنظيم ومتابعة عمليات البورصة commission d'organisation et de surveillance des opérations boursiers (COSOB)

الشكل (03): الاطراف المختلفة في السوق المالية



2.1.6.1 المتعاملون بالبورصة

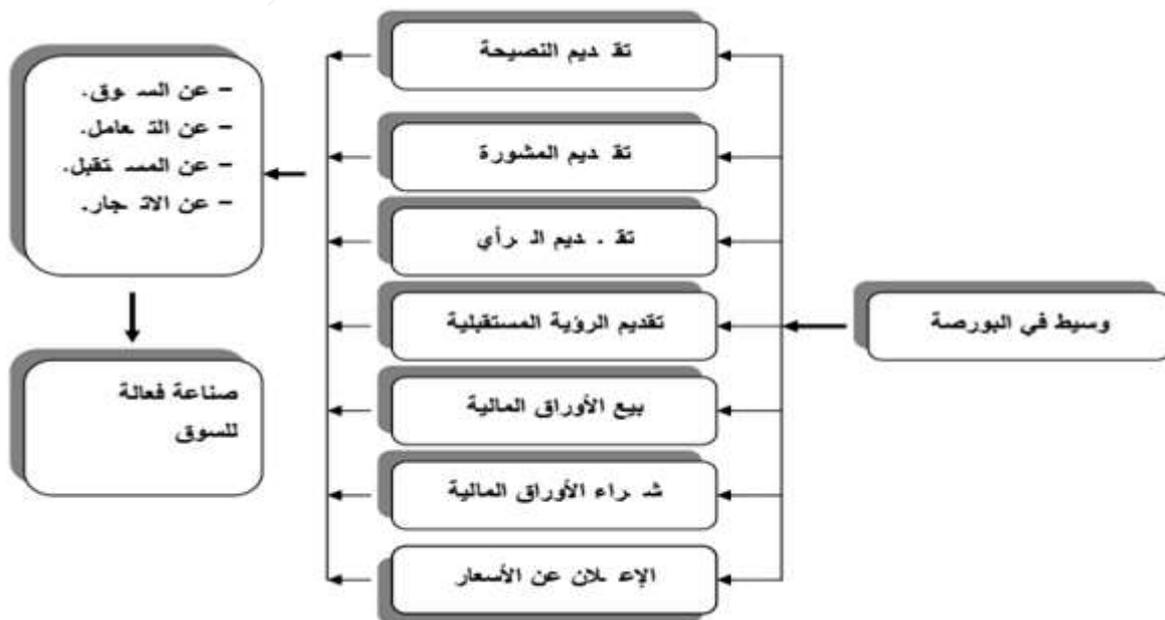
- أ- الأفراد، ويمثلون السواد الأعظم من المتعاملين في السوق المالية، فهم المدخرون التقليديون، وبالرغم من أنهم يشكلون نسبة كبيرة إلا أن تشتت مساهماتهم تجعلهم عرضة لعدم الحصول على حقوقهم كاملة، ولهذا فإن أغلب الدول المتقدمة -خصوصا الولايات المتحدة الأمريكية - بدأت بوضع الآليات والإجراءات لحماية هؤلاء الأفراد (الأغلبية الأقلية)
- ب- المستثمرون التأسيسيون، وهم عبارة عن هيآت عمومية أو خاصة تسهر على عملية جمع الإدخارات من عدد كبير من الأفراد وتوظيفها في شكل أوراق مالية، فهم بذلك أداة مساعدة لصغار المستثمرين على تنوع توظيفاتهم من خلال محافظ مالية ضخمة ومنوعة تنوعا واسعا.
- ومن بين أهم المستثمرين التأسيسيين نجد البنوك وفروعها، شركات التأمين، صناديق التقاعد صناديق الإيداع وشركات الإستثمار ويعتبر هؤلاء من المتدخلين المهيمنين والرئيسيين في البورصة في معظم الدول المتقدمة، وذلك لما تجلبه هذه المؤسسات من إدخار نحو البورصة، إذ تعتبر هذه الفئة من أهم المزودين برؤوس الأموال على الأمد الطويل لإمتيازها بنوع من الإستقرار والثبات في قدراتها الإستثمارية.
- ت. متعاملون آخرون، بالإضافة إلى المتعاملين السابق ذكرهم يمكن أن نجد ثلاث أنواع من المستثمرين بإمكانهم التدخل في السوق المالية وهم:
- الهيآت ذات الهدف التجاري، وتتكون من الجمعيات ذات الصفة الإجتماعية والثقافية، العلمية والرياضية وغالبا ما تتوفر لدى مثل هذه الجمعيات سيولات نقدية يمكن توظيفها في البورصات محصلة بذلك عوائد تساعد على التوسع في نشاطها.
 - الشركات، وتدخل في سوق التداول وذلك بهدف إصدار الأسهم أو سندات من أجل رفع رأسمالها وتوظيف الأموال التي لا تحتاجها بمدة معينة فتؤدي إلى زيادة مواردها المالية، كما يمكنها إستغلال الفرص المقدمة للحد من تكاليفها كإستثمار سندات المعروضة في البورصة، وذلك عند انخفاضها أي انخفاض قيمتها.
 - البنوك، وهي من أهم المتعاملين في السوق حيث تلعب دورا كبيرا فيها، إذ بإمكانها العمل لحسابها الخاص وذلك بشراء الأوراق المالية أو العمل للغير من خلال تسيير محافظهم المالية و مقابل حصول على عمولات.

3.1.6.1 الوسطاء الماليون

- إن التعامل في سوق رأس المال لا يتم إلا من خلال أعوان متخصصين في الوساطة المالية، والذين يسهرون على خدمة المتعاملين في البورصة مقابل الحصول على عمولات، سواء بتنفيذ الأوامر عملاءهم ببيع أو شراء أوراق مالية، أو بتسيير المحافظ المالية لعدد من المتعاملين أو تقديم النصائح.
- تتطلب عملية التفاوض على القيم المنقولة بالبورصة، وكذا التقريب بين فئة المصدرين والمستثمرين تدخل طرف ثالث هم الوسطاء الماليين، تكون مهامهم تتمثل أساسا في تقديم المساعدة والنصائح للمصدرين، تنفيذ أوامر العملاء من بيع وشراء للأوراق المالية وكذا تسيير المحافظ المالية.
- أ- تعريف الوسطاء الماليون، يعرف الوسيط المالي على أنه حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الورقة المالية والجهات المصدرة للأوراق المالية من جهات أخرى ويقوم بدور الوسيط عادة شخص طبيعي أو معنوي يكون مرخصا بموجب قانون السوق المالي وتعليماته.

- ب- وظائف الوسطاء الماليين، بجانب الوظيفة الرئيسية للوسطاء الماليين والتي تتمثل في عملية تحويل الأموال بين وحدات المجتمع ذات الفائض المالي ووحدات المجتمع ذات العجز المالي، هناك عدة وظائف تعتبر على جانب كبير من الأهمية:
- تقديم خدمة تجميع المدخرات، حيث يقوم الوسطاء الماليين بتجميع المدخرات من أفراد المجتمع، ويضطلع الوسطاء بإتمام عملية تدفق تلك المدخرات وتوصيلها إلى المستخدم النهائي، وتعتبر هذه العملية غير فعالة ومرتفعة التكاليف إن لم تكن مستحيلة في حالة عدم وجود وسطاء ماليين ويلاحظ أن قدرة هؤلاء الوسطاء على تقديم أنواع مختلفة من الأوراق المالية الثانوية للمدخرين تسمح بتراكم المدخرات من أفراد المجتمع والذي يساهم كل فرد منهم بنسبة قليلة من تلك المدخرات.
 - تسهيل عملية توفير التمويل للمشروعات ذات العجز المالي، وذلك لإمكانية إتصال أكبر عدد من المقترضين بواحد أو أكثر من الوسطاء الماليين، بدلا من محاولة الإتصال بعدد كبير من المدخرين والذي يعتبر من العمليات المستحيلة، ويعتبر الإتصال عن طريق الوسطاء الأسلوب الوحيد الأكثر فعالية و الأقل تكلفة من أي بديل آخر.
 - عملية إصدار الإلتزامات المالية، يقوم بشراء الأصول المالية بما يتلاءم مع تلك الإلتزامات آخذين في الإعتبار أن تتلاءم مع رغبات المقترضين في نفس الوقت، وبمعنى آخر إحداث توافق بين تواريخ الإستحقاق التي يرغبها المقترضين والمقرضين.
 - تقديم بعض الخدمات المتخصصة، والتي من بينها توفير البيانات والمعلومات المالية المختلفة عن المقترضين والمقرضين، والقيام بتحليلها وتفسيرها وتخزينها لإستخدامها لخدمة الأغراض المختلفة.
 - العمل على تخفيض المخاطر، قد يتعرض المدخرين في محاولاتهم للحصول على عوائد مقابل توظيف أو إقراض مدخراتهم إلى مخاطر بهذا يعمل الوسطاء الماليين على تقليل تلك المخاطر وتوزيعها وتنويعها.

الشكل رقم (04): مجموع الخدمات التي يقدمها الوسيط المالي



- أنواع الصفقات التي يقوم بتنفيذها الوسيط، هناك نوعان من الصفقات المالية التي يقوم بها الوسيط للعملاء وهي أوامر البيع والشراء، حيث تنقسم أوامر بيع الأوراق المالية إلى مملوكة للمستثمر وأخرى غير مملوكة للمستثمر وفيما يلي توضيح لكل منهم:
- أوامر الشراء، تصدر أوامر الشراء في حالة توقع المستثمرين لارتفاع أسعار الأسهم، وعندما يقرر المستثمر الوقت المناسب للشراء يصدر أمر الشراء يتضمن عدد من المحددات والقيود التي تحكم عملية التنفيذ بواسطة السمسار، وتتعلق تلك المحددات بحجم الأمر والسعر والنطاق الزمني للتنفيذ.
- أوامر البيع، وهي قد تكون مملوكة للمستثمر أو غير مملوكة للمستثمر.

7.1 التسعير في البورصة و أوامرها

سنتطرق في هذا العنصر إلى (التسعير في البورصة، الأوامر البورصية).

1.7.1 التسعير في البورصة.

1.1.7.1 تعريف سعر البورصة

سعر البورصة هي القيمة التي تبلغها الورقة المالية أثناء إحدى جلسات البورصة والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة، ويعكس هذا السعر القيمة التي تلاقت عندها طلبات بيع وشراء ورقة مالية معينة.

2.1.7.1 طرق التسعير

- أ- التسعير الدوري، وهنا لا يتحدد السعر إلا بعد إنتهاء المبادلة حيث يتم مفاوضة الأوراق المالية بإحدى الطرق التالية:
 - التسعيرة بالمناداة، ويتم إجتماع ممثلي جميع العروض والطلبات حول مقصورة البورصة، وتبدأ الجلسة بقراءة كل القيم محل التسعيرة، ويبدأ الوسطاء الماليون برفع أصواتهم لشراء أو بيع الأوراق التي يرغبون فيها ويصحب ذلك القيام بإشارات متفق عليها نظرا للضجيج الكبير، وبعد المزادات والمناقصات من قبل الوسطاء يتم تحديد سعر التوازن.
 - التسعيرة بالصندوق، تطبق هذه الطريقة على القيم ذات الأوامر العاجلة المتداولة في السوق الثانية بحيث يقوم كوسيط بحجز عدد من الأوراق المالية في صندوق خاص إلى غاية إفتتاح جلسة البورصة أين يلتقي جميع الوسطاء لتحديد السعر الرسمي.
 - التسعيرة بالمعارضة، وتجمع هذه التسعيرة بين طريقة الصندوق وطريقة المناداة، وذلك بالإستفادة من ايجابيات كليهما، إذ أن الأوامر تسجل كما هو الحال في طريقة الصندوق، زيادة إلى ذلك فإن الإلتزام الكتابي يمكن أن يتم المعارضة شفوية على التسعيرة التي لا تلي طلباتهم على أفضل وجه.
- ب- التسعير المستمر، التسعيرة المستمرة تقنية تسمح بتنفيذ الأوامر ومتابعة تطورات السوق وبها يمكن تجنب فترة الإنتظار لتسعيرة الأوامر الجديدة، ولدقة هذه الطريقة فإنها تعالج عن طريق الإعلام الآلي الذي يسمح بتنفيذ أكبر عدد من الأوامر وفي أية لحظة.

ويمر نظام التسعيرة المستمرة بمرحلتين هما:

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

✓ أوامر بالسعر والتي تشارك في تحديد سعر الإفتتاح.

✓ أوامر بالسعر الأحسن والتي تخضع مباشرة للسعر الأحسن النظري للإفتتاح.

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

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

2.7.1 أوامر البورصة

يتم التعامل في أسواق رأس المال بين العملاء والوسطاء عن طريق ما يسمى أوامر السوق، وهي توكيل يعطيه العميل لوسيطه، والذي يعبر عن رغبة العميل في شراء أو بيع أوراق مالية معينة، ويتم تنفيذ الأوامر بعدة طرق يمكن ذكرها فيما يلي:

- أ- الأمر بأي سعر، هذا النوع من الأوامر ينفذ مهما كان السعر في السوق وبدون شرط، ويعتبر هذا الأمر ذو الأولوية على باقي الأوامر الأخرى، حيث يسمح بتنفيذ كلي للأمر بدون شروط تتعلق بالسعر، فالمستثمر له اليقين بأن الأمر سوف ينفذ بكامله.
- ب- الأمر بالسعر المحدد، وفيه يحدد المتعامل سقف أو عتبة السعر، فيحدد السعر الأعلى في حالة الشراء أو الأدنى في حالة البيع فيقوم المشتري بإعطاء أمر لوكيله بالتنفيذ العملي للأسعار دون الحد الأقصى المحدد أما البائع فإنه يحدد عتبة دنيا لا تنفذ إذا كان السعر أقل منها.
- ت- الأمر بالسعر المحدد مع إشارة "قف"، وهذا الأمر يستعمل عادة لتجنب الخسارة، وهو عبارة عن أمر بالبيع بالسعر الأحسن عندما يكون السعر في البورصة أقل من أو يساوي السعر المحدد من قبل البائع، وهو أمر بالشراء بالسعر الأفضل الأحسن عندما يكون السعر في البورصة أكبر أو يساوي السعر المحدد من طرف المشتري.
- ث- الأمر بسعر السوق، هذا الأمر لا يحمل أي إشارة حول السعر، كما أنه يتطلب تنفيذه مهما كان سعر الورقة في السوق، ويعتبر هذا الأمر من أبسط وأكثر الأوامر شيوعاً حيث يقوم الوسيط بتنفيذ الأمر حين صدوره بيعة أو شراء حسب السعر السائد في البورصة، وفي حالة قلة الطلب أو العرض للأوراق موضوع الصفقة، إلا أنه بإمكان الوسيط تنفيذ الأمر بالتدريج بطريقة التسجيل المستمر.

8.1 العمليات على الاوراق في سوق الاوراق المالية

يتم التعامل على الاوراق المالية في الاسواق الثانوية بطريقتين:

1.8.1 العقود العاجلة Spot Market

ان العقود العاجلة هي عمليات بيع و شراء الاوراق المالية، والتي بعد تمامها يسلم البائع الاوراق المالية للمشتري ويسلم المشتري الثمن للبائع حالا او خلال مدة وجيزة لا تتجاوز 38 ساعة في اغلب الاسواق المالية، حيث يحتفظ المشتري بالأوراق المالية و يستفيد من ارباحها و يتحمل خسارتها ايضا، وبما ان هذه العمليات تتم في قاعة التداول ببورصة الاوراق المالية و لا يسمح للمتعاملين بدخولها ما عدا السماسرة و موظفي السوق، ويلجأ المتعاملون للعمليات العاجلة للاستثمار، المضاربة و التحوط على الاوراق المالية.

1.1.8.1 العقود العاجلة العادية

العقود العاجلة العادية هي العقود التي يلتزم فيها كل من البائع والمشتري باتمام الصفقة نقدا، وذلك بان يستلم المشتري الاوراق المالية، ويسلم ثمنها حالا، او خلال مدة وجيزة جدا، وتقدر في بعض الاسواق العربية بيومين¹.

1- عمليات الشراء بالهامش **Trading Margin**، هو التمويل الجزئي لعملية الشراء، حيث يقوم المستثمر بدفع جزء من قيمة الاوراق المالية التي يرغب في شرائها نقدا من أمواله، والباقي يتم تمويله بقرض من شركة الوساطة التي يتعامل معها، وتقوم شركة الوساطة بدورها باقتراض هذه الاموال من مؤسسة مصرفية، ويمثل المبلغ النقدي المدفوع من المستثمر الهامش المبدئي للصفقة، وهو في نفس الوقت يمثل غطاء لحماية شركة الوساطة المقرضة. والشراء الهامشي يتيح الفرصة للمستثمر لشراء اوراق مالية بكميات تزيد عن قدراته المالية وموارده الذاتية باستخدام اموال مقرضة من الوسيط، خاصة عندما يجد امامه فرصة جيدة لورقة مالية يرغب في شرائها وليس لديه موارد كافية لذلك، ويكون القرض بضمان الاوراق المالية محل الصفقة². و المبلغ الذي يدفعه المستثمر من امواله يطلق عليه الهامش المبدئي والذي يتم حسابه كمايلي:

نسبة الهامش المبدئي = المبلغ الذي يدفعه العميل ÷ القيمة السوقية للأوراق المالية المراد شراؤها

و في هذا النوع من العقود، يفتح العميل حسابا بالهامش لدى السمسار، الذي يقوم بدوره بالاقتراض من البنوك التجارية لتغطية الفرق بين قيمة الصفقة وبين القيمة المدفوعة كهامش، على ان توضع الاوراق محل الصفقة كرهن لسداد قيمة القرض.

وكمثال لذلك: يفكر أحد المستثمرين في الشراء الهامشي لعدد 100 سهم بسعر 50ون للسهم. وأن الهامش المبدئي يبلغ % 60، عدد الأسهم ن = 100، سعر الشراء (س ش) = 50ون، نسبة الهامش المبدئي = % 60، قيمة الأصول (س ش × ن) = 50 × 100ون = 5000.

¹ . السيد متولي عبد القادر، الاسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الاردن، 2010، ص 178.

² . عنايات النجار، وفاء شريف، دليل المتعاملين في بورصة الاوراق المالية، المنظمة العربية للتنمية الادارية، 2006، ص 81.

فالمستثمر يدفع للسمسار المبلغ التالي نقدا: الهامش المبدئي (ه م) = س ش × ن × م = 60% × 100 × 50 ون = 3000

ويتم تغطية بقية ثمن الشراء بقرض من السمسار، مقداره يحسب كالآتي:

مقدار القرض = (1-ه م) × س ش × ن = (1 - 60%) × 100 × 50 = 2000 ون

ب- البيع على المكشوف، ويسمى البيع القصير وكذلك بيع الأوراق المالية المقترضة، الاصل في التعاملات ان تشتري الورقة المالية اولاً ثم تباع فيما بعد، وهو السلوك المتوقع من المستثمر الذي يشتري الورقة، على امل ان ترتفع قيمتها السوقية فيما بعد وتتحقق بعض الأرباح غير ان هناك نمط اخر من التعاملات يقوم به المضاربين، وفيه تباع الورقة اولاً ثم تشتري فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التي سبق ان بيعت بها، وكما يبدو فان هذا النوع من التعاملات مرهون بتوقع البائع انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية محل الصفقة، واهم ما يميز هذا النوع من التعاملات ان عملية البيع تتم في الوقت الذي لا يملك فيه البائع الورقة محل الصفقة، لذا يمكن ان نطلق عليه جواز البيع على المكشوف.¹

وعليه فان البيع على المكشوف " هو بيع ورقة مالية قبل تملكها بهدف شرائها لاحقاً بقيمة اقل وبالتالي يكون الربح مساوياً للفرق بين سعر البيع وسعر الشراء ناقصاً الفائدة التي يدفعها المستثمر نظير اقتراضه الورقة المالية خلال الفترة ما بين البيع والشراء، وتستخدم سياسة البيع على المكشوف اذا توقع المستثمر هبوط سعر الورقة المالية معينة في المستقبل القريب وهي سياسة معاكسة لسياسة الشراء بغرض الربح، اي الشراء الاعتيادي نتيجة لارتفاع الاسعار في المستقبل.²

و لتوضيح فكرة البيع على المكشوف نفترض ان شخصاً ما يتوقع انخفاض القيمة السوقية لاسهمها احدي المؤسسات، ومن ثم اعطى امراً للسمسار بان يبيع على المكشوف 100 سهم بالسعر الجاري، وليكن 30 جنية للسهم وبمجرد استلام الامر يسعى السمسار للبحث عن عميل يرغب في شراء تلك الاسهم بالسعر السائد، ويرم معه الصفقة، وفي تاريخ التنفيذ والذي عادة ما يكون في خلال خمسة ايام عمل من تاريخ ابرام الصفقة يقوم السمسار بتسليم المشتري الاسهم محل الصفقة، وذلك اما من مخزون لديه أو باقتراضها من شخص اخر، وذلك في مقابل قيامه اي المشتري بسداد القيمة 3000 جنية للمالك الاصلي لتلك الاسهم، هذا ولا تحسب عطلة الاسبوع يومي السبت والاحد في الولايات المتحدة والاجازات الرسمية عند حساب الخمسة ايام التي ينبغي ان يتم خلالها التنفيذ، مما يعني ان الصفقة التي تبرم يوم الثلاثاء يتم تسوية كافة متعلقاتها يوم الثلاثاء الذي يليه، وذلك طالما لم يتوسط اليومين المذكورين اجازة رسمية.

ولكن هل ستبقى حصيلة البيع 3000 جنية مع مقرض الأسهم نعم سوف يحتفظ بها كرهن للأسهم التي اقترضها، وهنا يكمن السبب الذي من اجله يقبل السمسار او الشخص الاخر اقراض الاسهم، ذلك انه يمكنه استخدام حصيلة بيع الاسهم مجاناً اي توجيهها الى مجال استثماري دون ان يدفع عنها فوائد، هذا

¹ . ابراهيم منير الهندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، دار الفكر الجامعي، القاهرة، مصر، 2004، ص 96.

² . شقيري نوري موسى، ادارة المشتقات المالية و الهندسة المالية، دار المسيرة للنشر و التوزيع و الطبع، عمان، الاردن، 2015، ص 43.

الى جانب ان المقترض اي البائع ما زال مسؤولا عن رد الاسهم عند الطلب. وعادة ما يكون قرض البيع على المكشوف قابل للاستدعاء من اي من الطرفين، وفي اي لحظة على المقترض رد الاسهم اما بشرائها من السوق او باقتراضها من شخص اخر وذلك خلال 24 ساعة، وعادة ما يلعب السمسار دورا في هذا الشأن لذا يقوم بنفسه بالبحث عن طرف اخر يقترض منه ذات الاسهم لحساب العميل، وهي مسألة لا تستغرق وقتا ولا تخرج عن كونها استبدال مقرض بمقرض اخر.

والان دعنا نفترض ان الاسهم محل الصفقة انخفضت قيمتها لتصبح 20 جنية للسهم، حينئذ يمكن للعميل اقفال حسابه لدى السمسار، وذلك بإعطائه اوامر بشراء الاسهم من السوق بالسعر السائد ($20 \times 100 = 2000$ جنية) وتسليمها للمقرض (سواء كان السمسار نفسه او شخص اخر) على ان يسترد اي البائع قيمة الرهن المتمثلة في القيمة التي سبق ان باع بها الاسهم (3000 جنية) محققا عائدا قدره 1000 جنية.

و لكن لارتفاع الاسعار تأثير اخر على المقترض (المضارب) ذلك ان عائد البيع على المكشوف يتحقق فقط اذا انخفضت القيمة السوقية المدفوعة لشراء السهم عن القيمة السوقية التي سبق ان بيع بها، ففي المثال السابق، كان سعر بيع السهم 30 جنية، ثم اشتراه المضارب فيما بعد بقيمة قدرها 20 جنية محققا ربحا قدره 1000 جنية على الصفقة المكونة من 100 سهم، اما في ظل افتراض ارتفاع القيمة السوقية للسهم الواحد بسعر 30 جنية، واصبح عليه ان يشتريه بسعر 40 جنية ومن ثم يمتي بخسائر اجمالية قدرها 1000 جنية ($40 - 30$) $\times 100$.

2.8.1 المعاملات الاجلة Forwad Market

يقصد بالمعاملات الاجلة تلك المعاملات التي تتم في سوق الاوراق المالية، وهي تحديدا تكون عقود بيع يتم الاتفاق فيه على نوع الورقة محل الصفقة، عددها، وثمنها عند ابرام الصفقة على ان يتم تسليم الاوراق المبيعة وتسليم الثمن في تاريخ لاحق يسمى التصفية.

1.2.8.1 تعريف العقود الاجلة

يمكن تعريف المعاملات الاجلة بشكل مبسط على انها : العمليات التي يتفق فيها الطرفان على تأجيل التسليم ودفع الثمن الى يوم محدد مستقبلا، يسمى يوم التصفية.

وتسمى الباتة، تميزا لها عن عقود الاختيارات، وذلك لان المتعاقدين ليس لهم حق الرجوع او الخيار في تنفيذ العملية، ولكن لهم الحق في تأجيل موعد التصفية النهائية الى موعد اخر.

كما تسمى بالعقود المستقبلية تميزا لها عن العقود الحاضرة (العاجلة) التي سبق الحديث عنها.

و سبب لجوء اطراف العقود الاجلة لتلك السوق هو الرغبة في تخفيض مخاطر تقلبات السعرة المستقبلية للأصل محل التعاقد، فالمزارع الذي سيجني محصوله مثلا في الشهر التاسع يمكنه بيع محصوله في الشهر الخامس بمقتضى عقد مستقبلي بسعر محدد من الان، بصرف النظر عن السعر السائد في السوق الحاضر في الشهر التاسع، والذي قد يكون منخفضا بسبب وفرة المحصول، كما ان المشتري يمكنه من الشهر الخامس عقد الصفقة وتحديد سعرها من الان متجنبنا مخاطر تقلبات الاسواق.

وما يميز العقود المستقبلية هو ان السلع التي تباع فيها قابلة للتنميط اي انها قابلة للتداول و الواقع ان العقد لا يتم

بين البائع والمشتري مباشرة، فلكل سوق من اسواق العقود المستقبلية بيت لتسوية الصفقات يتالف من اعضاء السوق، ويتم العقد حقيقة بين البائع وبيت التسوية، ثم بين المشتري والبيت، فلا توجد علاقة مباشرة بين البائع والمشتري، بل العقد يتكون من طرفين بينهما بيت التسوية.¹

2.2.8.1 صور تصفية العقود الاجلة

تاخذ تصفية العقد الاجل في يوم التصفية احدى الصور الثلاث التالية:²

- أ- الصورة الاولى، تصفية العقد بتسليم وتسلم الاوراق المالية. اي بتسليم الاوراق المالية من قبل البائع الى المشتري، وتسليم المشتري ثمنها للبائع، وهذه الصورة نادرة الاستخدام في الواقع.
- ب- الصورة الثانية، تصفية العقد بإبرام عقد اخر على عكس الاول وفي هذه الصورة تكون بين حالتين:
 - بالنسبة للبائع، ان يبيع مستثمر اوراق مالية لأجل ثم عند حلول الاجل - يوم التصفية- يقوم هذا المستثمر بشراء اوراق مالية من جنس الاوراق المالية التي باعها بالأجل، شراء حالاً بسعر يوم التصفية، وفي هذه الحالة لا يبقى المستثمر ملتزماً بتسليم الاوراق المالية التي باعها أولاً وذلك لأنه وبمجرد ان يشتري الاوراق يخرج من السوق و يقال عنه : " انه قد صفى مركزه نهائياً " وكان الامر الجديد يتمثل فيما لو ان البائع الجديد حل محل المستثمر امام المشتري الاول.
 - بالنسبة للمشتري ، ان يشتري مستثمراً اوراق مالية لأجل، ثم عند حلول الاجل (يوم التصفية) يقوم هذا المستثمر ببيع اوراق مالية من جنس الاوراق المالية التي اشتراها بالأجل، بيعاً حالاً بسعر يوم التصفية، وفي هذه الحالة لا يبقى المستثمر ملتزماً بتسليم الاوراق المالية التي اشتراها اولاً، وذلك لأنه وبمجرد ان يبيع الاوراق يخرج من السوق و يقال عنه " انه قد صفى مركزه نهائياً " وكان الامر الجديد يتمثل فيما لو ان المشتري الجديد حل محل المستثمر امام البائع الاول.
- وهذا يتم اذا كان في نية المشتري اصلاً ان لا يتسلم الاوراق التي باعها، ولكن كان هدفه من الشراء لأجل هو ان يستفيد من فروق الاسعار عند ارتفاع سعر الاوراق المالية التي سوف يبيع بها يوم التصفية، فالمستثمر السابق اذا باع الاوراق المالية من الجنس نفسه ولكن بسعر اعلى من السعر الذي اشترى به قبلاً (السعر المتفق عليه) فسوف يحقق مكسباً، اما اذا كان السعر يوم التصفية اقل من السعر الذي يشتري به قبلاً فانه سوف يقوم بدفع الفرق للسمسار.
- و بالطريقة نفسها فلا يلتزم المستثمر بالانتظار حتى يوم التصفية، فقد يقوم المشترون بتصفية مراكزهم المالية قبل حلول يوم التصفية.
- ت- الصورة الثالثة، تصفية العقد بإبرام عقد اخر على عكس الاول، مقروناً بعقد اخر على مثال العقد الاول.

¹ . السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 187

² . نفس المرجع والصفحة.

مراجع المحور الأول

1. إبراهيم منير الهندي، الأوراق المالية و أسواق رأس المال، دار الفكر الجامعي، القاهرة، مصر، 2004.
2. ازهري طيب الفكي احمد، أسواق المال، دار الجنان، الطبعة الاولى، الاردن، 2017.
3. بصيري محفوظ، محاضرات في مقياس أسواق رأس المال، قسم علوم التسيير، جامعة البويرة، السنة الجامعية 2020/2021.
4. حسن محمد الرفاعي، سوق الأوراق المالية: من المخاطر إلى الأزمات قراءة في أبعادها المالية وأحكامها في الاقتصاد الإسلامي، الملتقى الدولي الثاني: متطلبات التنمية في أعقاب إفرازمات الأزمة المالية العالمية " جامعة بشار، الجزائر ، 2010.
5. رغيد قصوة، ادارة الاسواق المالية، منشورات الجامعة الافتراضية السورية، سوريا، 2021.
6. فريد النجار، البورصات والهندسة المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 1998.
7. السيد متولي عبد القادر، الاسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الاردن، 2010.
8. شقيري نوري موسى، ادارة المشتقات المالية و الهندسة المالية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطبع، عمان، الاردن، 2015.
9. صافي انس البكري، الاسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الاردن، 2012.
10. عصام فهد العريبد: الاستثمار في بورصات الاوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر، دمشق، 2002. السياسات النقدية و المالية و أداء سوق الأوراق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
11. عنايات النجار، وفاء شريف، دليل المتعاملين في بورصة الاوراق المالية، المنظمة العربية للتنمية الادارية، 2006.
12. محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، القاهرة، 1996.
13. محمد صالح الحناوي، جلال ابراهيم العبد، بورصة الاوراق المالية بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعة، الاسكندرية، 2005.
14. محمد يسر برنيه، تطوير اسواق الاوراق المالية الحكومية في الدول العربية، صندوق النقد العربي، ابو ظبي، 2004.
15. هدى محمد رشوان، مقدمة في الأسواق المالية، مكتبة عين شمس.