

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي



جامعة فرحات عباس - سطيف - 1-

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

أطروحة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الدكتوراه

التخصص: مالية، بنوك وتأمينات

الشعبة: علوم اقتصادية

تحت عنوان:

إدارة وتطوير المنتجات المالية وأثر ذلك على

تنشيط السوق المالية-

دراسة مقارنة بين الجزائر، تركيا والمغرب

تحت إشراف:

الدكتورة عديلة مريميت

من إعداد الطالبة:

سارة بكوش

لجنة المناقشة

الاسم واللقب	الرتبة العلمية	الجامعة	الصفة
حمودي حاج صحراوي	أستاذ	جامعة سطيف 1	رئيسا
عديلة مريميت	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة قالمة	مشرفا ومقررا
عبد السلام حططاش	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة سطيف 1	عضوا مناقشا
حسان خبابة	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة سطيف 1	عضوا مناقشا
موسى بن منصور	أستاذ محاضر قسم أ	جامعة برج بوعرييج	عضوا مناقشا

2020-2019

إن كان بينك وبين العلم بحر من  
نار يحرقك وبحر من ماء يغرقك،  
فانفذهما إلى العلم حتى تقتبسه  
وتعلمه، فإن تعلم العلم دليل  
الإنسان، وعز الإنسان، ومنار  
الإيمان، ودعائم الأركان، ورضا  
الرحمان.

من وصايا لقمان.

# إهداء

الحمد لله والصلاة والسلام على رسول الله وبعد:

يسرني ويسعدني أن أهدي هذا العمل إلى:

والديّ الكريمين حفظهما الله وأطال في عمرهما؛

إلى زوجي العزيز أحمد وابني الغالي عبد المعز؛

إلى إخوتي وأخواتي الأعزاء هاجر، شريفة، يعقوب، براهيم؛

إلى كل عائلتي وجميع الأهل والأقارب؛

إلى كل صديقاتي العزيزات وزميلاتي اللاتي رافقنني في مشواري الدراسي؛

إلى كل من دعا لي بالخير والنجاح.

## شكر و تقدير

الحمد لله الذي وفقني ومكنني من إتمام هذه الأطروحة، فما كان لشيء أن يجري في ملكه إلا بمشيئته جل وعلا، فالحمد لله أوله وآخره. يسعدني أن أتقدم بشكري وتقديري وامتناني وعرفاني بالجميل إلى الأستاذة المشرفة عديلة مريم لما أسدته لي من نصائح وتوجيهات وملاحظات، وكان لها أكبر الأثر في إنجاز هذا العمل.

كما أتقدم بالشكر الجزيل للأستاذ الكريم جبار محفوظ، على توجيهاته ونصائحه في بداية إنجاز هذا العمل.

كما لا يفوتني أن أشكر أعضاء اللجنة المناقشة لقبولهم مناقشة هذا العمل، وتسخيرهم وقتا لقراءته وتقييمه.

وأوجه شكري أخيرا لكل ما ساندني ودعمني لإتمام هذا العمل وكان له فضل علي.

فهرس

المحتويات

فهرس المحتويات:

رقم الصفحة	العنوان
X-I	فهرس المحتويات
XIV-XI	فهرس الجداول
XVII-XV	فهرس الأشكال
أ- ز	المقدمة
1	<b>الفصل الأول: الأسواق المالية</b>
2	تمهيد
3	<b>المبحث الأول: الجوانب النظرية للسوق المالية</b>
3	المطلب الأول: مفهوم السوق المالية
3	أولاً: تعريف السوق المالية
5	ثانياً: نشأة السوق المالية
8	ثالثاً: تقسيم السوق المالية
11	المطلب الثاني: وظائف وخصائص السوق المالية
11	أولاً: وظائف السوق المالية
13	ثانياً: خصائص السوق المالية
14	المطلب الثالث: المتعاملون بالمنتجات المالية
14	أولاً: المستثمرين
16	ثانياً: المؤسسات المالية الوسيطة
16	ثالثاً: السماسرة
17	المطلب الرابع: كفاءة السوق المالية ونظرية المالية السلوكية
17	أولاً: مفهوم السوق المالية الكفؤة
19	ثانياً: مستويات كفاءة السوق المالية ومتطلبات السوق المالية الكفؤة
22	ثالثاً: نظرية المالية السلوكية وكفاءة السوق
24	<b>المبحث الثاني: المؤشرات في السوق المالية</b>
24	المطلب الأول: مفهوم المؤشرات في الأسواق المالية

24	أولاً: تعريف المؤشرات في الأسواق المالية
25	ثانياً: استخدامات المؤشرات في الأسواق المالية
26	المطلب الثاني: أهداف المؤشرات في الأسواق المالية وكيفية بنائها
26	أولاً: أهداف المؤشرات المالية
27	ثانياً: كيفية بناء المؤشرات في السوق المالية
28	المطلب الثالث: إجراءات حساب قيمة المؤشر وأهم المؤشرات في الأسواق المالية
28	أولاً: إجراءات حساب قيمة المؤشر
30	ثانياً: أهم المؤشرات في الأسواق المالية
32	<b>المبحث الثالث: إجراءات وقواعد التعامل في الأسواق المالية</b>
32	المطلب الأول: عمليات سوق الأوراق المالية
32	أولاً: العمليات العاجلة
32	ثانياً: العمليات الآجلة
33	المطلب الثاني: أوامر سوق الأوراق المالية
33	أولاً: مفهوم أوامر سوق الأوراق المالية
34	ثانياً: أنواع أوامر سوق الأوراق المالية
36	المطلب الثالث: تسعير المنتجات المالية
36	أولاً: التسعير بالمناداة
36	ثانياً: التسعير بالتدرج
37	ثالثاً: التسعير بالصندوق
37	رابعاً: التسعير بالمقابلة
39	خامساً: التداول عن طريق الأنترنت
40	<b>المبحث الرابع: تنشيط السوق المالية وميزتها التنافسية</b>
40	المطلب الأول: عوامل تنشيط الأسواق المالية
41	أولاً: تنشيط السوق المالية من جانب العرض

43	ثانيا: تنشيط السوق المالية من جانب الطلب
47	المطلب الثاني: الميزة التنافسية للأسواق المالية
47	أولا: تعريف الميزة التنافسية للأسواق المالية
48	ثانيا: خصائص الميزة التنافسية للأسواق المالية
49	ثالثا: أهمية الميزة التنافسية للأسواق المالية
49	رابعا: مصادر الميزة التنافسية في الأسواق المالية
50	المطلب الثالث: المعايير المستخدمة لقياس نشاط الأسواق المالية ودرجتها التنافسية
50	أولا: حجم السوق
51	ثانيا: سيولة السوق
51	ثالثا: درجة التركيز
52	خلاصة الفصل
54	<b>الفصل الثاني: المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية</b>
55	تمهيد
56	<b>المبحث الأول: المنتجات المالية التقليدية</b>
56	المطلب الأول: منتجات الملكية
56	أولا: تعريف الأسهم
57	ثانيا: أنواع الأسهم
59	ثالثا: خصائص الأسهم
60	المطلب الثاني: منتجات الدين
60	أولا: تعريف السند
60	ثانيا: أنواع السندات
61	ثالثا: خصائص السندات
62	المطلب الثالث: المنتجات المالية المهجنة
62	أولا: شهادات الاستثمار



62	ثانيا: السندات المساهمة
62	ثالثا: السندات المستبدلة
62	رابعا: السندات المعوضة بالأسهم
63	<b>المبحث الثاني: المشتقات المالية</b>
65	المطلب الأول: العقود الآجلة
65	أولا: تعريف العقود الآجلة
66	ثانيا: خصائص العقود الآجلة
67	المطلب الثاني: العقود المستقبلية
67	أولا: تعريف العقود المستقبلية
67	ثانيا: خصائص العقود المستقبلية
69	المطلب الثالث: عقود المبادلات
69	أولا: تعريف عقود المبادلات
70	ثانيا: خصائص عقود المبادلات
70	المطلب الرابع: عقود الخيارات
70	أولا: تعريف عقود الخيارات
72	ثانيا: خصائص عقود الخيارات وأنواعها
75	<b>المبحث الثالث: الصكوك الإسلامية</b>
75	المطلب الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية
75	أولا: تعريف الصكوك الإسلامية
76	ثانيا: خصائص الصكوك الإسلامية
77	ثالثا: مقارنة بين الصكوك الإسلامية والأسهم والسندات
79	المطلب الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية
79	أولا: صكوك قابلة للتداول
80	ثانيا: صكوك غير قابلة للتداول

81	المطلب الثالث: نظرة عامة على سوق الصكوك الإسلامية
81	أولاً: تطور إجمالي الصكوك المصدرة عالمياً
82	ثانياً: إصدارات الصكوك عالمياً حسب النوع
83	ثالثاً: إصدارات الصكوك عالمياً حسب جهة الإصدار
84	رابعاً: إصدارات الصكوك حسب نوع السوق
86	<b>المبحث الرابع: المنتجات المالية المركبة</b>
86	المطلب الأول: مفهوم المنتجات المالية المركبة
86	أولاً: تعريف المنتجات المالية المركبة
88	ثانياً: خصائص المنتجات المالية المركبة
89	ثالثاً: محاسن ومساوئ المنتجات المالية المركبة
90	المطلب الثاني: أنواع المنتجات المالية المركبة
90	أولاً: المنتجات المالية المركبة لأسعار الفائدة
91	ثانياً: المنتجات المالية المركبة لمشتقات الملكية
95	ثالثاً: المنتجات المالية المركبة للعمليات الأجنبية
96	المطلب الثالث: نظرة عامة على سوق المنتجات المالية المركبة
96	أولاً: المنتجات المالية المركبة المصدرة والمباعة عالمياً
98	ثانياً: المنتجات المالية المركبة في أوروبا
100	خلاصة الفصل
101	<b>الفصل الثالث: إدارة وتطوير المنتجات المالية</b>
102	تمهيد
103	<b>المبحث الأول: تحليل المنتجات المالية</b>
103	المطلب الأول: أنواع القرارات الخاصة بالمنتجات المالية
103	أولاً: قرار الشراء
103	ثانياً: قرار عدم التداول

104	ثالثا: قرار البيع
104	المطلب الثاني: التحليل الفني
104	أولا: مفهوم التحليل الفني
105	ثانيا: أساسيات التحليل الفني
115	المطلب الثالث: التحليل الأساسي
115	أولا: مفهوم التحليل الأساسي
115	ثانيا: فروع التحليل الأساسي
118	المطلب الرابع: أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي
120	المبحث الثاني: إدارة مخاطر المنتجات المالية
121	المطلب الأول: مخاطر المنتجات المالية
121	أولا: مفهوم المخاطر
122	ثانيا: مصادر المخاطر
124	ثالثا: مفهوم إدارة المخاطر
125	المطلب الثاني: أدوات قياس مخاطر المنتجات المالية
126	أولا: الانحراف المعياري والتباين
126	ثانيا: معامل الاختلاف
127	ثالثا: معامل بيتا $\beta$
128	المطلب الثالث: المحفظة المالية
128	أولا: مفهوم المحفظة المالية
132	ثانيا: أنواع المحافظ المالية
134	ثالثا: عائد ومخاطر المحفظة المالية
135	المطلب الرابع: نماذج تسعير المخاطر
136	أولا: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية
139	ثانيا: نموذج تسعير المراجعة

140	ثالثا: نموذج فرانش وفاما (نموذج العوامل الثلاث)
142	المبحث الثالث: دور الهندسة المالية في تطوير المنتجات المالية
143	المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية
143	أولا: تعريف الهندسة المالية
144	ثانيا: فلسفة الهندسة المالية
145	ثالثا: أسباب ظهور الهندسة المالية
146	المطلب الثاني: مجالات الهندسة المالية وأهدافها
146	أولا: مجالات الهندسة المالية
147	ثانيا: أهداف الهندسة المالية
148	المطلب الثالث: استراتيجيات الهندسة المالية
149	المطلب الرابع: الهندسة المالية الإسلامية
149	أولا: خصائص الهندسة المالية الإسلامية
150	ثانيا: أسس الهندسة المالية الإسلامية
151	ثالثا: مداخل الهندسة المالية الإسلامية
153	خلاصة الفصل
154	<b>الفصل الرابع: مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا</b>
155	تمهيد
156	المبحث الأول: السوق المالية الجزائرية
156	المطلب الأول: بورصة الجزائر
156	أولا: إنشاء بورصة الجزائر
159	ثانيا: أسواق بورصة الجزائر
161	ثالثا: المتدخلون في السوق المالية الجزائرية
166	المطلب الثاني: أداء السوق المالية الجزائرية
166	أولا: تطور مؤشر دزايير أندكس
167	ثانيا: حجم السوق المالية الجزائرية

171	ثالثا: سيولة السوق المالية الجزائرية
173	المطلب الثالث: جدول لورنس وبيدرا للحكم على مدى عمق ونضج السوق المالية الجزائرية في إطار التنسيق مع السياسات الاقتصادية
176	<b>المبحث الثاني: السوق المالية المغربية</b>
176	المطلب الأول: بورصة الدار البيضاء
176	أولا: نشأة بورصة الدار البيضاء
178	ثانيا: أسواق بورصة الدار البيضاء
181	ثالثا: المتدخلون في السوق المالية المغربية
182	المطلب الثاني: أداء السوق المالية المغربية
182	أولا: تطور المؤشرات الرئيسية لبورصة الدار البيضاء
184	ثانيا: حجم السوق المالية المغربية
188	ثالثا: سيولة السوق المالية المغربية
189	المطلب الثالث: جدول لورنس وبيدرا للحكم على مدى عمق ونضج السوق المالية المغربية في إطار التنسيق مع السياسات الاقتصادية
192	<b>المبحث الثالث: السوق المالية التركية</b>
192	المطلب الأول: بورصة إسطنبول
192	أولا: نشأة بورصة إسطنبول
193	ثانيا: أسواق بورصة إسطنبول
194	ثالثا: المتدخلون في بورصة السوق المالية التركية
196	المطلب الثاني: أداء السوق المالية التركية
196	أولا: تطور مؤشر BIST 100
197	ثانيا: حجم السوق المالية التركية
201	ثالثا: سيولة السوق المالية التركية
203	المطلب الثالث: جدول لورنس وبيدرا للحكم على مدى عمق ونضج السوق المالية التركية في إطار التنسيق مع السياسات الاقتصادية

205	المبحث الرابع: أثر التنويع والمشتقات المالية والصكوك الإسلامية في تنشيط الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا
205	المطلب الأول: مقارنة بين أداء كل من السوق المالية للجزائر والمغرب وتركيا
206	أولاً: من حيث أداء المؤشر
207	ثانياً: من حيث معدل الرسملة السوقية
208	ثالثاً: من حيث عدد الشركات المدرجة
209	رابعاً: من حيث معدل التداول
210	خامساً: من حيث معدل دوران الأسهم
211	سادساً: من حيث عمق ونضج الأسواق المالية
211	المطلب الثاني: أثر التنويع في تنشيط الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا
212	أولاً: بعض النماذج القياسية لدراسة أثر التنويع على تنشيط الأسواق المالية للدول محل الدراسة
224	ثانياً: قياس تأثير التنويع على الرسملة السوقية للأسواق المالية محل الدراسة
231	ثالثاً: قياس أثر التنويع على معدل التداول للأسواق المالية محل الدراسة
236	رابعاً: التنويع في الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا
238	المطلب الثالث: أثر المشتقات المالية والصكوك الإسلامية والمنتجات المالية المركبة في تنشيط السوق المالية التركية
238	أولاً: أثر المشتقات المالية في تنشيط السوق المالية التركية
243	ثانياً: أثر الصكوك الإسلامية في تنشيط السوق المالية التركية
246	ثالثاً: أثر المنتجات المالية المركبة على تنشيط السوق المالية التركية
248	خلاصة الفصل
250	الخاتمة
258	قائمة المراجع
273	الملاحق
282	الملخص

# فهرس الجداول

فهرس الجداول:

الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
06	جدول لورنس وبيدرا للحكم على مدى عمق ونضج الأسواق المالية في إطار التنسيق مع السياسات الاقتصادية	1-1
15	الفروق الرئيسية بين المضارب والمستثمر الرشيد	2-1
19	الفرضيات الرئيسية لكفاءة الأسواق المالية	3-1
64	سوق المشتقات (إجمالي عدد العقود المتداولة) للنصف الثاني من سنة 2017	1-2
69	أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة	2-2
71	عناصر عقود الخيار	3-2
77	مقارنة بين الصكوك الإسلامية والأسهم	4-2
78	مقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية	5-2
98	المنتجات المالية المركبة في كبريات البورصات الأوروبية لسنة 2015	6-2
108	أمثلة للشموع اليابانية	1-3
118	أثر المتغيرات الاقتصادية على سوق الأسهم	2-3
116	أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني	3-3
160	شروط الإدراج في سوق الأسهم الجزائرية	1-4
164	نشاط الوسطاء في عمليات بورصة الجزائر (حجم التداول) للفترة 2015-2017	2-4
167	الرسمة السوقية للجزائر في الفترة 2005-2017	3-4
169	معدل رسمة السوق المالية الجزائرية في الفترة 2005-2017	4-4
171	تطور معدل التداول في بورصة الجزائر للفترة 2005-2017	5-4
172	تطور معدل دوران الأسهم للسوق المالية الجزائرية في الفترة 2005-2017	6-4
174	تطور المعروض النقدي الجزائري والرسمة السوقية للسوق المالية الجزائرية خلال الفترة 2005-2017.	7-4



179	توزيع الحجم حسب عدد المعاملات لسنتي 2015-2017	8-4
180	شروط الإدراج في أسواق الأسهم المغربية (السوق الرئيسي، سوق التطوير، سوق النمو) وفي سوق السندات المغربية.	9-4
184	الرسكلة السوقية لبورصة الدار البيضاء في الفترة 2005-2017	10-4
186	معدل رسكلة السوق المالية المغربية في الفترة 2005-2017	11-4
188	تطور معدل التداول للسوق المالية المغربية في الفترة 2005-2017	12-4
188	تطور معدل دوران الأسهم للسوق المالية المغربية في الفترة 2005-2017	13-4
189	المعروض النقدي للمغرب والرسكلة السوقية لسوقه المالية للفترة 2005-2017	14-4
190	القرارات المتخذة بالنسبة لأسعار الفائدة في المغرب خلال الفترة 2005-2017	15-4
197	الرسكلة السوقية لتركيا في الفترة 2005-2017	16-4
200	معدل رسكلة السوق المالية التركية في الفترة 2005-2017	17-4
201	تطور معدل التداول للسوق المالية التركية للفترة 2005-2017	18-4
202	تطور معدل دوران أسهم السوق المالية التركية للفترة 2005-2017	19-4
203	تطور المعروض النقدي التركي والرسكلة السوقية للسوق المالية التركية للفترة 2005-2017	20-4
204	معدل الفائدة لتركيا في الفترة 2005-2017	21-4
205	مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا	22-4
224	عرض وصفي لمتغيرات الدراسة (MC,CN)	23-4
225	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة (lnmc, lncn)	24-4
226	نتائج اختبارات جذر الوحدة عند المستوى لمتغيرات الدراسة (lnmc, lncn)	25-4
227	نتائج تقدير أثر التنويع على الرسكلة السوقية للأسواق المالية للدول محل الدراسة	26-4
228	نتائج اختبار (F) للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة	27-4
228	نتائج اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية	28-4
229	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبواقي	29-4

231	عرض وصفي لمتغيرات الدراسة (TVR,CN)	30-4
232	نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للمتغير lnTVR	31-4
232	نتائج اختبارات جذر الوحدة عند المستوى للمتغير lnTVR	32-4
233	نتائج تقدير أثر التنويع على معدل التداول للأسواق المالية للدول محل الدراسة	33-4
234	نتائج اختبار (F) للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة	34-4
234	نتائج اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية	35-4
235	نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبقائي	36-4
240	حجم التداول وعدد العقود في سوق المشتقات المالية لبورصة إسطنبول خلال الفترة 2017-2005	37-4
241	تطور نسبة المشتقات المالية من إجمالي التداول للسوق المالية التركية خلال الفترة 2017-2013	38-4
244	الصكوك المصدرة في تركيا خلال الفترة 2015/9-2011	39-4
245	الصكوك الإسلامية المصدرة في السوق المالية التركية خلال الفترة 2017-2011	40-4
246	نسبة الصكوك الإسلامية من حجم التداول في سوق أوراق الدين التركية خلال الفترة 2017-2012	41-4
246	تطور عدد حسابات المستثمرين بالمنتجات المالية المركبة في السوق المالية التركية خلال الفترة 2017-2013	42-4

# فهرس الأشكال

فهرس الأشكال:

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
08	أقسام السوق المالية	1-1
34	أنواع أوامر المستثمر في البورصات	2-1
41	عوامل تنشيط السوق المالية	3-1
46	تأثير توفر خصائص جودة المعلومات المالية على السوق المالية	4-1
73	خيار الشراء طويل الأجل	1-2
74	خيار بيع طويل الأجل	2-2
81	إجمالي الصكوك الإسلامية المصدرة عالميا للفترة 2001-2017	3-2
82	إصدارات الصكوك عالميا حسب النوع خلال الفترة 2001-2016	4-2
83	الصكوك المصدرة عالميا حسب جهة الإصدار خلال الفترة 2001-2016	5-2
84	الصكوك المصدرة عالميا حسب نوع السوق خلال الفترة 2001-2017	6-2
87	موضع المنتجات المالية المركبة على المنحنى الخاص بالمخاطر والعوائد	7-2
96	عدد المنتجات المالية المركبة المصدرة من 1995-2010	8-2
97	إجمالي المنتجات المالية المركبة المباعة حول العالم من 1995-2010	9-2
98	إصدار وبيع المنتجات المالية المركبة المسجلة في كبريات البورصات الأوروبية لسنة 2015	10-2
99	إجمالي حجم المنتجات المالية المركبة المباعة في السوق الأوروبية في الفترة 2005-2014	11-2
105	النقطة التي يلاحظ فيها المحلل الفني الاتجاه الجديد	1-3
106	الخط البياني	2-3
107	رسم بياني ذو شموع يابانية	3-3
109	نموذج خرائط الأعمدة	4-3

110	نمذج خرائط النقط والأشكال	5-3
110	رسم لحجم التداول	6-3
111	اتجاهات الأسعار	7-3
113	مستوى الدعم	8-3
113	مستوى المقاومة	9-3
114	تحول مستوى المقاومة إلى مستوى دعم	10-3
120	العلاقة بين العائد والمخاطر	11-3
129	دور التنويع في التقليل من المخاطر غير المنتظمة	12-3
132	دور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة المالية	13-3
144	فلسفة الهندسة المالية	14-3
159	أسواق بورصة الجزائر	1-4
166	تطور مؤشر دزير أندكس للفترة الممتدة من 2008-2017	2-4
168	توزيع الرسملة السوقية للجزائر لسنة 2017	3-4
170	عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2005-2017	4-4
175	القروض الموجهة للاقتصاد الجزائري خلال الفترة 2005-2017	5-4
178	أسواق بورصة الدار البيضاء	6-4
182	التطور الشهري لمؤشر مازي العائم للفترة 2015-2017	7-4
183	التطور الشهري لمؤشر FTSE CE Morocco 15 للفترة 2015-2017	8-4
185	توزيع رسملة بورصة الدار البيضاء حسب قطاع النشاط لسنة 2017	9-4
187	عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للفترة 2005-2017	10-4
193	أسواق بورصة إسطنبول	11-4
196	تطور مؤشر BIST 100 خلال الفترة 2005-2017	12-4
199	توزيع رسملة بورصة إسطنبول حسب قطاع النشاط لسنة 2017	13-4

201	عدد الشركات المدرجة في بورصة إسطنبول خلال الفترة 2005-2017	14-4
206	تطور مؤشرات البورصات الناشئة ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا لسنة 2017	15-4
207	تطور معدل الرسملة السوقية في كل من السوق المالية الجزائرية والمغربية والتركية خلال الفترة 2005-2017	16-4
208	تطور عدد الشركات المدرجة في كل من بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء وبورصة إسطنبول خلال الفترة 2005-2017	17-4
209	تطور معدل قيمة التداول للسوق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا خلال الفترة 2005-2017	18-4
210	تطور معدل دوران الأسهم للسوق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا خلال الفترة 2005-2017	19-4
237	تطور التنوع في المنتجات المالية في السوق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا خلال الفترة 2005-2017	20-4
239	توزيع إجمالي حجم التداول في السوق المالية التركية لسنة 2017	21-4
242	الاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي في سوق المشتقات المالية التركية خلال الفترة 2011-2017	22-4
243	إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية حسب الدول خلال الفترة 2001-2015	23-4
244	الصكوك الخاصة والسيادية المصدرة في تركيا خلال الفترة 2011-سبتمبر 2015	24-4

# المقدمة

### المقدمة

يُعتبر القطاع المالي من أهم وأبرز قطاعات الاقتصاد، ليس فقط لأنه يتفاعل تأثيراً وتأثراً بمختلف القطاعات الاقتصادية الأخرى، ولكن أيضاً لأنّ لهذا القطاع تأثيراته الاجتماعية التي تمتد إلى مختلف شرائح المجتمع بشكل مباشر وغير مباشر، من خلال المهام التي تقوم بها مختلف المؤسسات والهيئات المالية وما يترتب عليها من نتائج اقتصادية واجتماعية.

وقد حظي هذا القطاع باهتمام مبكر ومتواصل حيث حقق نقلة نوعية ضخمة قانونية وتنظيمية وهيكلية وعلى نحو جعلت منه واحداً من أكثر القطاعات تطوراً وقدرة على التفاعل السريع مع مختلف التطورات المحلية والإقليمية والدولية من ناحية والأخذ بأسباب الاندماج المتزايد في الاقتصاد العالمي من ناحية ثانية.

ويواجه القطاع المالي تحديات كبيرة في ظل التغيرات الاقتصادية الراهنة كونه من أكثر القطاعات تأثراً بمظاهر العولمة، والتي تمثل أهم معالمها في موجة التحولات والتطورات المتلاحقة التي شهدتها الساحة المالية الدولية، وذلك من خلال الاتجاه المتزايد نحو التحرر من القيود وإزالة المعوقات التشريعية والتنظيمية.

ومع توسع حركة التحرر المالي في الاقتصاديات المتقدمة والناشئة، واتساع وتيرة النشاط الاقتصادي أضحت الضرورة إلى وجود أسواق مالية متطورة كبيرة، وذلك لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد وتنمية للمدخرات، وكذلك في استقطاب الأموال وتوجيهها إلى قنوات استثمارية تساعد على زيادة معدلات النمو الاقتصادي وتحقيق استقرار ورفاهية الأفراد.

إنّ مدى قدرة الأسواق المالية على تحقيق أهدافها تحديداً والأهداف الاقتصادية بشكل عام، يعتمد على مدى الكفاءة التي تتصف بها. وأدركت الدول العربية عامة والجزائر خاصة هذا وعملت على مواكبته غير أنّها لا زالت تواجه جملة من المعوقات تحول دون تنشيط أسواقها المالية.

### إشكالية الدراسة

يعتبر وجود سوق مالية قادرة على حشد وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة الأغراض المنتجة من المتطلبات الأساسية لتحقيق معدلات نمو عالية وقابلة للاستمرار، ودول الدراسة (الجزائر، المغرب وتركيا) من الدول الناشئة التي تتطلع إلى تحديث وتعميق وتقوية هذه السوق. ولتنشيط السوق المالية عليها الاستجابة للمتغيرات المتلاحقة التي تمر بها الصناعة المالية بتحديث وتطوير المنتجات المالية، الأمر الذي يجعل المؤسسات والهيئات المالية تقوم بتعديل في استراتيجياتها و أساليب عملها بتبني الأساليب الحديثة لإدارة الأموال والقائمة على التنوع والانتشار وعدم التقيّد بالنظم التقليدية، كل هذا لتأسيس تنمية شاملة ومتكاملة للسوق المالية.



وعليه يمكن إبراز إشكالية هذه الدراسة كما يلي:

ما مدى تأثير إدارة وتطوير المنتجات المالية على تنشيط السوق المالية في الجزائر والمغرب وتركيا خلال الفترة 2005-2017؟

ومن خلال الإشكالية الرئيسية يمكن طرح التساؤلات الفرعية التالية:

- ما هي عوامل تنشيط الأسواق المالية؟
- فيما تمثل مختلف نماذج إدارة مخاطر المنتجات المالية؟ وكيف يتم تطوير المنتجات المالية؟
- إلى أي مدى وصل الإبداع في الهندسة المالية؟
- ما واقع الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا؟
- إلى أي مدى يمكن أن يتأثر تنشيط السوق المالية بإدارة وتطوير المنتجات المالية في الأسواق المالية محل الدراسة؟

### فرضيات الدراسة

للإجابة على إشكالية الدراسة يمكن صياغة الفرضيات التالية قصد طرحها للمناقشة واختبار صحتها:

- 1- يؤدي إدراج منتجات مالية مستحدثة إلى زيادة إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم في السوق المالية؛
- 2- يوجد منتج مالي يلبي جميع احتياجات المتعاملين في الأسواق المالية؛
- 3- يؤدي الاهتمام بإدارة المنتجات المالية إلى رضا المتعاملين بالسوق المالية وزيادة عددهم؛
- 4- لا يوجد اختلاف فيما يخص أثر إدارة وتطوير المنتجات المالية في تنشيط الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا.

### أهمية الدراسة

يكتسي الموضوع أهمية بالغة وهذا راجع لـ :

- التحديات الجديدة التي يواجهها القطاع المالي في ظل الانفتاح على الاقتصاد العالمي وذلك في إطار العولمة والتحرير المالي الذي انتهجته العديد من الدول؛
- يعتبر الاستثمار المحور الأساسي لعملية التنمية الاقتصادية، والأسواق المالية بدورها تعتبر من المقومات الأساسية للمناخ الاستثماري الجيد وذلك نظراً لدورها الكبير في تلاقي جمهور الممولين مع الشركات التي تبحث عن مصادر لتمويل أعمالها، الأمر الذي يعود بالنفع على المجتمع ككل.

- مساهمة السوق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر تبقى متواضعة جداً، بسبب تواضع مستويات نشاط الأسواق الأولية والثانوية التي حققت نتائج غير كافية منذ 1999.

### أهداف الدراسة

هناك عدة أهداف تسعى هذه الدراسة لتحقيقها، أهمها:

- التعرف على أهم عوامل تنشيط السوق المالية، ومتطلبات السوق المالية الكفؤة؛
- التعرف على أغلب المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية؛
- الوقوف على أهم السياسات والاستراتيجيات المتبعة لإدارة المنتجات المالية، وكيفية تطويرها؛
- الوقوف على الأثر الكبير لإدارة وتطوير المنتجات المالية على تنشيط السوق المالية، والاستفادة من تجارب الأسواق المالية المغربية والتركية، لوضع اقتراحات لتنشيط السوق المالية الجزائرية وتطويرها.

### أسباب اختيار الموضوع

عموماً ترجع أسباب اختيار موضوع الدراسة إلى أسباب موضوعية وأخرى ذاتية، تُلخص فيما يلي:

#### 1. الأسباب الموضوعية:

- الموضوع يمثل ظاهرة اقتصادية تتطلب الدراسة؛
- طبيعة تخصصنا الدراسي المالي و هو ما يتجاوب و طبيعة الدراسة؛
- محاولة تقديم من خلال هذه الدراسة، رؤية معمقة حول الأسس النظرية لإقامة سوق مالية فعالة، وأهم عوامل تنشيط السوق المالية، والتي من خلالها يمكن الكشف عن أوجه القصور في السوق المالية الجزائرية، حتى يتم تقديم بعض الحلول التي تعتبر إسهاماً في تنشيط السوق المالية الجزائرية.

#### 2. الأسباب الذاتية:

- الرغبة في البحث والتعمق في مجال التخصص،
- اقتناعاً منا بأهمية الموضوع من الناحية النظرية والتطبيقية.

### منهج الدراسة

من أجل الإجابة على الإشكالية المطروحة والتأكد من الفرضيات الموضوعية ومن ثم الوصول إلى الأهداف المسطرة سيتم الاعتماد في هذه الدراسة على:

- المنهج الوصفي التحليلي وهذا في سبيل التشخيص السليم والوصف الدقيق لموضوع الدراسة من مختلف جوانبه، كما سيتم الاعتماد على أسلوب المسح المكتبي وذلك بهدف التعرف على مختلف المراجع والبحوث والدراسات التي لها صلة بموضوع البحث؛

- المنهج المقارن في الجانب التطبيقي لإجراء الدراسة المقارنة وتحليل وتفسير البيانات والمؤشرات والوقوف على دلالتها، وذلك باستخدام أدوات إيضاحية كالجداول والأشكال والمنحنيات البيانية كلما دعت الحاجة لذلك. كما تم استخدام نماذج مقدرة وأدوات قياسية لتحديد درجة العلاقة بين متغيرات الدراسة.

### مصادر المعلومات

استندت هذه الدراسة في جانبها النظري على العديد من المراجع، من كتب ودوريات وأبحاث ومقالات بمختلف اللغات. كما تم إنجاز الجانب التطبيقي للدراسة بالاعتماد على التقارير الخاصة ببورصات الدول محل الدراسة (الجزائر، المغرب وتركيا)، وتقارير الهيئات المتدخلة بها، إضافة للتقارير السنوية للبنوك المركزية لهاته الدول، والإحصاءات والدراسات التي تصدرها الهيئات الرسمية ذات الصلة بموضوع الدراسة، كما تم الاعتماد على أساليب التحليل القياسي في اختيار المتغيرات وطرق الاختبار والتقدير بالاستعانة بالبرنامج الإحصائي Eviews 9.

### حدود الدراسة

إنّ هذه الدراسة محدودة من الناحية المكانية بالدول الثلاثة: الجزائر والمغرب وتركيا، أما من الناحية الزمانية فالفترة محل الدراسة هي 2005-2017.

### الدراسات السابقة

من خلال الاطلاع على الدراسات السابقة، هذه أهم الدراسات التي سلطت الضوء على جانب معين من موضوع البحث:

- دراسة حسن ياسر إسماعيل، 1999، بعنوان: **تنشيط سوق المال في مصر عن طريق تطوير الأدوات المالية**، حيث هدفت هذه الدراسة إلى تقييم وضع سوق المال في مصر بصورة متكاملة من خلال التعرض إلى الأوضاع السائدة في الأسواق الناشئة الأخرى، وكذلك تقييم الأوراق المالية المتداولة بسوق المال في مصر. وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: شهدت السنوات الأخيرة من القرن العشرين تطورات إيجابية في وسائل الإعلام بالنسبة لنشر التحليلات المالية التي تساعد على نشر المعارف لدى المستثمرين في مصر، وكذا إدراج أدوات مالية مطورة ساعدت على تنشيط السوق المالية المصرية.

- دراسة خالد محمد نصار، 2006، بعنوان: **آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية**، حيث قام الباحث بإجراء دراسة ميدانية الهدف منها التعرف على وجهة نظر المستثمرين بخصوص الآثار المترتبة على اقتصار التعامل في سوق فلسطين للأوراق المالية على الأسهم العادية، ومدى تقبلهم لقيام سوق فلسطين للأوراق المالية بتطبيق بعض أساليب تسوية الصفقات المستحدثة وإدراجها لبعض منتجات الهندسة المالية تحقيقا لميزة التنوع الاستثماري. وتوصلت

الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها أنّ المستثمرون يرغبون في إدراج منتجات الهندسة المالية للتداول بسوق فلسطين للأوراق المالية.

- دراسة صلاح الدين شريط، 2012، بعنوان: " دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية – دراسة تجربة جمهورية مصر العربية"، وكان الهدف من هذه الدراسة إبراز الدور الذي يمكن أن تقوم به صناديق الاستثمار لدعم الاقتصاد الوطني عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية. حيث تطرقت الدراسة إلى الجوانب النظرية والفنية لكل من الادخار، الاستثمار، سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار. كما تم عرض التجربة المصرية حول الدور الذي لعبته صناديق الاستثمار في تنشيط سوق الأوراق المالية المصرية. وكانت نتيجة هذه الدراسة أنّ صناديق الاستثمار هي الحل لتقليص الفجوة الكبيرة بين السوق النقدية والسوق المالية الجزائرية، وذلك بتحريك البورصة الجزائرية من جهة، وإخراج قطاع البنوك من العمل المصرفي التقليدي إلى دور أوسع وأكثر شمولاً يواكب التغيرات. ويتمثل هذا الدور بخلق صناديق استثمار تجمع المدخرات المحلية والأجنبية وتقوم باستثمارها في بورصة الجزائر. وبالتالي تساهم الصناديق في خلق الطلب على مختلف أنواع الأوراق المالية وزيادة معدل التعامل فيها.
- دراسة كتاف شافية، 2014، بعنوان: " دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط السوق المالية الإسلامية – دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية"، حيث هدفت هذه الدراسة إلى توضيح مختلف جوانب الصكوك الإسلامية، مع تسليط الضوء على أهميتها الكبيرة ودورها الهام في تنشيط وتطوير الأسواق المالية، وهذا بالتطرق إلى المعالم الأساسية للسوق المالية الإسلامية من حيث المفهوم والمهام والمكونات، بالإضافة إلى تنظيم وإدارة السوق مع عرض التجربة الماليزية والبحرينية وسوق دبي المالي الإسلامي، كما تم التطرق لدور الأسهم والصكوك في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية مع عرض تجربة الكويت في ذلك، وفي الأخير تناولت دور صناديق الاستثمار الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية مع دراسة حالة السعودية. وتبيّن من هذه الدراسة أنّ الأدوات المالية الإسلامية ورغم كل الصعوبات والعراقيل التي تواجهها تُعتبر من أهم المنتجات التي سيكون لها دور كبير وأهمية بالغة في تطوير الأسواق المالية عموماً وفي تفعيل وتنشيط السوق المالية الإسلامية خصوصاً، من خلال مساهمتها في توسيع قاعدة السوق الأولية للأسواق المالية وتنشيط وتطوير أسواقها الثانوية.
- دراسة Cem Saatcioglu, Iskender Karagul, Ara G.Volkan، 2005، بعنوان Usefulness Of Derivatives Instruments In Emerging Markets : Turkish Experience، " فائدة الأدوات المشتقة في الأسواق الناشئة: التجربة التركية"، وكان الهدف من الدراسة إبراز دور المشتقات المالية في

تنشيط الأسواق، مع عرض تجربة تركيا في إدراج المشتقات المالية في سوقها المالية. وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها: إدراج المشتقات المالية في السوق المالية التركية ساعدها على استكمال عملية الإصلاح، وتحقيق مستوى عال من الجودة، وإنشاء سمعة مهنية في الساحة الدولية؛

- دراسة Jun Ono، 2013، بعنوان "Competitiveness Of Stock Mark"، "القدرة التنافسية لسوق الأوراق المالية"، هدفت هذه الدراسة إلى توضيح العوامل التي تؤثر على قوة الأسواق المالية الآسيوية، وأهم المؤشرات التي تحدد درجة نشاط وتنافسية أي سوق مالية، وقامت هذه الدراسة بمقارنة الأسواق المالية لكل من طوكيو أستراليا سنغافورة وهونغ كونغ، وخلصت الدراسة إلى أن السوق المالية لطوكيو هي الأكثر نشاطاً وتنافسية بين الأسواق الأربعة، لأنها حققت أعلى النتائج الخاصة بالمؤشرات التي تقيس تنافسية الأسواق المالية (السيولة، معدل الدوران، توفر منتجات جديدة، الاستثمار الأجنبي، النزاهة ومصداقية السوق).

ما يلاحظ من الدراسات السابقة هو أنها تطرقت لمتغير من متغيرات الدراسة، فمنها ما تناولت دور المشتقات المالية في تنشيط الأسواق المالية، وأخرى أهمية إدراج منتجات مالية إسلامية لجذب متعاملين جدد، وغيرها تناولت بعض الأدوات لتطوير البورصة، وأخرى تناولت المؤشرات التي تحدد درجة نشاط السوق المالية. وجاءت هاته الدراسة استكمالاً لهذه الدراسات حيث جمعت بين كل هذه المتغيرات إضافة إلى متغيرات أخرى. كما تتميز عن غيرها من الدراسات بأنها حاولت تحديد مدى عمق ونضج الأسواق المالية محل الدراسة.

## هيكل الدراسة

في محاولة للإجابة عن الإشكالية المطروحة، تم تقسيم الدراسة إلى أربع فصول كما يلي:

- **الفصل الأول: يتناول الأسواق المالية، من خلال التطرق إلى ماهيتها، وظائفها وخصائصها، كفاءتها، مؤشراتنا، إجراءات وقواعد التعامل بها، أهم عوامل تنشيطها، وإلى المعايير المستخدمة لقياس نشاطها؛**
- **الفصل الثاني: يتناول المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية، حيث قُسمت المنتجات المالية إلى المنتجات المالية التقليدية، المشتقات المالية، الصكوك الإسلامية، والمنتجات المالية المركبة. وتم عرض أهم خصائص وأنواع هاته المنتجات؛**
- **الفصل الثالث: يتناول إدارة وتطوير المنتجات المالية، يتم من خلاله الوقوف على كيفية تحليل المنتجات المالية، كيفية إدارة مخاطرها، والهندسة المالية كمنهج لتطوير المنتجات المالية؛**

- الفصل الرابع: تمّ فيه مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا، من خلال التطرق لواقع الأسواق المالية محل الدراسة، والحكم على مدى عمقها ونضجها باستخدام جدول لورنس وبيدرا للحكم على مدى عمق ونضج الأسواق المالية في إطار التنسيق مع السياسات الاقتصادية، وكذا التعرف على مدى مساهمة إدارة وتطوير المنتجات المالية في تنشيط الأسواق المالية لكل من الدول الثلاثة، من خلال بعض المؤشرات التي تعكس هذه المساهمة.

### صعوبات الدراسة

- تتمثل الصعوبات التي واجهتنا عند إنجاز هذه الدراسة في:
- عدم وجود بيانات ومعلومات كافية للسوق المالية الجزائرية؛
- صعوبة المقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا وهذا للاختلاف الكبير بينها.

# الفصل الأول: الأسواق المالية

### الفصل الأول: الأسواق المالية

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة، خاصة النظم الرأسمالية، وتعاضمت أهميتها نظرا للدور الذي تؤديه هذه الأسواق بتحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي، ويُعتبر وجود سوق مالية قادرة على حشد وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة الأغراض المنتجة من المتطلبات الأساسية لتحقيق معدلات نمو عالية وقابلة للاستمرار.

نتيجة للأهمية التي تحتلها الأسواق المالية يتوجب علينا دراسة العموميات الأساسية للأسواق المالية، حيث تم تقسيم هذا الفصل إلى أربع مباحث كما يلي:

المبحث الأول: الجوانب النظرية للسوق المالية؛

المبحث الثاني: المؤشرات في السوق المالية؛

المبحث الثالث: إجراءات وقواعد التعامل في الأسواق المالية ؛

المبحث الرابع: تنشيط السوق المالية وميزتها التنافسية.



### المبحث الأول: الجوانب النظرية للسوق المالية

تعد السوق المالية بمثابة جهاز لقياس قوة أو ضعف اقتصاد بلد ما، وهذا بصفة مستمرة وهي دائرة من الدوائر الأساسية التي تساهم في تمويل قطاعات النشاط الاقتصادي، عن طريق المنتجات المالية المصدرة من طرف الشركات، من أجل هذا كله كانت السوق المالية محل اهتمام الكثير من الدول بما فيها تلك السائرة في طريق النمو والمتخلفة. وللتعرف أكثر على السوق المالية تناول هذا المبحث السوق المالية من حيث: مفهومها، وتكوينها، وكذا مستويات كفاءتها.

### المطلب الأول: مفهوم السوق المالية

لقد اهتم العديد من الاقتصاديين بمفهوم السوق المالية لما لها من أهمية كبرى للاقتصاد القومي والمستثمرين والشركات المصدرة للمنتجات المالية، وسيتم التطرق لمفهوم السوق المالية بتناول ما يلي: تعريفها، نشأتها، وكذا تقسيمها.

#### أولاً: تعريف السوق المالية

لقد تعددت تعريفات السوق المالية من قبل الباحثين والخبراء الماليين، حيث عرفها البعض بأنها:

- الميكانيكية التي نشأت لتسهيل عملية تبادل الأصول المالية<sup>1</sup>؛
- الأسواق المالية هي عبارة عن أسلوب أو أداة يتبادل من خلالها أو بواسطتها بائع الأوراق المالية مع المشتري لهذه الأوراق مقابل النقد<sup>2</sup>؛
- السوق المالية عبارة عن مكان أو آلية يتم تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً من قبل جمهور المستثمرين<sup>3</sup>؛
- السوق المالية هي المكان الذي يسمح بتداول الأصول المالية كألسهم والسندات، وتقوم المؤسسات المالية فيه بدور الوسيط المالي عن طريق تسهيل عملية تدفق الأموال من الأفراد والمؤسسات أو الحكومة ذات الفائض النقدي، إلى الجهات ذات العجز النقدي<sup>4</sup>؛
- السوق المالية هي ذلك الإطار الذي يجمع بين الوحدات المدخرة التي ترغب بالاستثمار ووحدات العجز التي هي بحاجة إلى الأموال بغرض الاستثمار عبر فئات متخصصة عاملة في السوق بشرط توفر قنوات اتصال فعالة<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - محمد الحناوي، وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، طبعة 2007، ص15.

<sup>2</sup> - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2012، ص37.

<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص39.

<sup>4</sup> - Jeff Madura, "Financial institution and markets", Seventh edition, Thomson, south- western, 2006, p: 02.

<sup>5</sup> - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان-الأردن، 2004، ص 106.

من خلال التعاريف السابقة يمكن إعطاء تعريف شامل للسوق المالية وهي "ذلك الإطار الذي يتم بموجبه الجمع بين الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي والفائض المالي، حيث يتم من خلالها بيع وشراء المنتجات المالية التي تطرح لأول مرة للتعامل والمصدرة حديثاً، وتداولها فيما بعد حيث تُمكن البائعين والمشتريين للمنتجات المالية إتمام عمليات البيع والشراء عن طريق السماسرة والوسطاء والشركات العاملة في هذا المجال". وبعد الوصول لهذا التعريف للسوق المالية وُجب أيضاً تعريف المنتجات المالية، وفيما يلي أهم التعاريف التي تطرقت لها:

- هي أوراق مالية تصدرها وحدات اقتصادية لتحصل من خلالها على أرصدة مالية من السوق المالية<sup>1</sup>.
- هي عبارة عن مستندات ورقية تحوي شروط تعاقدية تُحول مالكيها حقوق محددة في الأصول المادية للشركات والتدفقات النقدية الناتجة عنها<sup>2</sup>.
- هي صكوك أو مستندات تُثبت حق صاحبها في ملكية جزء من صافي أصول أو موجودات الشركة، وما ينتج عن استثمارها من ربح مثل الأسهم، أو الحق في دين على الشركة المصدرة للورقة مثل السندات، أو الحق في العائد فقط مثل حصص التأسيس، أو تكون قابلة للتداول بالبيع والشراء في سوق رأس المال مثل الأسهم والسندات<sup>3</sup>.
- هي عبارة عن قيم منقولة، أو حصص قابلة للتداول، تُصدرها شخصيات عامة مثل حكومات أو هيئات حكومية، أو شخصيات خاصة مثل شركات الأموال، في صورة صكوك، تُثبت أنّ صاحبها يملك نصيباً في رأس مال شركة (سهم)، أو حصة في قرض لشخص معنوي عام أو خاص (سند)<sup>4</sup>.
- هي قيم منقولة تصدر من قبل أشخاص معنويين، سواء كانوا عموميين (الدولة، السلطات الولائية، المحلية) أو مؤسسات خاصة، وينتج عن ذلك دين على عاتق تلك الهيئة المصدرة، أو مشاركة في الملكية من قبل المستثمرين في تلك الأوراق<sup>5</sup>.
- وهناك من عرف المنتج المالي بأنه التمثيل القانوني لحق المستثمر في الحصول على العوائد المتوقعة في المستقبل في ظل شروط محددة سلفاً<sup>6</sup>.

مما سبق يمكن تعريف المنتجات المالية بأنها "أوراق مالية تشير إلى حقوق حاملها تجاه مصدر هذه الأوراق المالية (مثل الجهات الحكومية أو مشروعات الأعمال)، أي أن هذه الورقة المالية دليل الملكية للمستثمر كما أنها تحدد

<sup>1</sup> - ضياء مجيد، البورصات: أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، طبعة 2008، ص 32.

<sup>2</sup> - أجين برغام، ترجمة وإعداد محمود فتوح وآخرون، الإدارة المالية 1: مفاهيم أساسية تقييم الأدوات المالية، الطبعة الأولى، 2010، شعاع للنشر والعلوم، حلب\_سورية، ص 29.

<sup>3</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي -دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، الطبعة الأولى 2002، ص 29.

<sup>4</sup> - أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية: أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى 2007، ص 29-30.

<sup>5</sup> - محفوظ جبار، سلسلة التعريف بالبورصة: الجزء الثاني، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومة، الطبعة الأولى 2002، ص 22.

<sup>6</sup> - محمد الخناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، مرجع سابق، ص 12.

حقوقه القانونية والتي قد تتمثل في حقوق ملكية شائعة في إجمالي أصول الجهة المصدرة للورقة المالية ( كما في حالة الأسهم) أو حقوق دائنية (كما في حالة السندات)".

### ثانيا: نشأة السوق المالية

من المعلوم أن الأسواق المالية ليست بالأسواق الحديثة بل ترجع إلى الماضي البعيد، إلا أنها لم تأخذ شكلها النهائي الذي تعرفه اليوم إلا بمرور الوقت، حيث مرت بمراحل كثيرة ومتعددة حتى أصبحت اليوم تشكل عصب الحياة المالية. حيث تم إنشاء أول سوق مالي في عام 1339 في بلجيكا، وانتقل إلى مدينة ليون في فرنسا عام 1639، ثم إلى باريس وإلى أمستردام ولندن في القرن السابع عشر، وانتظمت الأسواق بحدود عام 1890 بعد حركة الكشوفات الجغرافية واكتشاف أمريكا الشمالية والجنوبية وكذلك الثورة الصناعية التي كان لها الأثر في تطور الفكر الاقتصادي والأسواق المالية<sup>1</sup>.

وتمر السوق المالية بعدة مراحل حتى تصل إلى مرحلة النضج، وهذا ما يوضحه الجدول التالي:

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص 34.

جدول رقم (1-1): جدول لورنس وبيدرا للحكم على مدى عمق ونضج الأسواق المالية في إطار التنسيق مع

السياسات الاقتصادية

إطار التنسيق	المراحل
في هذه المرحلة، يتولى البنك المركزي تمويل عجز الموازنة بشكل شبه كامل، وتظهر الحاجة إلى تشريعات رسمية تحد من هذا التمويل، وذلك بهدف تجنب التوسع الزائد عن الحد في الائتمان المحلي وعملية خلق النقود ومن المفيد أن يتم الاعتماد في هذه المرحلة على إطار برمجة النقود بمعناها الواسع للتنبؤ بحجم الطلب على النقود ومصادر الائتمان المحلي.	<b>المرحلة الأولى:</b> عدم وجود سوق أو وجود سوق صغير الحجم للأوراق المالية
في هذه المرحلة، تشهد سوق المال إدخال الأدوات المالية الحكومية قصيرة الأجل (أذون الخزانة)، وتبقى سوق الإقراض بين البنوك غير ناضجة، واستمرار السوق الثانوي في مرحلة عدم التطوير، واستمرار التحكم الإداري في تحديد أسعار الفائدة أو تمييزها بدرجة مرونة غير كافية. يتم في هذه المرحلة إتباع سياسات متسقة لتخفيض تكاليف أعباء خدمة الدين بينما يظل الاعتماد على إطار برمجة النقود بمعناها الواسع، واستخدام أذون الخزانة الحكومية والأدوات غير المباشرة الأخرى لتنفيذ السياسة النقدية.	<b>المرحلة الثانية:</b> مرحلة مبدئية لتطوير السوق
في هذه المرحلة، تكتسب سياسة تحديد أسعار الفائدة مزيدا من المرونة، واستخدام أكثر توسعا لأذون الخزانة الحكومية واتباع أسلوب المزاد العلني للائتمان في تنفيذ السياسة النقدية، بينما يتم استبدال القروض الرديئة بالأوراق المالية الحكومية. كما يتم إدخال أدوات الدين متوسطة الأجل ذات أسعار فائدة محددة إداريا أو مربوطة بسعر الفائدة السائد على أذون الخزانة الحكومية. كما يتم زيادة حجم وتوسيع مدى حاملي الأوراق المالية مع رسم خطط للترتيبات المؤسسية والتشريعية التي تنظم وتحكم التعامل في السوق الثانوي. يظل البنك المركزي المصدر الرئيسي لتوفير السيولة فيما يتعلق بأدوات الدين الحكومي. يتم في هذه المرحلة تقوية سوق الإقراض بين البنوك، وإدخال ترتيبات المقاصة والتسوية.	<b>المرحلة الثالثة:</b> سوق مالية متطورة لم تصل إلى مرحلة التطور الكامل

<p>وفي هذه المرحلة يتم انتهاج عمليات مراجعة مدى كفاية الإشراف المصرفي فيما يتعلق بإدارة الأصول والخصوم.</p> <p>يلقى أسلوب الاعتماد على إطار برجة النقود بمعناها الواسع اهتماماً أقل، في حين يكتسب أسلوب الاعتماد على النقود الاحتياطية اهتماماً أكبر كمرشد للبنك المركزي في سياسة التدخل في ظل سياسة مالية منضبطة.</p>	
<p>في هذه المرحلة، يتم تحديد أسعار الفائدة بمرونة كاملة.</p> <p>تقوية وتوسيع الترتيبات المؤسسية والتشريعية والإشرافية للسوق الثانوي، ويتم كذلك توفير درجة عالية من السيولة لأدوات الدين العام من خلال السوق المالية، وتوفير استقلالية للبنك المركزي تكفل له السيولة بشكل لا يملى عليه.</p> <p>كما يتم إدخال أسلوب المزاد العلني لأدوات الدين متوسطة وطويلة الأجل.</p> <p>وكذلك إصلاح نظام الدفع المحلي مع التوسع في انتهاج أنظمة المقاصة والتسوية والسجلات المحاسبية.</p> <p>تصل السوق المالية من النضج إلى الدرجة التي تتفاعل عندها بسرعة وقوة مع الإشارات الناجمة عن تنفيذ السياسة النقدية.</p> <p>ربما ترسم الترتيبات المؤسسية أهدافاً منفصلة لإدارة الدين و السياسة النقدية مدعمة بأسلوب الاعتماد على عمليات السوق، و إشارات السوق و الترتيبات العملية بين صناع السياسات لتأكيد اتساق و انضباط السياسة المالية، و ذلك لان نجاح البنك المركزي في تنفيذ السياسة النقدية مرتبط بتحقيق التناسق مع السياسة المالية و اكتساب ثقة الجمهور.</p>	<p><b>المرحلة الرابعة:</b> <b>سوق مالية ناضجة</b></p>

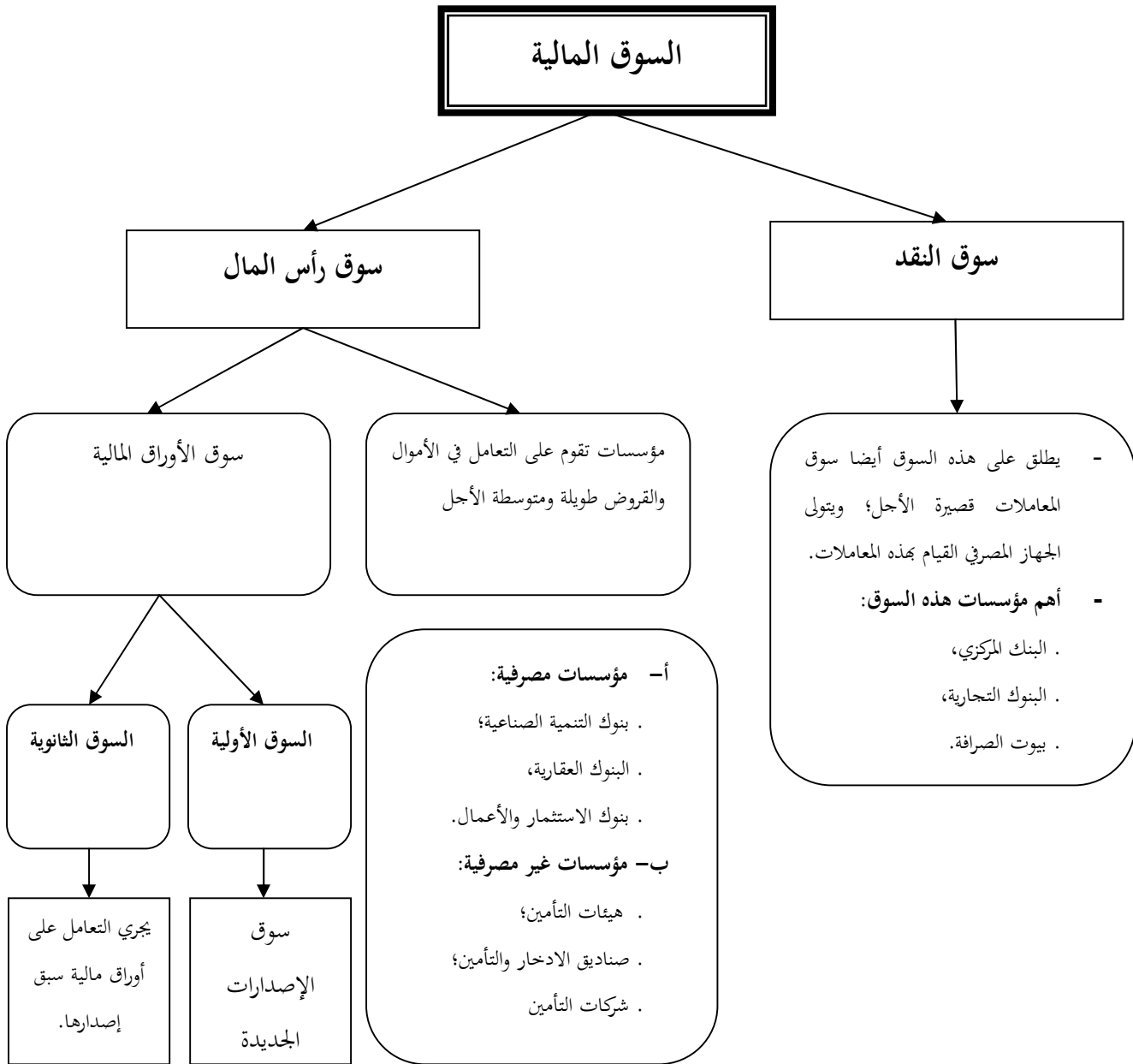
المصدر: عادل عبد العظيم، اقتصاديات الاستثمار: النظريات والمحددات، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد 67، نوفمبر 2007، ص 11.

يتضح من الجدول السابق أنّ هناك أربعة مراحل لوصول السوق المالية لمرحلة النضج، حيث تكون في البداية على شكل سوق صغير الحجم للأوراق المالية، لتنتقل بعد ذلك إلى مرحلة مبدئية لتطوير السوق، والتي من ميزاتهما إدخال الأدوات المالية الحكومية قصيرة الأجل (أذون الخزانة)، واستمرار السوق الثانوي في مرحلة عدم التطوير، لتنتقل بعد هذا لسوق مالية لم تصل إلى مرحلة التطور الكامل، ومن أهم ميزات هذه المرحلة استخدام أكثر توسعاً لأذون الخزانة الحكومية، كما يتم إدخال أدوات الدين متوسطة الأجل ذات أسعار فائدة محددة إدارياً أو مربوطة بسعر الفائدة السائد على أذون الخزانة الحكومية، ويتم زيادة حجم وتوسيع مدى حامللي الأوراق المالية. لتتطور بعدها إلى سوق مالية ناضجة، ومن أهم سمات هذه المرحلة درجة عالية من السيولة لأدوات الدين العام، إضافة إلى أنّ في هذه المرحلة تتفاعل السوق المالية بسرعة وقوة مع الإشارات الناجمة عن تنفيذ السياسة النقدية.

ثالثا: تقسيم السوق المالية

هناك العديد من المعايير لتقسيم السوق المالية، منها التقسيم حسب أجل المنتجات المالية وهو ما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم (1-1): أقسام السوق المالية



المصدر: زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2007، ص12.

يتضح من الشكل السابق، أنه تم تقسيم السوق المالية إلى سوق النقد وسوق رأس المال، وهذا حسب معيار أجل المنتجات المالية، حيث التعامل في المنتجات قصيرة الأجل يتم في سوق النقد، والتعامل في المنتجات طويلة

ومتوسطة الأجل يتم في سوق رأس المال، وهناك أيضا تقسيم السوق المالية حسب الوظائف التي تقوم بها، وهو الأكثر شيوعاً والأكثر عمومية، وحسب هذا المعيار تنقسم السوق المالية إلى:

1- سوق الإصدار (السوق الأولية): هي تلك السوق التي يتم من خلالها بيع المنتجات المالية المصدرة لأول مرة عن طريق الاكتتاب العام في المنتجات المالية، أي أين يتم بيع وشراء المنتجات المالية التي تطرح لأول مرة للتعامل والمصدرة حديثاً، لهذا تعرف بسوق الاصدارات الجديدة<sup>1</sup>. وفي السوق الأولية تحصل الشركة المصدرة للأوراق المالية من جراء بيع إصداراتها على احتياجاتها من الأموال، وهذا بخلاف الحال في السوق الثانوية، بحيث لا يترتب على تداول الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة حصولها على شيء من المال، لهذا قيل عن هذه السوق أنها سوق استثمار حقيقي، وعن السوق الثانوية سوق الاستثمار المالي<sup>2</sup>.

2- سوق التداول (السوق الثانوية): هي تلك السوق التي يتم من خلالها التعامل بالمنتجات المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية، وتسمى هذه السوق بسوق التداول لأن المنتجات التي تم إصدارها سابقاً تدخل مرحلة التداول في السوق الثانوية، ويتم تداولها بين مختلف المستثمرين. والأسواق الثانوية إما منظمة يحكم التعامل فيها قوانين وإجراءات رسمية، ويقتصر التعامل فيها على المنتجات المالية المسجلة لديها وهي ما تسمى بالبورصة أو غير منظمة يقوم بإدارتها مجموعة من الوسطاء يتبادلون المعلومات فيما بينهم، ويحددون الأسعار وفقاً لحجم العرض والطلب.

أ. البورصة (السوق المنظمة): تعود كلمة البورصة إلى القرن 15م نسبة إلى عائلة Vander Bourse التي كانت تملك فندقاً كان يجتمع فيه التجار القادمين من فلورنسيا إلى مدينة بريج البلجيكية، والتي كان يأتيها التجار من كافة المناطق حيث تطورت التعاملات فيه، ونظراً لعدم اصطحاب التجار بضائعهم معهم كانت تتم الارتباطات في شكل عقود وتعهدات، ومن ثم استبدلت البضائع الحاضرة بالتزامات مستقبلية قائمة على الثقة المتبادلة بين الأطراف المتعاملة.

<sup>1</sup> - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات، والاستراتيجيات، الجزء الثاني (الأسواق والأدوات المالية)، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، الطبعة الأولى 2011، ص 553.

<sup>2</sup> - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز إشبيلية للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، ج 1، 2005، ص 69.

وتعرف البورصة على أنها: "المكان الذي يلتقي فيه السماسرة والوسطاء والهيئات المرخصة للتعامل في المنتجات المالية من أسهم وسندات وغيرها من الأدوات تحت رقابة السلطات العمومية"<sup>1</sup>. كما عرفت بأنها آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعة وشراء<sup>2</sup>، وتعتبر بورصة نيويورك للأسهم (NYSE) New York Stock Exchange أهم وأكبر بورصات المنتجات المالية في العالم.

**ب. السوق غير المنظمة:** يقصد بها الأسواق التي يجري فيها التعامل بالمنتجات المالية ولكن خارج مقصورة البورصة، حيث لا يوجد مكان لإجراء هذه المعاملات ويتم التعامل من خلال شبكة اتصالات سريعة تجمع بين السماسرة والتجار وتظهر طلبات الشراء والبيع لأسهم المؤسسات المختلفة عبر شاشات الاتصال الإلكتروني حيث يتم تنفيذ الصفقة عند أفضل عرض الشراء أو البيع<sup>3</sup>. وتمتاز هذه السوق بسهولة التعامل فيها بحكم تحررها من الكثير من القيود والشروط التي يفرضها التعامل في السوق الرسمية<sup>4</sup>.

وفي الولايات المتحدة تتعدد الأسواق غير الرسمية، حيث ثمة أسواق أخرى لعل أهمها السوق الثالثة والسوق الرابعة والتي سنتناولها فيما يلي:

**ج. السوق الثالثة:** هي جزء من السوق غير المنظمة، حيث يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة (مثلا صناديق التقاعد، صناديق الاستثمار، شركات التأسيس)، وتتميز معاملات هذه السوق بصغر تكلفتها وكذا سرعة تنفيذها، كما توفر هذه الأسواق للمتعاملين بعض الميزات التي تمكنها من النجاح والازدهار، حيث يمنحهم حق التفاوض في مقدار العمولة<sup>5</sup>.

**د. السوق الرابعة:** هي سوق التعامل المباشر بين المؤسسات الكبيرة مصدرة لأوراق مالية وبين أغنياء المستثمرين دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وتكلفة

<sup>1</sup> - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص 548.

<sup>2</sup> - عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2008، ص 21.

<sup>3</sup> - عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، 2002، ص 45.

<sup>4</sup> - عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 55.

<sup>5</sup> - هندي منير ابراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999، ص 23.



بسيطة من خلال شبكة اتصالات الكترونية وهاتفية وهو ما يشبه السوق الثالثة لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة<sup>1</sup>.

### المطلب الثاني: وظائف وخصائص السوق المالية

للسوق المالية عدة وظائف وخصائص توجز فيما يلي:

#### أولاً: وظائف السوق المالية

تتحلى أهمية السوق المالية في جملة الوظائف التي تؤديها، حيث أن الوظيفة الاقتصادية بصورة عامة للسوق المالية هي تسهيل انسياب رؤوس الأموال بين الوحدات الاقتصادية، من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، من خلال تسهيل مهمة الدخول إلى السوق لتجميع المدخرات من مختلف الشرائح والقطاعات، وتحويلها إلى وحدات العجز بهدف زيادة الاستثمار والإنتاج، وتندرج تحت هذه الوظيفة عدة وظائف أخرى أهمها<sup>2</sup>:

#### 1- الوظائف الاقتصادية لأسواق الإصدار

- تأسيس شركات مساهمة جديدة، وبهذا تعد سوق الإصدار من إحدى الركائز المهمة في إحداث النشاط الاقتصادي والتي يصعب من دونها النهوض بعملية التنمية.
- تعتبر هذه السوق آلية أساسية لتجميع المدخرات الفردية، وكذلك نقل حركة رؤوس الأموال الوطنية من قطاعات المجتمع ذات الفائض المالي إلى قطاعات الإنتاجية ذات العجز المالي.
- تمثل أسواق الإصدار حلقة وصل بين المدخرين ( أصحاب الفائض المالي) والمستثمرين ( أصحاب العجز المالي) ومن خلال هذه الوظيفة فإنها تقوم بأداء دورين هما:
  - إتاحة الفرصة للمستثمرين لاستثمار مدخراتهم، وتوفير مصادر تمويل متعددة للمنتجين وذلك بهدف تمويل مشروعاتهم أو للتوسع فيها.
  - القيام بتوزيع المدخرات المكتنزة بين ذوي أصحاب العجز المالي.
- تقوم هذه الأسواق بلعب دور مهم يتمثل في كونها أداة لتوجيه المدخرات الوطنية إلى الاستثمار الحقيقي في إقامة أو التوسيع في أصول رأسمالية منتجة، عوضاً عن مجرد توظيفها في استثمارات سلبية مثل شراء العقارات أو الذهب.

<sup>1</sup> بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد -تلمسان، 2012-2013، ص 28.

<sup>2</sup> محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، المنعقد في الفترة 6\_8 مارس 2006، المجلد الأول، ص ص 15-18.

- تؤدي هذه الأسواق الدور الذي يعجز الأفراد عن القيام به في التمويل الكبير لتأسيس الشركات المساهمة، أو تلبية احتياجات ماهو قائم منها من المواد اللازمة للتوسيع أو التطوير.

### 2- الوظائف الاقتصادية لأسواق التداول

- وجود سوق التداول في حد ذاته يعتبر مهم جدا بل وضروري بالنسبة لكفاءة سوق الإصدار، حيث أن المستثمر يستطيع استرداد قيمة الورقة المالية التي تم اكتتابها في سوق الإصدار من خلال سوق التداول، وذلك ببيعها بالسعر الذي يريده، وفي الوقت الذي يريده، فإذا تم تصور عدم وجود مثل هذه السوق فكيف يتسنى لسوق الإصدار أن تعمل في ظل انعدام فدرة المستثمر على بيع ما اشتراه من الأوراق المالية.
- تنهض هذه السوق بتوفير السيولة السريعة للمستثمرين في الوقت الذي يحتاجون إليها، وذلك يتم من خلال تسهيل بيع وتدوير الأوراق المالية التي في حوزتهم، حيث تعتبر هذه المهمة من أبرز الوظائف التي تضطلع بها هذه السوق.
- تمكين المستثمرين من حرية الاختيار فيما يخص تكوين محافظهم المالية.
- تعمل هذه الأسواق على ضبط الأسعار المتعلقة بالأوراق المالية وفقا لقانون العرض والطلب، وكذلك الحد من التعاملات الوهمية أو الصورية التي ترمي إلى التلاعب في الأسعار.
- تقوم هذه السوق أيضا بزيادة حجم الائتمان في المجتمع عن طريق توثيق الديون برهن الأوراق المالية التي يمكن تسليمها بسرعة وبدون خسارة في قيمتها، وكذلك الاقتراض بضمان هذه الأوراق.
- للتضخم آثار سلبية كثيرة خاصة تلك التي تعمل على تآكل قيمة النقود المدخرة في أوعية الادخار النقدية، وتعمل أسواق التداول على تلاقي هذه النتائج السلبية بفضل أرباح وعوائد الأوراق المالية التي تعوض تآكل النقود.
- تؤدي أسواق التداول إلى زيادة السيولة وسلامة قيمة الاستثمار الأصلي بما تسمح به من بيع واستهلاك الأوراق المالية المصدرة من طرف المشروعات دون المساس بأصولها الرأسمالية.

### ثانياً: خصائص السوق المالية

- للسوق المالية بعض الخصائص التي تُميزها عن باقي الأسواق الأخرى، أهمها<sup>1</sup>:
- التداول في سوق الأوراق المالية يوفر المناخ الملائم والمنافسة التامة، وبالتالي تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛
  - أنها توفر المعلومات الضرورية للمستثمرين؛
  - التداول في سوق الأوراق المالية خصوصاً في الأسواق الثانوية، يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي الخبرة في الشؤون المالية بالإضافة إلى الكفاية المالية التي يجب أن تتوفر فيهم؛
  - نظراً للمرونة التي تتميز بها السوق وإمكانية الاستفادة من تكنولوجيات الاتصالات فإن ذلك يعطي خاصية الأوراق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم بها صفقات كبيرة ومتعددة، قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من هذا العالم في نفس الوقت؛
  - الاستثمار في أسواق الأوراق المالية يتطلب معرفة المعلومات السوقية واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة، وبالتالي فإن الاستثمار في الأوراق المالية ذات المخاطر العالية قد يكون ذو أبعاد سلبية، الأمر الذي يستدعي في بعض الأحيان من الحكومات التدخل لمنع بعض المعلومات الضارة بالاجتماع والأفراد.

<sup>1</sup> - جمال جويدان الجمال، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2002، ص56.

### المطلب الثالث: المتعاملون بالمنتجات المالية

المتعاملون بصفة عامة بالمنتجات المالية هم: الباعون والمشترون والسماسرة والمؤسسات والهيئات والشركات المرتبطة بعمليات المنتجات المالية. لكن يمكن إيجازهم فيما يلي:

#### أولاً: المستثمرين

يمكن التمييز بين المستثمرين وفقاً لطبيعة المخاطر التي يتعاملون معها، وهم على أنواع<sup>1</sup>:

1- **المستثمر المحافظ:** هو المستثمر الذي يبحث عن الأوراق المالية منخفضة المخاطر كسندات الحكومة مثلاً.

2- **المستثمر الرشيد أو العادي:** وهو المستثمر الذي يُفضل الاستثمار وفقاً لوجهات نظره، ويُحدد العائد الذي يقبل به من خلال الموازنة بين المخاطر والعائد، وقد يستثمر أمواله في شركات تأتي بأرباح جارية مع شركات أخرى ممكن أن تُحقق ربحاً رأسمالياً.

3- **المستثمر المضارب:** وهو المستثمر الذي يرغب في الحصول على أرباح ناجمة عن فروقات الأسعار للأوراق المالية المتداولة في السوق المالية بهدف تحقيق ربح غير اعتيادي، ويقابل ذلك القبول بدرجة مخاطر مرتفعة، وهذا النوع من المستثمرين ضروري للسوق المالية لأنه يُحرك السوق ويُوفر السيولة للشركات حديثة التأسيس أو الشركات ذات التكنولوجيا المرتفعة والصناعات المبتكرة أي شركات السوق الأولية، ولذلك فللمضارب أهمية في السوق المالية من حيث توفر السيولة والتأثير على بعض العناصر المسببة في ارتفاع وانخفاض أسعار الأوراق المالية.

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص ص 160-161.

جدول رقم (1-2): الفروق الرئيسية بين المضارب والمستثمر الرشيد

المستثمر الرشيد	المضارب	البيان
يُركز المستثمر على الأجل الطويل ويهتم بتحقيق أكبر عائد دوري من استثماره.	يُركز المضارب على الأجل القصير لتحقيق أكبر قدر من الأرباح الرأسمالية وفي أقصر فترة زمنية ممكنة.	الأفق الزمني للعملية
يُركز المستثمر في قراراته الاستثمارية على العائد.	يقوم المضارب بالتركيز في قراراته على موعد الاستحقاق.	موضع التركيز في القرار
يقبل المستثمر الفعلي درجات مخاطرة أقل من تلك التي يقبله المضارب.	يكون المضارب على استعداد لتحمل درجات عالية من المخاطرة.	الاستعداد لتحمل المخاطرة
يهدف المستثمر إلى تحقيق أرباح إيرادية ومستمرة وللأجل الطويل.	يسعى المضارب لتحقيق أرباح رأسمالية سريعة.	نوع الربح الذي يسعى إليه كل منهما

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على أحمد معجب العتيبي، محافظ المالية الاستثمارية: أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى 2007، ص ص 25-26.

4- **المستثمر المقامر:** هي أعلى درجات المضاربة، إذ يقوم المقامر ببيع وشراء الأوراق المالية بصورة غير مدروسة وغير محسوبة النتائج والمخاطر التي يمكن التعرض لها، وتقوم تصرفات هؤلاء المستثمرين على أساس التخمين العشوائي، ولذلك فإن الأسواق المالية التي يكثُر فيها المقامرون لا تتمتع بالكفاءة، لأنّ تصرفاتهم قد ترفع أسعار الأوراق المالية لأكثر من قيمتها الحقيقية وتؤدي إلى الإضرار بآلية التداول وسمعة السوق، أو قد تؤدي إلى حدوث أزمات كما حدثت في الأسواق المالية في بلدان جنوب شرق آسيا.

### ثانياً: المؤسسات المالية الوسيطة

تلعب المؤسسات المالية الوسيطة بمختلف أنواعها وأنشطتها دوراً رئيساً في الأسواق المالية، لاسيما بنوك الاستثمار والبنوك التجارية، إذ تتولى مهمة تسويق الإصدارات أو التعهد بتسويقها إما لصالح الجهة المصدرة لقاء عمولة طبقاً للاتفاقية المعقودة للإصدار<sup>1</sup>.

ومن أمثلة المؤسسات المالية أيضاً صناديق الاستثمار والتي تؤدي دوراً مهماً في تنشيط الأسواق المالية من حيث خلق الطلب المستمر في السوق المالية والقيام بصفقات ذات قيمة كبيرة لا يمكن للمستثمر الفرد القيام بها، حيث يلجأ المستثمر إلى صناديق الاستثمار في حالة عدم توافر رأس المال الكافي أو الخبرة أو الوقت لدى المستثمر لتكوين محفظة استثمارية تتسم بالكفاءة<sup>2</sup>. وتُحقق صناديق الاستثمار مزايا عديدة سواء على مستوى الاقتصاد القومي أو على المستوى الفردي، فعلى المستوى القومي تُساهم صناديق الاستثمار في تنشيط السوق المالية وتعبئة الموارد المالية وتوسيع قاعدة الملكية وامتصاص فائض السيولة لدى البنوك، وعلى المستوى الفردي تُتيح صناديق الاستثمار للأفراد التنوع في تشكيلة محافظهم المالية وتوزيع المخاطر على عدد كبير من الأفراد وإدارة مدخرات الأفراد بحبرة وكفاءة.

كما تُساهم صناديق الاستثمار في تنشيط حركة الأسواق المالية من خلال ما تقدمه من منتجات مالية تتناسب وظروف المستثمرين، كما يُمكن أن تقوم هذه الصناديق بشراء تشكيلة من المنتجات المالية المتداولة في السوق المالية مما يُسهّم في تنشيط حركة تلك الأسواق، كما يُمكن أن يتم عرض منتجات أسهم تلك الصناديق للتداول مما يعني إضافة المزيد من المنتجات المالية المتداولة في السوق المالية.

### ثالثاً: السماسرة

يكون التعامل مع الأسواق المالية من خلال الوسطاء والسماسرة وهؤلاء مهمتهم تسهيل انتقال الأموال في السوق المالية من المقرضين إلى المقترضين. فالسماسرة يقوم بالوساطة بين البائع والمشتري في التعاقدات دون أن يتعاقد باسم أي منهما، أما الوسيط " The broker " فهو يتعاقد فعلاً بصفته وكياً عن المشتري أو وكياً عن البائع في سوق الأوراق المالية<sup>3</sup>.

وسيتم توضيح دور كل من السماسرة والوسطاء في الاستثمار فيما يلي<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية " إطارفي التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري، ط1، عمان، الأردن، 2010، ص 121.

<sup>2</sup> - سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الدراية، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص 24.

<sup>3</sup> - عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي، من الموقع: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/12/%D8%A3%D8%B3%D9%88%D8%A7%D9%82-> تاريخ الإطلاع: 2013/09/11.

<sup>4</sup> - سيد سالم عرفة، مرجع سبق ذكره، ص 202.

- أ- دور السماسرة في الاستثمار يكمن في:
- تقديم خدمات السمسرة أو الدلالة في الأسواق المالية؛
  - تقديم خدمات في انجاز الصفقات المالية؛
  - توفير معلومات مناسبة للعميل وتحليلها له في حدود إمكانياته وخبرته؛
  - عدم جني أرباح سرية من وراء الصفقات التي يعقدها للعملاء.
- ب- دور الوسطاء في الاستثمار يكمن في:
- قيامهم بعملية شراء الأوراق المالية من المصدرين مباشرة؛
  - عملية المتاجرة بالأصول المالية خلال عملية الوساطة التي يُؤدونها؛
  - تقديم خدمات تتعلق في الجمع بين المقرض والمقترض والمستثمر؛
  - القيام بعملية الاستشارة المالية للاستثمار في الأوراق المالية؛
  - تغطية إصدارات مالية جديدة.

### المطلب الرابع: كفاءة السوق المالية ونظرية المالية السلوكية

تعد كفاءة الأسواق المالية من الموضوعات التي أثارت ولا تزال تثير جدلا واسعا بين المتعاملين في السوق المالية، لما لها من تأثير على تحقيق الأسعار العادلة للمنتجات المالية، فلكي تقوم السوق المالية بوظائفها على أكمل وجه يجب أن تتصف بالكفاءة والتي سيتم التطرق إليها في هذا المبحث.

#### أولا: مفهوم السوق المالية الكفؤة

يُقصد بمفهوم الكفاءة عموما القدرة على الأداء الجيد لمهمة معينة، وعلى هذا تكون السوق المالية كفؤة إذا كانت تؤدي دورها على أتم وجه أي تسمح بتمويل الشركات (من خلال إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية)، وتضمن إعادة تخصيص الموارد (من خلال شراء وبيع الأوراق المالية في السوق الثانوية)<sup>1</sup>.

وهناك العديد من تعاريف السوق الكفؤة منها:

- عرف بلكوي Belkaoui السوق ذات الكفاءة بأنها السوق التي تكون في حالة توازن مستمر، بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها متساوية تماما مع قيمتها الحقيقية<sup>2</sup>.

<sup>1</sup>- Clotilde Wetzler, **la finance comportementale : d'une meilleure compréhension à une nouvelle régulation des marchés financiers**, thèse de master, université Paris 2 Panthéon Assas, 2008-2009, p10.

<sup>2</sup>- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص73.

- السوق الكفاءة حسب فاما هي السوق التي تعكس فيها أسعار الورقة المالية جميع المعلومات المتاحة التي تتعلق بالأحداث الماضية والجارية بشكل كامل<sup>1</sup>.

- كفاءة السوق تسمح بكفاءة تخصيص الموارد المتاحة بما يسمح بتوجيه الموارد إلى المجالات الأكثر ربحاً<sup>2</sup>.

- نقول عن السوق بأنها كفؤ إذا حققت الأهداف التالية<sup>3</sup>:

- توزيع أمثل للموارد؛
- تقييم عادل للمعاملات؛
- الخدمات مقدمة بأقل تكلفة ممكنة.

من التعاريف السابقة يمكن القول أن المقصود بكفاءة الأسواق المالية "هو مدى العلاقة بين أسعار المنتجات المالية وبين البيانات والمعلومات المتاحة المتوفرة لدى جمهور المتعاملين، أي قدرة السوق على عكس أية معلومات جديدة عن المنتجات المالية المتداولة على سعر هذه المنتجات، بمعنى آخر قدرة السوق على تقييم المنتج المالي بقيمته الحقيقية، وأن تصل جميع المعلومات إلى المستثمرين في الوقت نفسه وبنفس النوعية وبتكلفة منخفضة. وكفاءة السوق المالية نوعان هما:

- **الكفاءة الكاملة:** يُقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف<sup>4</sup>.

- **الكفاءة الاقتصادية:** وفقاً لمفهوم الكفاءة يتوقع وجود فاصل زمني بين وصول المعلومات وانعكاسها على أسعار الأسهم، وذلك يعني أن القيمة السوقية تكون أكبر أو أقل من القيمة الحقيقية لبعض من الوقت مما يؤدي إلى فرض تكاليف المعاملات والضرائب (المتوقع وجودها والمسموح بها لحد معين اقتصادياً) نتيجة الفارق في السعر، وتقوم الكفاءة الاقتصادية أساساً على مبدأ سعي الغالبية من المتعاملين منهم في السوق إلى تعظيم ثرواتهم<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - مصطفى يوسف كاني، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق-سوريا، الطبعة الأولى 2009، ص 48.

<sup>2</sup> - صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح)، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، القاهرة، الطبعة الأولى 2003، ص 25.

<sup>3</sup> - Jaque teulie, Patrik Topsacalian, **Finance**, 2eme éditon, Vuibert, France, 1997, p 78.

<sup>4</sup> - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004، ص 75.

<sup>5</sup> - مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، عدد 07، 2009-2010، ص 183.



ثانيا: مستويات كفاءة السوق المالية ومتطلبات السوق المالية الكفؤة

هناك ثلاث مستويات لكفاءة السوق المالية سيتم التطرق لها في هذا العنصر إضافة لمتطلبات تحقق السوق المالية الكفؤة.

1- مستويات كفاءة السوق المالية

إنّ كفاءة السوق المالية ترتبط أساسا بتوافر المعلومات المناسبة لأنها تعتبر عنصرا أساسيا وفعالا في عملية تحديد القيمة الحقيقية للمنتج المالي وذلك بمختلف مستوياتها، ووفقا لتدرج مستويات المعلومات الواردة للسوق المالية، ويلخص الجدول الموالي الفرضيات الرئيسية لكفاءة الأسواق المالية.

جدول رقم (1-3): الفرضيات الرئيسية لكفاءة الأسواق المالية

التأثير	المفهوم	الفرضية
أنه لا يُمكن لأي فرد أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين بناء على تحليل معلومات السجلات التاريخية لأسعار وكميات الأسهم في الماضي.	المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر السهم وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية للأسهم	الصيغة الضعيفة للكفاءة
أنه لا يمكن لأي أن يُحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين بناء على تحليل هذه المعلومات العامة.	أن كافة المعلومات المعروفة والمتاحة للجمهور أو التوقعات التي تقوم على تلك المعلومات منعكسة في الأسعار الحالية للأسهم.	الصيغة المتوسطة للكفاءة
أنه لا يمكن لأي فرد أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين بناء على تحليل هذه المعلومات العامة والخاصة.	أن كافة المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته منعكس في الأسعار الحالية للأسهم بصفة كاملة.	الصيغة القوية للكفاءة

المصدر: ياسر شاهين، كفاءة بورصة فلسطين ودورها في دعم الاقتصاد الوطني، مجلة أمبارك، المجلد الثالث، العدد الخامس 2012، ص 86.

سيتم شرح هذه المستويات الثلاث فيما يلي:

أ. **المستوى القوي:** يوفر السوق المالي -وفق هذا المستوى من الكفاءة- للمتعاملين فيه جميع المعلومات المتاحة، سواءا كان مصدرها البيانات المالية المنشورة أم غيرها من المصادر بما فيها المعلومات التاريخية عن أسعار الأسهم وأية معلومات أخرى خاصة، بمعنى آخر تكون جميع المعلومات في السوق عامة، بحيث لا تتوفر الفرصة لنشوء ما يعرف بظاهرة احتكار المعلومات من

قبل فئة معينة تمكنها من تحقيق أرباح استثنائية أو غير عادية، هذا يعني أن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية ستكون في هذه الحالة (صفرًا)، لأن الأسعار السائدة في السوق للمنتجات المالية المتداولة فيه ستكون في مثل هذه الأحوال معادلة تمامًا لقيمتها، وبالتالي تنتفي الحاجة حينئذ لوجود المحللين الماليين، لكن هذا المستوى من الكفاءة لا ينفي تمامًا من ناحية واقعية قدرة بعضهم على تحقيق الأرباح الاستثنائية ولو في بعض الصفقات، وذلك بحكم قدرتهم غير العادية في التنبؤ والتحليل، لكن مع ذلك فإن تلك الأرباح ستتلاشى على المدى الطويل بحكم خسائر استثنائية غير متوقعة تحدث لهم بسبب المضاربة وذلك إذا ما استمر هؤلاء في ممارسة هذا العمل.

ب. **المستوى شبه القوي:** تعكس الأسعار المتداولة - وفق هذا المستوى - للمنتجات المالية في السوق فقط المعلومات المحتواة في البيانات المالية المنشورة، بالإضافة إلى المعلومات التاريخية السابقة والمتوفرة عن الأسعار نفسها، لذا تبقى في مثل هذه الظروف للبعض دون غيرهم فرصة الاستفادة من معلومات غير منشورة وتحليلها، بحيث تتيح لهم المجال لجني أرباح استثنائية في إطار ظاهرة احتكار المعلومات المشار إليها سابقًا.

ج. **المستوى الضعيف:** وفق هذا المستوى من الكفاءة، لا تعكس الأسعار المتداولة في السوق إلا أسعارها الماضية أو التاريخية فقط، لذا تكون فرصة في مثل هذه الظروف ليحصل بعضهم على أرباح استثنائية عن طريق:

● الحصول على معلومات خاصة (غير منشورة) ليست متاحة لغيرهم ضمن ظاهرة احتكار المعلومات.

● إمكانية تحليل البيانات المالية المنشورة بكفاءة تفوق غيرهم.

لذلك في هذا النوع من الأسواق المالية يتسع المجال لعمل المحللين الماليين، أنهم بما أتوا من خبرة سيكونون أكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات المالية المنشورة والتي إن وفروها لبعض المتعاملين في السوق سيمكنوهم من تحقيق أرباح استثنائية لا يُحققها غيرهم.

### 2- متطلبات كفاءة السوق المالية الكفؤة

لتتحقق للسوق المالية الكفاءة لابد من توفر بعض المتطلبات منها:

- أن تسود السوق المالية حالة من المنافسة الكاملة، وهذا الشرط مرهون بتوفر عدد كبير من البائعين والمشتريين وتوفر لهم حرية الدخول والخروج في العمليات السوقية وذلك حتى تقل فرص الاحتكار؛
- أن توفر السوق المالية خاصية السيولة للمنتجات المالية المتداولة فيها، وهذا الشرط هو في حقيقة الأمر نتيجة طبيعية لتوفر الشرط السابق. وتوفير خاصية السيولة تتحقق الفرص أمام المستثمر لبيع أو شراء المنتجات المالية، بالكلفة المناسبة والوقت المناسب وبالسرعة المناسبة؛
- أن تتوفر للسوق المالية وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين فيه معلومات دقيقة وقوية وطازجة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي تتم فيه بالإضافة إلى مؤشرات العرض والطلب في الحاضر والمستقبل؛
- توفر عنصر الشفافية ويقدر يجعل المعلومات عن أسعار المنتجات المالية المتداولة في السوق وما يتم على هذه المنتجات من صفقات متاحة لجميع المتعاملين وبشكل يحد من عملية ما يعرف باحتكار المعلومات؛
- أن يتصف المتعاملون في السوق بالرشادة في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية المتنوعة مما يدفعهم إلى السعي نحو تعظيم ثروتهم<sup>1</sup>؛
- حرية تامة في تداول المنتجات المالية دون أي قيود ضريبية أو جمركية أو غيرها من الحدود الخاصة بالتداول، غير أن هذا المتطلب مستحيل التحقق في الواقع ولذا فالأصح القول بأن الفرد يقبل على الاستثمار حين يقدر بأنّ الربح المتوقع أكبر من تكاليف الصفقات المحتملة؛
- توفير التقنيات الحديثة المناسبة لحركة التداول وعرض أوامر تنفيذ الصفقات وذلك بالإضافة إلى مجموعة من السماسرة والخبراء القادرين على توفر النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء؛
- كما يشترط أن تكون للسوق المالية والمتعاملين فيها هيئة مشرفة تعرف بهيئة إدارة السوق، ولكي تتوفر في هذه الهيئة صفة الفاعلية يشترط فيها أن تكون محايدة أولاً ومكونة من أفراد ذوي خبرة ثانياً.

<sup>1</sup>- Dhekra Azouzi, **Essai en finance comportementale ; Les biais psychologiques et leurs implications sur les prix**: enjeux conceptuels et portées pratiques (cas de marché financier tunisien), Thèse de Master, faculté sciences économiques et de gestion, université Tunis, El-Manar, juin 2006, P 07 .

### ثالثا: نظرية المالية السلوكية وكفاءة السوق

تعد المالية على غرار العديد من العلوم علما إنسانيا، والسوق المالية ليست إلا تجمعا معقدا من العلاقات الإنسانية يلعب فيه الأفراد الدور الأبرز من خلال بناء توقعاتهم العقلانية التي تتحكم في العرض والطلب وصولا إلى سعر التوازن. وبالرغم من سعي الباحثين فيها إلى وضع نماذج رياضية تعكس حركة المتغيرات المتحركة في الظواهر المالية، ومعايير إحصائية تساعد المستثمرين على اتخاذ القرار المناسب في الوقت المناسب يبقى الإنسان هو المحرك الأول لمعظم هذه الظواهر.

وتفترض النظرية المالية بأن جميع الأفراد المتدخلين في السوق المالية يتصرفون برشادة تتجلى من جهة في قدرتهم على بناء توقعات عقلانية، وفي قدرتهم على تعظيم منفعتهم المتوقعة من جهة أخرى. ولقد سمح هذا الافتراض بظهور أهم نظرية في المالية ألا وهي نظرية "كفاءة الأسواق المالية" التي هيمنت على الكثير من البحوث الأكاديمية.

غير أن توالي الأزمات و الاختلالات التي شهدتها أسواق المال مؤخرا، إضافة إلى بعد هذه النظرية عن الواقع العملي أدى إلى ظهور جدل كبير في الأوساط الأكاديمية انطلق من التشكيك في نظرية كفاءة الأسواق وذلك على يد عدد من الباحثين الذين قاموا بإثبات وجود عدد من التشوهات في سوق المال، وعلى رأسهم نجد شيلر(Shiller) و بانز (Banz) عام 1981، دوبونت وتالر(Debondt & Thaler) عام 1985، شليفر (Shleifer) عام 1986، إلى التشكيك في صحة ما حوته وما ساهمت في ظهوره من نماذج ليطال التشكيك في نهاية المطاف فرضية رشادة الأفراد<sup>1</sup>.

إنّ قرار الاستثمار لا يتسم بالعقلانية التامة، إذ يُقر المحللون في هذا الصدد ويعترفون بأثر العوامل غير العقلانية (كالإفراط في الثقة، التقليد والمحاكاة، أخطاء الإدراك وغيرها) على تشكل الأسعار في السوق المالية، وقد جاءت المالية السلوكية لأجل دراسة هذا المقدار من عدم الرشادة الذي يشوب عملية اتخاذ القرار<sup>2</sup>. إذن فالمالية السلوكية هي ذلك الاتجاه الذي يسعى إلى تفسير حالات الشذوذ في نظرية كفاءة الأسواق المالية. وقد عرفت هيلين لومونتاني في مقالها المالية السلوكية بأنها "مجموع المقاربات التي تقترح وتقدم منظورا جديدا لسلوك الأفراد في

<sup>1</sup> - عبد الرحمان نعجة، التمويل السلوكي، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية، من الموقع: <http://www.kantakji.com/financial-engineering/%D8%A7%D9%84%D8%AA%D9%85%D9%88%D9%8A%D9%84-%D8%A7%D9%84%D8%B3%D9%84%D9%88%D9%83%D9%8A.aspx>. تاريخ الإطلاع: 2013-12-28.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه.

الأسواق المالية<sup>1</sup>. فالمالية السلوكية تهتم بشرح وفهم أكثر لطريقة تفكير المستثمرين والعوامل التي بإمكانها التأثير على قراراتهم، كما أنها تُركز على دراسة أسواق رأس المال وتحاول تقديم تفسيرات للحالات الشاذة فيها<sup>2</sup>.  
ومنه يمكن القول أنّ هدف المالية السلوكية المزاجية بين النظرية المالية وأبحاث علم النفس بغية الوصول إلى نمذجة واقعية للسلوك البشري.

<sup>1</sup> -Hélène Rainelli –Le Montagner, **Des marchés et des hommes**, p 01, Sur :

[www.instituteuroplace.com/files/doc/doc898966.doc](http://www.instituteuroplace.com/files/doc/doc898966.doc).

تاريخ الإطلاع: 2013-12-11

<sup>2</sup> - بن الضب علي، بلقاسم حليلة، نموذج توازن الأصول الرأسمالية بين نظرية المالية السلوكية وكفاءة أسواق المال دراسة تطبيقية لشركات صناعية مدرجة بالبورصة السعودية خلال الفترة 2011-2014، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن عشر، ديسمبر 2015، جامعة محمد خضير بسكرة، ص ص

303-302.

### المبحث الثاني: المؤشرات في السوق المالية

نظرا للمكانة الكبرى التي تحتلها الأسواق المالية ولما لها من تأثير على الاقتصاد ككل، كان لابد من وجود مؤشرات تعطي فكرة عن الاتجاهات العامة في الأسواق المالية والمؤسسات المتعاملة فيها، وسيتم التطرق فيما يلي إلى مفهوم المؤشرات المالية، كيفية بنائها، وأهم المؤشرات في الأسواق المالية العالمية.

#### المطلب الأول: مفهوم المؤشرات في الأسواق المالية

تلعب مؤشرات الأسواق المالية دورا فعالا في عمليات تداول المنتجات المالية في الأسواق المالية. وظهرت المؤشرات في القرن التاسع عشر ميلادي، وتطورت وازدادت أهميتها عبر الزمن، ولهذا سيتم عرض أهم تعاريفها وفيما تُستخدم هاته المؤشرات فيما يلي:

#### أولا: تعريف المؤشرات في الأسواق المالية

لقد تعددت التعاريف التي تناولت المؤشرات في الأسواق المالية، منها:

- هي مؤشرات إحصائية تستخدم كمعيار لقياس الأداء الكلي للسوق المالية<sup>1</sup>؛
- وهناك من عرف المؤشر بأنه عبارة عن معدل أو نسبة من المتوسطات الخاصة بمختلف الأوراق المالية، وهذا يعني أنّ السلسلة الزمنية للأرقام القياسية تعد من ذات القاعدة من المعلومات بهدف أن تكون هذه الأرقام القياسية صالحة للمقارنة، لذلك يتم اختيار فترة ماضية والتي تعتبر بمثابة سنة الأساس والتي منها تحسب القيم الأصلية للرقم القياسي ومعه نتقل إلى فترة مستقبلية<sup>2</sup>.
- ويقيس مؤشر السوق المالية مستوى الأسعار في السوق، بالاستناد على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في الأسواق المالية. وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة السوق المالية المستهدف<sup>3</sup>.
- تختلف المؤشرات وتختلف أهدافها وطرق بنائها في الأسواق المالية. حيث يتم استخدام نوعين من المؤشرات، مؤشرات عامة ومؤشرات خاصة<sup>4</sup>.

- **مؤشرات عامة:** وهي التي تقيس حالة السوق بصورة عامة مثل مؤشر داوجونز في أمريكا، ومؤشر ستاندر أندبور الذي يضم 500 شركة أمريكية<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص 90.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)، الدار الجامعية، الاسكندرية، طبعة 2000، ص 77.

<sup>3</sup> - حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، سلسلة دورية تُعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، العدد 27، مارس 2004، ص 7.

<sup>4</sup> - عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 115.

<sup>5</sup> - المرجع نفسه، ص 117.

- مؤشرات خاصة: وهي التي تقيس حالة السوق بنسبة لقطاع معين مثل مؤشر نسداك المجمع وهو مؤشر 500 شركة صناعية أمريكية يتم تبادل أسهمها عبر المنصة.

### ثانيا: استخدامات المؤشرات في الأسواق المالية

تُستخدم المؤشرات في الأسواق المالية كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها<sup>1</sup>، وتوجز الاستخدامات الأساسية لمؤشرات الأسواق المالية في العناصر التالية<sup>2</sup>:

#### 1. متابعة أداء محافظ الاستثمارات المالية:

يعكس التغير الذي يطرأ على مؤشرات الأسعار كافة التحركات في أسعار الأسهم المتداولة ببورصة الأوراق المالية أو لمجموعة كبيرة منها، وبالتالي يعكس أداء مؤشر الأسهم أداء محافظ الاستثمارات المالية المتنوعة تنوعا جيدا، وبالتالي يمكن للمستثمر الفرد أن يقارن بين العائد على محفظة الاستثمارات التي يحتفظ بها وبين العائد السوقي.

#### 2. التنبؤ بحركة أسعار الأسهم بالبورصة:

يمكن التنبؤ من خلال استخدام المؤشر بأسعار الأسهم في البورصة مع استخدام أدوات التحليل الفني، والذي يبنى على اعتقاد أساسي مفاده أن التغيرات السعرية التاريخية يمكن عن طريقها التنبؤ بالاتجاهات السعرية المستقبلية لأسعار الأسهم.

#### 3. تقدير مخاطر محافظ الاستثمار ومعامل المخاطرة المنتظمة:

تُمكن بعض المؤشرات من حساب معالم المخاطرة المنتظمة والمعروف باسم بيتا  $\beta$  ويُشترط في هذه المؤشرات أن تكون متنوعة تنوعا جيدا.

<sup>1</sup> - حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية: دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير، سطيف العدد 11 لسنة 2011، ص 92.

<sup>2</sup> - صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص 145.

### المطلب الثاني: أهداف المؤشرات في الأسواق المالية وكيفية بنائها

هناك العديد من الأهداف التي أنشأت لأجلها المؤشرات في الأسواق المالية، والتي ستعرض في هذا العنصر إضافة إلى كيفية بناء هاته المؤشرات.

#### أولاً: أهداف المؤشرات المالية

تهدف المؤشرات في الأسواق المالية إلى معرفة الاتجاه العام لحركة الأسعار في الأسواق المالية من حيث ارتفاعها وانخفاضها، كما أنها تساعد في اتخاذ قرارات الشراء والبيع<sup>1</sup>، كما يمكن استخدام مؤشرات الأسواق المالية لتحقيق أهداف متعددة نذكر منها<sup>2</sup>:

- تقييم كفاءة السوق من خلال احتساب العوائد الإجمالية ومتابعة إنجازات الشركات، المكونة بأدواتها للمؤشرات المعنية، وتحديد كفاءة أداء المحفظة الاستثمارية من خلال المقارنة مع معدلات السوق؛
- تعديل المحفظة الاستثمارية وفق أفضل المؤشرات السائدة للأوراق المتداولة من حيث علاقة العوائد بالمخاطر، وفي هذا الشأن يمكن استخدام المؤشرات المعنية لا لتشخيص الوقائع الجارية لمختلف الشركات والأسواق بل وللتنبؤ بالاتجاهات المستقبلية أيضاً؛
- استخدام المؤشرات كقواعد معلومات لتحليل حركات الأسعار في الأسواق المالية وربطها بالتغيرات السائدة في أسواق السلع والخدمات؛
- يمكن الاعتماد على مؤشرات الأسواق المالية الدولية في بيان الارتباطات القائمة بين الاقتصادات القومية المختلفة وهذا ما يمكن بيانه من خلال اشتقاق معاملات الارتباط والتحديد للمؤشرات المذكورة؛
- كشف عيوب الاقتصاد القومي من حيث الركود أو التضخم أو التحقق من اتجاهات الانفراج والانتعاش؛
- تقدير درجة حساسية الأسواق المالية ومن ثم الاقتصاد للتغيرات التي تحدث في السياسة الدولية أو بُجَاه بعض الأزمات الإقليمية المتولدة عن مصادر أو أسباب مختلفة مع بيان الارتباطات فيما بين التقلبات المختلفة مثل تأثير تقلبات أسعار النفط وانعكاساتها على الأسواق المالية وعلاقة هذه التقلبات بالتغيرات التي تحدث في أسعار الصرف الدولية؛
- الاعتماد على مؤشرات الأسواق المالية كأساس لمتابعة النشاطات غير المشروعة لبعض الشركات وهذا ما تمارسه هيئة الأوراق المالية والتبادل الأمريكية وقد تم كشف الفساد في عدد من الشركات في العام 2002 من خلال مؤشرات الربحية في الأسواق المالية.

<sup>1</sup> - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص 92.

<sup>2</sup> - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003، ص ص 198-199.



### ثانيا: كيفية بناء المؤشرات في السوق المالية

عند بناء مؤشر في السوق المالية يتم اختيار عينة من أسهم عدد من الشركات التي يتم تداول أسهمها في هذا السوق، وعلى الرغم من التفاوت في كيفية بناء مؤشرات الأسواق المالية، إلا أنها تقوم جميعا على أساسين هما: عينة ملائمة، تحديد الأوزان النسبية لكل سهم داخل العينة.

1 \_ **ملائمة العينة:** تُعرف العينة فيما يتعلق ببناء المؤشر، بأنها مجموعة الأوراق المستخدمة في حساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون ملائمة من ثلاث جوانب وهي: الحجم والاتساع والمصدر، فيما يتعلق بالحجم، فالقاعدة العامة في هذا الإطار تشير إلى أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر أكبر كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق، أما الاتساع فيعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق، والمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أسهما لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تمييز، أما إذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة، حينئذ تقتصر العينة على أسهم عدد من المنشآت المكونة لتلك الصناعة، فيما يخص المصدر فالمقصود به مصدر الحصول على أسعار الأسهم التي يبنى عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية<sup>1</sup>.

2 \_ **الأوزان النسبية:** تُعرف الأوزان النسبية في بناء مؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وهناك ثلاث مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهذه المداخل هي<sup>2</sup>:

أ- **مدخل الوزن على أساس السعر:** أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، مما يُؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشرا على أهمية الشركة أو حجمها.

ب- **مدخل الأوزان المتساوية:** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

ج- **مدخل الأوزان حسب القيمة:** أي إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو

<sup>1</sup> - بشار ذنون محمد الشكري، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية- دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 30، العدد 89، ص 77.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، ص 79.

المحدد الوحيد للوزن النسبي. فالشركات التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

### المطلب الثالث: إجراءات حساب قيمة المؤشر وأهم المؤشرات في الأسواق المالية

هناك مجموعة من الإجراءات المتبعة لحساب قيمة أي مؤشر في الأسواق المالية، والتي سيتم عرضها في هذا العنصر إضافة إلى أشهر المؤشرات المتداولة في الأسواق المالية العالمية والعربية.

#### أولاً: إجراءات حساب قيمة المؤشر

تختلف المؤشرات من حيث الطريقة التي تحسب على أساسها قيمة المؤشر، فهناك مجموعة من المؤشرات تُحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية (في معظم المؤشرات يحسب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي)، ومجموعة أخرى تُحسب على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر. طريقة حساب مؤشر الأوزان حسب القيمة<sup>1</sup>:

$$\text{Index}_t = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b} \times \text{Beginning Index Value}$$

حيث:

$\text{Index}_t$ : قيمة المؤشر في الفترة t

$P_t$ : إقبال أسعار الأسهم في الفترة t

$Q_t$ : عدد وحدات الأسهم في الفترة t

$P_b$ : إقبال أسعار الأسهم في يوم الأساس

$Q_b$ : عدد وحدات الأسهم في يوم الأساس.

<sup>1</sup> - المرجع نفسه، ص 79.

## الفصل الأول: الأسواق المالية

مثال تطبيقي:

قيمة السوق	عدد الأسهم	سعر السهم	
			31 ديسمبر 2012
			سهم A
10,000,000\$	1,000,000	10\$	سهم B
90,000,000\$	6,000,000	15\$	سهم C
100,000,000\$	5,000,000	20\$	
200,000,000\$			الإجمالي
			31 ديسمبر 2013
			سهم A
12,000,000\$	1,000,000	12\$	سهم B
120,000,000\$	12,000,000	10\$	سهم C
110,000,000\$	5,500,000	20\$	
242,000,000\$			الإجمالي

قيمة بداية المؤشر\* هي 100.

تصبح قيمة المؤشر الجديد:

$$\text{Index}_t = \frac{242,000,000}{200,000,000} \times 100$$

$$\text{Index}_t = 1,21 \times 100$$

$$\text{Index}_t = 121$$

وهذا يعني أن المؤشر قد ارتفع بـ 21,1%.

\*بداية مؤشر السوق هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في سوق المال ومنها سوق الأسهم حيث يتم "تكوين" المؤشر و "تحديد" قيمته عند البداية ثم يتم مقارنة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة زمنية للتعرف على تحركات واتجاهات السوق

ثانيا: أهم المؤشرات في الأسواق المالية

هناك العديد من المؤشرات في الأسواق المالية، وسيتم عرض بعضها في هذا العنصر:

- مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة (DJIA): هو أحد أقدم المؤشرات في بورصات الولايات المتحدة، ويمثل متوسط لأسعار أسهم ثلاثين شركة من أكبر الشركات الأمريكية<sup>1</sup>. بدأ عام 1896<sup>2</sup>، وقد تم حساب قيمة المؤشر في البداية على أساس عينة مكونة من تسعة أسهم لتسع شركات صناعية، ثم ازداد حجم العينة إلى 12 سهم في نهاية ماي 1898، ثم إلى 20 سهم في عام 1916، وفي عام 1928 بلغ حجم العينة 30 سهم ومنذ ذلك التاريخ لم يتغير حجم العينة التي يشملها المؤشر<sup>3</sup>.

$$DJIA_t = \sum_{i=1}^{30} P_{it} / D_{adj}$$

حيث:

$$DJIA_t = \text{قيمة المؤشر في الفترة } t$$

$$P_{it} = \text{سعر السهم } i \text{ في الفترة } t$$

$$D_{adj} = \text{القاسم المعدل في الفترة } t$$

- مؤشر ستاندر أند بور(S&P)500: يُعد مؤشر ستاندر آند بور 500 من المؤشرات الملائمة لإدارة محافظ الاستثمارات التي تقوم بإنشائها المؤسسات المالية، وقد تم تقسيم هذا المؤشر ليشمل 500 سهم. ويجسب بالعلاقة التالية<sup>4</sup>:

$$S \& P500 = \frac{\sum P_{it} Q_{it}}{\sum P_{ib} Q_{ib}} (K)$$

<sup>1</sup> - عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 116

<sup>2</sup> - دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص 106.

<sup>3</sup> - مصطفى يوسف كافي، مرجع سبق ذكره، ص 255.

<sup>4</sup> - حسين قبيلان، مرجع سبق ذكره، ص 100.

حيث:

$$P_{it} = \text{سعر السهم } i \text{ في الفترة } t$$

$$Q_{it} = \text{عدد وحدات السهم } i \text{ في الفترة } t$$

$$Q_{ib} = \text{عدد وحدات السهم } i \text{ في الفترة } b$$

$$b = \text{فترة الأساس}$$

$$k = \text{رقم الأساس}$$

- مؤشر فاينانشال تايمز (بورصة لندن) FTSE-100: أنشئ هذا المؤشر عام 1983 للاستجابة لاحتياجات المتدخلين إلى مؤشر ممثل لاتجاه البورصة البريطانية وفي نفس الوقت يمكن حسابه بسرعة، وقررت سلطات البورصة أن العدد 100 هو العدد الأمثل من الأسهم المكونة لهذا المؤشر<sup>1</sup>.
  - مؤشر CAC40 (فرنسا): هو الأكثر شهرة واستعمالاً، يتكون من 40 ورقة مالية للشركات الأكثر أهمية في بورصة باريس.
  - مؤشر DAX (ألمانيا): يحتوي على 30 ورقة مالية تمثل 70% من رزمة البورصة.
  - مؤشر نيكاي (اليابان): يوجد في البورصات اليابانية العديد من المؤشرات الهامة التي يحاول كل منها أن يعكس وضعية تلك البورصات واتجاهاتها، ومن أهمها مؤشر نيكاي الذي أنشئ عام 1950، يحتوي على 225 ورقة مالية تمثل حوالي 70% من رزمة بورصة طوكيو.
- وفي الأسواق العربية هناك:
- مؤشر سوق عمان المالي (الأردن): بدأ سوق عمان المالي احتساب رقم قياسي مرجح بالقيمة السوقية في عام 1992، وبدأت فترة الأساس بـ 100 نقطة، وهذا المؤشر يقوم على أساس اختيار عينة مكونة من 50 شركة ممثلة للسوق، ثم أصبحت 60 شركة عام 1994 و 70 عام 2001.
  - مؤشر بنك أبوظبي الوطني (الإمارات العربية المتحدة): وهو مؤشر مرجح بطريقة رزمة السوق ويضم 38 شركة مدرجة في سوق أبو ظبي ودبي للأوراق المالية.
  - مؤشر سوق البحرين المالي (البحرين): بدأ إنشاء المؤشر عام 1989، وهو يحتسب بطريقة رزمة السوق ومرجح بـ 24 شركة.

<sup>1</sup>- المرجع نفسه، ص 105.

### المبحث الثالث: إجراءات وقواعد التعامل في الأسواق المالية

إنّ التعامل في السوق المالية يتطلب مجموعة من الإجراءات والضوابط التي تحكم تصرفات المتعاملين فيها، وسيتم عرض القواعد والأساليب في عمليات تداول وتسعير المنتجات المالية في هذا المبحث.

#### المطلب الأول: عمليات سوق الأوراق المالية

تتمثل عمليات سوق الأوراق المالية في عمليات عاجلة وعمليات آجلة، ويتم توضيحها فيما يلي:

##### أولاً: العمليات العاجلة

وهي التي تتم في سوق عاجل، وذلك بأن يلتزم كل من العاقدين بتنفيذ عقودهما، ويسلم البائع الأوراق المالية والمشتري ثمنها حالا، أو في مدة لا تتجاوز 48 ساعة، وحينئذ يحتفظ المشتري بها، ويستفيد من أرباحها، ويتحمل خسارتها كذلك، وتقوم السوق "البورصة" بإتمام الصفقة بصفة الوكيل عن الطرفين، ويرسل الأوراق للطرفين للتوقيع عليها<sup>1</sup>.

ويعمد المتعاملون في السوق المالية إلى التعامل العاجل للسببين التاليين<sup>2</sup>:

- 1- الاحتفاظ بها: يعني الاستفادة مما ترجع عليهم من أرباح عند توزيعها، وغيرها من الحقوق المتعلقة بالأوراق المالية المشتراة؛
- 2- المضاربة على ارتفاع أسعارها: فيعمدون إلى بيعها لدى تحسن أسعارها في السوق مع ملاحظة أنّ أسعار الأوراق المالية في السوق العاجلة أقل ارتفاعاً من أسعارها في السوق الآجلة.

##### ثانياً: العمليات الآجلة

وهي العمليات التي يلتزم بموجبها كل من المشتري والبائع على تصفيتها في تاريخ معين يجري فيه التسليم، ماعدا حالات التأجيل التي يتفق عليها الطرفان على شروط تأجيلها وتعويضها. وتجري التصفية في كل شهر مرة واحدة، وذلك قبل آخر جلسة من جلسات البورصة، حيث تسوى الصفقات نهائياً بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية فعليا خلال عدة أيام من تاريخ التصفية<sup>3</sup>. وتنقسم العمليات الآجلة إلى ثلاث أنواع<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> - محمد أحمد حلمي الطواي، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011، ص 17.

<sup>2</sup> - بن عمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص 40.

<sup>3</sup> - المرجع نفسه، ص 41.

<sup>4</sup> - محمد أحمد حلمي الطواي، مرجع سبق ذكره، ص ص 18-19.

- 1- **العمليات الشرطية البسيطة:** وهي التي يكون فيها الخيار للمضارب بين فسخ العقد في ميعاد التصفية أو قبله، أو تنفيذ العملية إذا رأى تقلب الأسعار لصالحه، على أن يدفع تعويضا متفقا عليه سلفا؛
- 2- **العمليات الشرطية المركبة:** وهي التي يكون فيها الخيار للمضارب بين أن يكون مشتريا أو بائعا، وأن يفسخ العقد إذا رأى مصلحة له في ذلك عند التصفية أو قبلها، مقابل تعويض أكبر مما يُدفع في العمليات البسيطة يدفعه لصاحبه؛
- 3- **العمليات المضاعفة:** وهي التي يكون فيها الحق للمضارب في مضاعفة الكمية التي اشتراها أو باعها بسعر التعاقد، إذا رأى مصلحة في ذلك عند التصفية، على أن يدفع تعويضا مناسباً متفقا عليه عند اتضاح الأسعار، ولا يُرد إليه، وتختلف قيمة التعويض بحسب كمية الزيادة وموضوع التخزين.

### المطلب الثاني: أوامر سوق الأوراق المالية

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية عن طريق إصدار أوامر، وتختلف أوامر البيع وأوامر الشراء للأوراق المالية باختلاف سعر ووقت التنفيذ أو كليهما، ومن خلال هذا المطلب سيتم التعرف على مفهوم هذه الأوامر وأنواعها.

#### أولاً: مفهوم أوامر سوق الأوراق المالية

الأمر عبارة عن توكيل يعطي الحق للوسيط أو السمسار بعقد صفقة بيع أو شراء للأوراق المالية، ويُجرى بشكل مكتوب أو شفهي أو عن طريق وسائل الاتصال، وفي جميع الحالات يجب تنفيذ الأمر وإجراء العملية وفقاً للقواعد المقررة في البورصة.

ويجب تحديد أمر البورصة بكل وضوح دفعا لكل لبس في المستقبل، ويجب أن يتضمن الشروط التالية<sup>1</sup>:

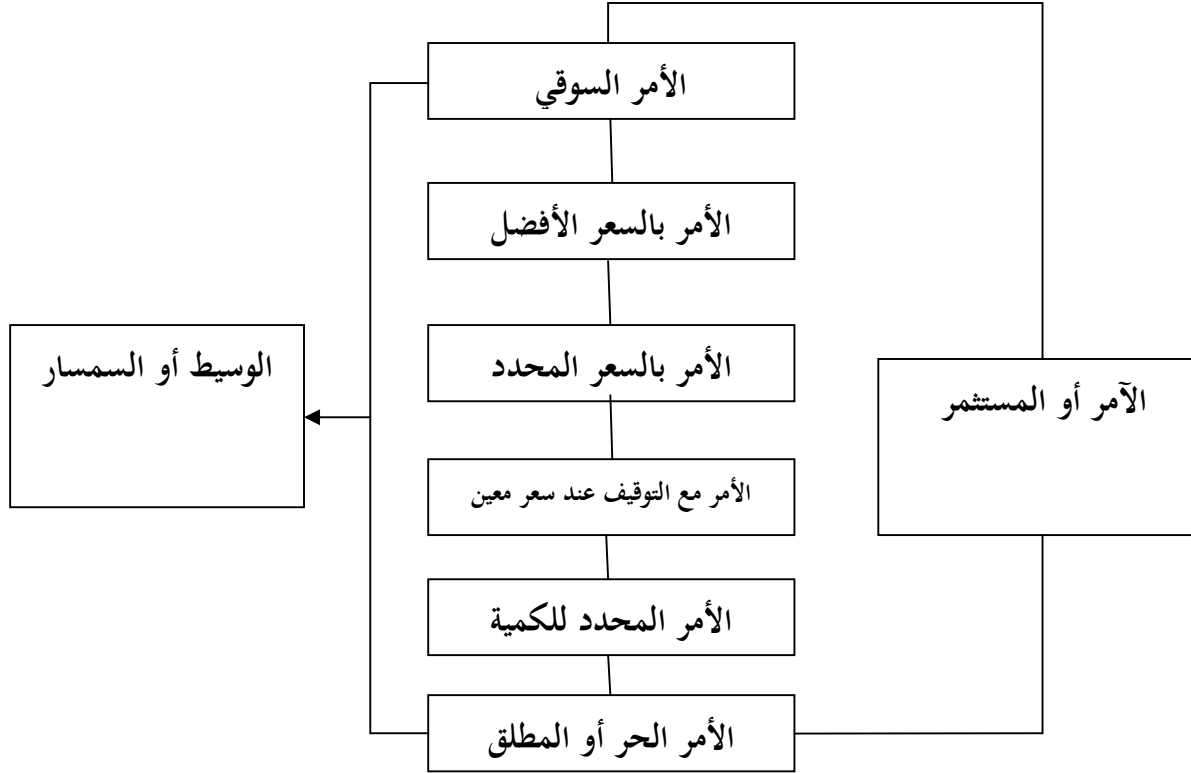
- تحديد نوع الورقة المالية والجهة المصدرة؛
- تحديد السعر وكمية الأوراق المطلوبة؛
- في حالة السندات (تاريخ الإصدار، معدل الفائدة والأجل وفترة السند)؛
- في حالة الأسهم، تحديد فيما كان ممتازاً أو عادياً.

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي إسلام، مرجع سبق ذكره، ص 172.

ثانيا: أنواع أوامر سوق الأوراق المالية

تتنوع الأوامر الصادرة من المتعاملين في السوق لأجل القيام ببيع أو شراء أوراق مالية، والشكل الموالي يلخص أنواع هاته الأوامر:

شكل رقم (1-2): أنواع أوامر المستثمر في البورصات



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، اشترك للنشر والتوزيع، 1996، ص 153.
- بن اعمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص 44.

**1- الأمر السوقي:** يقوم المتعامل بإعطاء أمر للسمسار ببيع أو شراء مقدار محدد ومعين من الأوراق المالية بالسرعة السائد في السوق، ويعتبر من الأوامر الأكثر استخداما ومن أسرع الطرق لتنفيذ الأوامر<sup>1</sup>.

**2- الأمر بالسرعة الأفضل:** يعطي هذا الأمر الحرية للسمسار في تنفيذ الصفقة، وتلعب مهارة الوسيط دورا مهما في تحديد أحسن سعر متوفر، أي أقل سعر عند الشراء وأكبر سعر عند البيع<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - بن اعمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص 44.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه.



**3-** الأمر بالسعر المحدد: يطلب العميل من السمسار أن يبيع أو يشتري كمية محددة ومعينة من الأوراق المالية بسعر محدد، فلا يتم تنفيذ هذا الأمر إلا إذا تحقق هذا الشرط، ومن مساوئ هذا الأمر قد لا تتاح الفرصة لتنفيذه بالرغم من صغر الفوارق السعرية بين السعر المحدد والسعر السوقي، ويمكن أن يكون هذا الأمر يومياً أي يتم التعامل به خلال يوم واحد أو لعدة أيام، ويبطل هذا الأمر إذا لم يتم تنفيذه في الوقت المحدد<sup>1</sup>.

**4-** الأمر مع التوقيف عند سعر معين: تعرف أيضاً باسم أوامر إيقاف الخسارة، وهنا يقع على عاتق المستثمر أن يحدد سعر الإيقاف، فإذا كان الأمر يتعلق بالبيع فإنّ سعر الإيقاف يجب أن يكون أقل من السعر السوقي في وقت إصدار أمر البيع، وبالعكس إذا كان الأمر يتعلق بالشراء فإنّ سعر الإيقاف يكون أكبر من السعر السوقي في وقت إصدار الأمر. وإذا حدث في وقت لاحق أن قام مستثمر آخر بالتعامل في السهم على أساس سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يتعداه فإنّ أمر الإيقاف يتحول في الواقع إلى أمر سوقي، وعلى هذا الأساس يمكن النظر إلى الإيقاف على أنّه أمر سوق مشروط<sup>2</sup>.

#### **5-** الأمر المحدد للكمية:

نجد ثلاث أنواع من الأوامر المحددة للكمية، توجز فيما يلي<sup>3</sup>:

- أ- أمر الكل أو العدم: يتعلق هذا الأمر بكمية محددة من الأوراق المالية، فإذا توفرت سيقوم الوسيط بتنفيذ الأمر، أما إذا لم تتوفر فيتم الانتظار حتى تتوفر الكمية المطلوبة أو المعروضة؛
- ب- أمر الكل أو العدم لحظة الوصول: يتعلق هذا الأمر بكمية محددة من الأوراق المالية فإذا توفرت يقوم الوسيط بتنفيذ الأمر، وإذا لم تتوفر يتم إلغاء الأمر؛
- ج- أمر التنفيذ ولو جزء من الكمية لحظة الوصول: يتعلق هذا الأمر بكمية محددة من الأوراق المالية، فإذا توفرت تمّ التنفيذ، وإذا توفر جزء من الكمية يتم التنفيذ بمقدار ذلك الجزء ويتم إلغاء الباقي.

<sup>1</sup> - Janes.C, **Investment analysis and Management**, 50hn uniley us sons.inc.New york.U.S.A Fifth EDITION 1996, Part I, Chapter P 121.

<sup>2</sup> - محمد صالح الخناوي، نihal فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007، ص 42.

<sup>3</sup> - بن اعمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص ص 46-47.

**6- الأمر الحر أو المطلق:** يقصد بهذا الأمر أن يُترك للوسيط أو السمسار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه مناسباً، وقد تكون حرية الوسيط أو السمسار في هذا النوع من الأوامر مطلقة، فهو الذي يختار الورقة محل التعامل والسعر وما إذا كانت الصفقة يبعاً أو شراءً وتوقيت تنفيذها. من مزايا هذا النوع من الأوامر إعطاء قدر كبير من المرونة للوسيط بما يمكنه من التصرف بسرعة لاغتنام الفرص الملائمة دون انتظار الأوامر، ومن ناحية أخرى لا يرحب الكثير من الوسطاء بهذا النوع من الأوامر، لأنه يزيد من عبئ العميل الواقع عليهم، إضافة إلى خشيتهم من أن تنفيذ بعض الأوامر قد يأتي بنتائج غير مرضية للعملاء.

### المطلب الثالث: تسعير المنتجات المالية

لا تختلف عملية تسعير المنتجات المالية في السوق المالية المنظمة عنها في الأسواق العادية، حيث يلتقي الباعة والمشترون لمختلف المنتجات المالية ويتنافسون للحصول عليها، وبذلك تتفاعل قوى العرض والطلب وتحدد الأسعار لهذه المنتجات المالية. وتتم هذه العملية بعدة تقنيات وعلى عدة مراحل تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار المنتجات المالية، وتتلخص فيما يلي<sup>1</sup>:

#### أولاً: التسعير بالمناداة

تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجهاً لوجه في قاعة تداول البورصة وعقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض، فينادي الباعة بأن لديهم الأوراق المالية التي بحوزتهم مستعملين بعض الألفاظ المتفق عليها، للتعبير عن استعدادهم لبيع نوع معين من الأوراق، وذلك بصوت عال، بنفس الطريقة ينادي المشترون ويعبرون عن استعدادهم للشراء، وبذلك يخلق عرض وطلب على كل ورقة مالية متداولة ويتحدد سعر توازنها الذي تباع به. عادة ما يتفاوض بهذه الطريقة على الأسهم والسندات النشطة، أي الأكثر تداولاً في البورصة ومن أهم مزاياها الشفافية في التعامل، إذ يتمكن من خلالها كافة المتعاملين الحاضرين من مراقبة الصفقات بصورة مباشرة.

#### ثانياً: التسعير بالتدرج

تختلف هذه الطريقة عن سابقتها في كونها تتم بطريقة كتابية وليست شفوية، إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في درج، حيث يخصص درج لكل ورقة في البورصة وتركز كل المعاملات من عروض ومطالب هناك، ويوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي، يعتبر بمثابة المتخصص في التعامل بتلك الورقة. بذلك يصبح كل وسيط (أو شركة بورصة) متخصصاً في التعامل بعدد معين من الأوراق المالية، حيث يقوم بمتابعة

<sup>1</sup> - جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة للنشر، ط 1، الجزائر، 2002، ص ص 114-117.

الصفقات المتعلقة بما وتحدد أسعارها. في بداية كل حصة يقوم الموظف التابع لذلك الوسيط بجمع كافة الأوامر المتعلقة بالورقة المعنية الموجودة في الدرج الخاص بها ويضيف لها الأوامر الباقية من الحصة السابقة التي ما زالت صالحة، ويحدد سعر التعامل وفقا لذلك.

### ثالثا: التسعير بالصندوق

هي شبيهة إلى حد ما بالطريقة السابقة، غير أنه يلجأ إليها في الحالات الاستثنائية فقط كالعروض العامة للشراء أو البيع أو التبادل التي سبق التعرض لها، أو عندما يتعلق الأمر بتسعير ورقة تتميز ببعض المشاكل التي تتطلب اتخاذ قرارات قد تخرج عن التعامل العادي، كتطبيق انحراف في السعر يختلف عن الانحراف العادي مثلا. مثل هذه القرارات لا يمكن اتخاذها إلا من قبل سلطات البورصة كشركة البورصات الفرنسية مثلا (SBF) في حالة الصفقات التي تعقد هناك.

ويكمن جوهر هذه الطريقة في تركيز كافة أوامر الشراء والبيع للورقة المالية المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة، وليس في درج تابع للوسيط المالي المتخصص "كما هو الحال في التقنية السابقة"، بعد ذلك تفحص وتحصى تلك الأوامر ويحدد على أساسها سعر التوازن.

### رابعا: التسعير بالمقابلة

يضيف البعض هذا النوع من الطرق، التي تقع بين الطريقة الشفوية والكتابية، فأخذت إيجابياتهما، حيث تسجل الأوامر على سجلات بالإضافة إلى لقاء المتعاملين واتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات. وتسمح هذه الطريقة بإجراء عمليات مراجعة أو الموازنة (Arbitrage).

وتجدر الإشارة أنّ طرق التعامل والتسعير قد تطورت بفضل التقدم التكنولوجي، إذ جهزت معظم البورصات في الدول المتقدمة بوسائل الإعلام الآلي، وأصبحت الكثير من الصفقات تعقد بواسطة أطراف الحاسوب دون اللجوء إلى الحضور الشخصي للمستثمر أو حتى وكيله. كما أصبح الحاسوب يعالج الأوامر ويعطي سعر التوازن ويغيره كلما تغيرت ظروف السوق، مما وفر نوعا من الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض والطلب إلى البورصة.

بالإضافة إلى تدخل الوسطاء الذين يحق لهم أن يكونوا طرفا في الصفقات كلما قل العرض أو الطلب وذلك بتوفيرهم للأوراق التي قل عرضها أو شرائهم للأوراق التي قل الطلب عليها، الشيء الذي يوفر السيولة لكافة الأدوات المالية المتداولة وتنشيط البورصة.

قانون العرض والطلب يترجم بصفة فعالة السلوكيات المتضادة للبائعين والمشتريين إزاء تغيرات الأسعار في السوق. التنبؤ بهبوط الأسعار سيؤدي بالمشتريين إلى زيادة طلبهم بينما سيقوم البائعون بالتقليل من عرضهم، هذا ما قد

يؤدي إلى زيادة الطلب بالنسبة للعرض، ابتداءً من هذا الوقت بعض المشترين سيصبحون قادرين على الشراء بسعر أعلى، وبالتالي تطور الأسعار نحو الأعلى سيؤدي بالبائعين إلى زيادة عرضهم. فالسوق عبارة عن لعبة تصحيحات دائمة تؤدي إلى تحديد سعر التوازن وهو السعر الذي يسمح بتلبية أكبر عدد من العروض والطلبات. ونظام التسعير في البورصة يعرف على أنه: " مجموعة من التقنيات تسمح بتحديد أسعار الأوراق المالية داخل البورصة"، وتوجد طريقتان للتسعير في البورصة:

### 1- التسعير بالتثبيت: هذه الطريقة تهدف إلى تحديد سعر يسمح بأكبر عدد من الصفقات، وهي

مستعملة لتحديد سعر يُدعى بسعر التثبيت وذلك بمواجهة أوامر الشراء والبيع في مدة قصيرة (مرة أو مرتين في اليوم). وتعتمد على مجموعة من القواعد:

- الأوامر بالأحسن لا بد وأن تنفذ أولاً.

- أوامر البيع ذات الحد الأقل من السعر المسعر به لا بد وأن تنفذ.

- أوامر الشراء ذات الحد الأكبر من السعر المسعر به لا بد وأن تنفذ.

### 2- التسعير بالتواصل: يستعمل التسعير المتواصل نظام الإعلام الآلي، ويتمثل في المواجهة المستمرة

للأوامر التي تم إدخالها مباشرة من طرف شركات البورصة (وسطاء في عمليات البورصة) في التسعيرة الالكترونية التي يديرها الحاسوب المركزي، هذا الأخير يحدد سعر التوازن (قبل الافتتاح)، ثم تنفذ الأوامر حسب أولوية وصولها إلى النظام. وهذا النوع من التسعير يعطي القدرة على التداول مباشرة، كما هو واضح من اسم هذه الطريقة. إن التسعير هنا يكون بشكل مستمر ويتغير سعر التوازن تلقائياً بمجرد إدخال أوامر جديدة، ويوضع على كل أمر تاريخ وساعة وصوله<sup>1</sup>.

وهناك ثلاث تسعيرات وهذا حسب توقيت عمل البورصة وهي:

- **سعر الافتتاح:** هو أول سعر عند بداية النشاط الحقيقي للبورصة، حيث يقوم محرك التداول بحساب سعر افتتاح لكل قيمة على أساس سعر وكمية الأوامر المدخلة خلال حالة ما قبل الافتتاح في يوم التداول.

- **السعر خلال جلسة العمل:** وهو سعر توازن متغير حسب تدفق أوامر البيع والشراء المختلفة.

- **سعر الإقفال:** وهو آخر سعر توازن مسجل في نهاية جلسة عمل البورصة.

<sup>1</sup> - صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص 109.

### خامسا: التداول عن طريق الأنترنت

تعتبر عملية التداول بالأنترنت بمثابة الحلقة الأخيرة والأكثر تطورا من حلقات التزاوج بين تكنولوجيا المعلومات والاتصال والأسواق المالية الوطنية والدولية، إذ أصبح المتعامل في الأسواق المالية يبيع ويشترى من أي سوق في العالم من بيته أو مقر عمله أو مكتبه فمع ظهور التداول عن طريق الأنترنت في أوائل التسعينات من القرن الماضي، ظهر نوع جديد من السماسرة والوسطاء هم السماسرة والوسطاء الإلكترونيون والمسجلون والمعتمدون لدى السلطات المشرفة على الأسواق المالية، وطبعا التداول بواسطة الأنترنت يتم عن طريق نظام تداول إلكتروني<sup>1</sup>. وعلى الرغم من إيجابيات التداول عن طريق الأنترنت إلا أنه لا يخلو من بعض المخاطر أهمها على الإطلاق مخاطر الاحتيال بمختلف أشكاله.

<sup>1</sup> - جبار محفوظ، الأسواق المالية، الجزء الثالث: استراتيجيات الاستثمار والنحوط، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، 2017، ص 44.

### المبحث الرابع: تنشيط السوق المالية وميزتها التنافسية

إنّ الانفتاح الكبير للأسواق والتطور السريع في مجال التكنولوجيا، وتزايد حدة المنافسة بين الأسواق المالية، أدى بهذه الأخيرة إلى ضرورة تطوير الميزة التنافسية بها، بغية البقاء في مجال الأعمال ومواكبة التغيرات المتسارعة في المحيط الذي تنشط فيه. حيث تتسم الأسواق المالية الأكثر نجاحاً بالاختلاف والتميز في قدرتها التنافسية وما تقدمه للمتعاملين بها من قيمة، الأمر الذي يصعب معه تقليد هذه القدرات، ومن ثم تحقيق التفوق على المنافسين. وسيتم في هذا المبحث التعرف على عوامل تنشيط السوق المالية، وضع تعريف للميزة التنافسية للأسواق المالية، وكذا التعرف على أهم المؤشرات التي تحدد درجة نشاط وتنافسية سوق مالية ما.

### المطلب الأول: عوامل تنشيط الأسواق المالية

هناك مجموعة من العوامل اللازمة لتنشيط الأسواق المالية والارتقاء بها إلى مستوى السوق الكفؤة، وقاعدة العرض والطلب هي التي تلعب الدور الرئيسي في تنشيط السوق المالية<sup>1</sup>، ويتم تنشيط السوق المالية إما في جانب العرض وذلك بتشجيع إنشاء شركات الأموال وخلق أدوات جديدة، أو من جانب الطلب وذلك بتوفير المناخ الملائم اقتصادياً وسياسياً ونشر الوعي الادخاري والاستثماري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطها. وفي الدول المتقدمة يكفي التنشيط من أحد الجانبين حيث أنّ النسق الاجتماعي والاقتصادي السائد يتكفل بتطوير الجانب الآخر من خلال الاستجابة التلقائية<sup>2</sup>. أما في الدول المتخلفة فيجب أن يكون التنشيط من الجانبين معاً، فلا جدوى من تنشيط جانب العرض دون أن يكون هناك طلب كافي على المنتجات المالية.

ومما سبق يمكن استنتاج الشكل الآتي:

<sup>1</sup> - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص 638.

<sup>2</sup> - عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، طبعة 2002، ص 265



كما يُمكن للحكومة أن تفرض على الشركات زيادة المعروض من المنتجات المالية، ويكون ذلك بأسلوبين هما:

- أسلوب إلزامي: وهو من خلال الأحكام التشريعية في مطالبة بعض الشركات بإصدار أو طرح أسهمها للاكتتاب العام، أو الإدراج التلقائي في البورصة، عندما يصل رأسمال هذه الشركات إلى حد معين.
- أسلوب تشجيعي: والمتمثل في السياسات الضريبية، التي تحفز على التوسع في الإصدارات الجديدة لتخفيف اتجاه الأفراد إلى الاستهلاك، كما تلجأ بعض الشركات إلى إعادة استثمار بعض أرباحها ليس بتحويلها إلى احتياطات، إنما بتوزيع جزء من الأرباح في شكل أسهم إضافية.

يجب أيضا على الدولة لتنشيط السوق المالية توفير ودعم المؤسسات المالية الوسيطة لأنها تؤدي دورا هاما في تعبئة المدخرات المالية وتوجيهها نحو الفرص الاستثمارية، حيث تقوم هذه المؤسسات بعمليات التسويق والترويج والتغطية للإصدارات الجديدة، كما يمكنها أيضا طرح منتجاته المالية للتداول في السوق المالية، ومن هذه المؤسسات نجد البنوك التجارية والبنوك المتخصصة وشركات التأمين صناديق الاستثمار وغيرها.

ولابد أيضا من تنظيم نشاط السمسرة ورفع كفاءة العاملين فيها وتحسين خدماتها؛ وهذا يتطلب تنظيم دورات تدريبية لرفع مستوى أداء هؤلاء مهنيين؛ ولعل التطورات الحديثة التي شهدتها أنظمة التداول الإلكتروني تحتم إعادة النظر في مهام الوسطاء وتحديث وتنويع اختصاصاتهم كإدارة المحافظ الاستثمارية.

### 2- خلق أدوات جديدة

يستدعي تنشيط السوق المالية من جانب العرض استحداث وتطوير مجموعة من الأدوات التي يمكن أن تلي المتطلبات المختلفة لحاجات المستثمرين والمصدرين؛ ولقد أثبتت الكثير من الدراسات دور الهندسة المالية في توسيع قاعد المعروض من المنتجات المالية مما يؤدي إلى جذب فئات جديدة من المستثمرين.

كما يساهم إدراج المنتجات المالية التي تتماشى مع الشريعة الإسلامية في إدخال نوعية جديدة من المتعاملين ظلوا لعوامل عديدة مبتعدين عنها، علاوة على أنها ستمثل زخما كبيرا يسهم في تنشيط الأسواق المالية، إذ ما توفرت لها الوسائل الفنية والأطر القانونية والنظامية لإدارتها.



### ثانيا: تنشيط السوق المالية من جانب الطلب

يمكن تنشيط السوق المالية في جانب الطلب بنشر الوعي المالي وكذا توفير كل المعلومات التي تساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

#### 1- نشر الوعي المالي

الوعي المالي هو أحد المستلزمات المهمة لتهيئة مناخ استثماري وادخاري سليم ومناسب، حيث أنّ توفر درجة عالية من الوعي المالي لدى الشركات والأفراد بالفرص والمزايا الاستثمارية التي توفرها السوق المالية يُشكل عاملا مهما في تعزيز دور السوق ودفعه نحو الاتجاه الصحيح للقيام بالدور المنشود منه كقناة لتجميع المدخرات وتوجيهها نحو المشروعات الاستثمارية. هذا ويُمكن قياس تطور الوعي المالي بقياس كلا من الوعي الاستثماري والوعي الادخاري كما يلي:

- **الوعي الاستثماري:** يُقاس عن طريق قياس معدل النمو في تأسيس الشركات ومقدار رؤوس الأموال، والأسهم المصدرة وحجم التعامل فيها ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.
- **الوعي الادخاري:** يُقاس بحجم ودائع القطاع الخاص والقطاع العائلي وحجم الادخار ونسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي.

إنّ الوعي الاستثماري والادخاري لدى المتعاملين في الأسواق المالية يتطلب الإلمام بعدة أمور منها<sup>1</sup>:

- الثقافة العامة والاتجاه نحو الادخار وظروف مواتية وإمكانيات متاحة: ونعني هنا بالثقافة العامة بأنه لا بد لأفراد المجتمع وخاصة صغار المستثمرين أن تكون لديهم توعية كافية بمعنى كلمة بورصة وبكل ما تحتويه البورصة من مؤسسات وأدوات مع معرفة كيفية الاستثمار فيها، وكذلك المعلومات المرتبطة بها وهنا نشير إلى أن الوعي الاستثماري لا يتواجد في لحظة ولكن عبر سنوات نتيجة تراكم خبرات، وأيضا من أهم ما يجب أن يعيه المستثمر هو أن الاستثمار في البورصة ليس استثمارا آمنا أو عديم المخاطر؛
- إنّ من أهم الأشياء التي يجب أن يعيها المستثمر هو احتمال انخفاض سعر السهم الذي يمتلكه: والذي يحدث لعدة ظروف أهمها انخفاض أداء الشركات. ولا بد أن يدرك تماما أنه أمر وارد في تعاملاته فيها بالإضافة إلى معرفته بتقييم أداء الشركات التي استثمر أمواله فيها سواء بنفسه أو عن طريق وكيل يقوم بهذه العملية وبذلك يتمكن من متابعة أداء الشركة التي يمتلك أسهمه فيها، وأيضا من ضروريات الوعي المالي للمستثمرين أن يقوم هذا المستثمر بتنويع محفظة الاستثمار بحيث تتضمن جميع الأدوات المالية من أسهم وسندات وودائع وهو بذلك يقلل من حجم المخاطرة التي يمكن أن يتعرض لها؛

<sup>1</sup> - ياسر شاهين، دور الوعي الاستثماري في كفاءة واستقرار الأسواق المالية-سوق فلسطين للأوراق المالية: عقد من الصمود والانجاز والتحدي، مداخلة مقدمة إلى الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، 2007، ص ص 7-8.

- الاتجاه للاستثمار المؤسسي وليس للمضاربة فقط: فلا بد للمستثمر عند شرائه للسهم أن يكون هدفه هو إصابة جزء من الربح الذي تحققه الشركة في نهاية العام المالي، أو تحقيق الربح الرأسمالي الناتج عن الفرق بين سعري الشراء والبيع، وليس الغرض من التعامل في البورصة هو المضاربة. فعندما يقوم بشراء سهم لشركة لا بد وأن يكون أداء هذه الشركة متوقعا وجيدا وأن احتمالات توزيع الأرباح عالية.

### 2- توفير المعلومات الكافية عن الشركات المسجلة في البورصة

تعد المعلومات من أهم المقومات السائدة لتنشيط السوق المالية، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الاستثمارية. كما تمثل محركات ومؤشرات اتخاذ قرارات الشراء أو البيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية، ودرجة ثقة المستثمرين تتحدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة عن واقع الجهات المصدرة للمنتجات المالية إضافة للوضع الاقتصادي العام للبلد المعني. لكن كون المعلومات متاحة للجميع لا يعني أنهم يصلون إلى توقعات متشابهة في الوقت نفسه، إذ أنّ قرارات بعضهم تكون أدق بسبب الخبرة مقارنة بآخرين. ولكن في الأمد الطويل لا بد أن تعكس أسعار الأوراق المالية مضمون المعلومات وتقترب توقعات المستثمرين من القيمة الحقيقية<sup>1</sup>.

تعتبر التقارير المالية الوسيلة الرئيسية التي من خلالها يتم توصيل المعلومات إلى الأطراف الخارجية، " وقد تشمل معلومات مالية ومعلومات غير مالية ونشرات أو تقارير مجلس الإدارة والتنبؤات المالية والأخبار ذات الصلة بالشركة ووصف للخطط والتوقعات وكذلك التأثير البيئي أو الاجتماعي لأعمال الشركة"<sup>2</sup>، " كما يجب أن توفر التقارير المالية المعلومات المفيدة للمستثمرين الحاليين والمتقنين والدائنين والمستخدمين الآخرين وذلك من أجل اتخاذ قرارات الاستثمار والائتمان الرشيدة وكذلك القرارات المشابهة، ويجب أن تكون هذه المعلومات مفهومة لهؤلاء الذين يتمتعون بفهم معقول للأنشطة الاقتصادية وأنشطة الأعمال"<sup>3</sup>.

وتعتبر جودة التقارير المالية أحد العوامل الرئيسية التي تساهم في رفع روح التنافس بين الشركات والخدمات المختلفة، ولتحقق هذه الجودة لا بد من توافر عدّة خصائص ومعايير في المعلومات التي تحويها التقارير المالية. وتعني الجودة في هذا المجال مصداقية المعلومات التي تتضمنها التقارير المالية "وما تحققه من منفعة للمستخدمين، ولتحقيق ذلك يجب أن تخلو من التحريف والتضليل وأن تعد في ضوء مجموعة من المعايير القانونية والرقابية والمهنية، بما يحقق الهدف من استخدامها"<sup>4</sup>. ولقد أشارت إحدى الدراسات بأن أساس الجودة في المعلومات المالية

<sup>1</sup> - محمد محمود الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005، ص 277.

<sup>2</sup> - طارق عبد العال حماد، التقارير المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006، ص 36.

<sup>3</sup> - المرجع نفسه، ص ص 38-39.

<sup>4</sup> - ماجد إسماعيل أبو حماد، أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، 2009، ص

هو توفر خصائص يتم على أساسها إعداد تلك المعلومات المالية وتمكن المستخدمين من اتخاذ القرارات الرشيدة<sup>1</sup>. وستتناول الخصائص الواجب توفرها في المعلومات المالية فيما يلي:

- **الملاءمة:** هي أن تكون المعلومات مناسبة لحجم وطبيعة الاستخدام بدون زيادة أو نقص أو خروج عن الموضوع<sup>2</sup>.
  - **الموثوقية:** لكي تكون المعلومات مفيدة فإنه يجب أن تكون موثوقة ويعتمد عليها، وتمتلك المعلومات خاصية الموثوقية إذا كانت خالية من الأخطاء الهامة والتحيز، وكان بإمكان المستخدمين الاعتماد عليها كمعلومات تعبر بصدق عما يقصد أن تعبر عنه أو من المتوقع أن تعبر عنه<sup>3</sup>.
  - **الدقة:** يُقصد بالدقة مدى خلو المعلومات من الخطأ، فكلما كانت نسبة الخطأ في المعلومات قليلة كلما كانت أكثر دقة وبالتالي أكثر فائدة. وقد يتسبب عدم توافر الدقة في المعلومات إلى حالة عدم التأكد، وتؤدي إلى عدم القدرة على التنبؤ بمصير الشركة وإلى عدم اتخاذ القرار المناسب.
  - **قابلية المعلومات للمقارنة:** تؤدي هذه الخاصية إلى تمكين مستخدمي معلومات التقارير المالية من مقارنة التقارير المالية للشركة عبر الزمن من أجل تحديد الاتجاهات في المركز المالي والأداء، كما يجب أن يكون بمقدورهم مقارنة التقارير المالية للشركات المختلفة من أجل أن يقيموا مراكزها المالية والأداء والتغيرات في المركز المالي.
  - **القابلية للفهم:** بمعنى أن تكون المعلومات مفهومة من جانب مُتخذ القرار، وتتأثر القابلية للفهم من زاوية مهارة وخبرة من يُعد المعلومات من جهة، ثم من زاوية مهارة وخبرة من يستخدمها من جهة أخرى<sup>4</sup>.
  - **الأهمية النسبية:** "تلعب هذه الخاصية دوراً هاماً كإطار لتحديد المعلومات التي يجب الإفصاح عنها، وذلك من زاوية تأثيرها المتوقع على متخذ القرار"<sup>5</sup>. وتعد معلومات التقارير المالية ذات أهمية نسبية إذا كان حذفها أو تحريفها يؤثر على القرار الاقتصادي الذي يتخذه مستخدمها عند اعتماده على هذه المعلومات، بمعنى أنه كلما كان للمعلومة تأثير هام على من يستخدمها كلما كانت ذات أهمية نسبية.
- والشكل الموالي يوضح تأثير توفر الجودة في المعلومات المالية على السوق المالية:

<sup>1</sup>- Nashwa .G, **Audit commitee: The solution to Quality Financial Reporting**, The CPA journal, December, 2003, p:06.

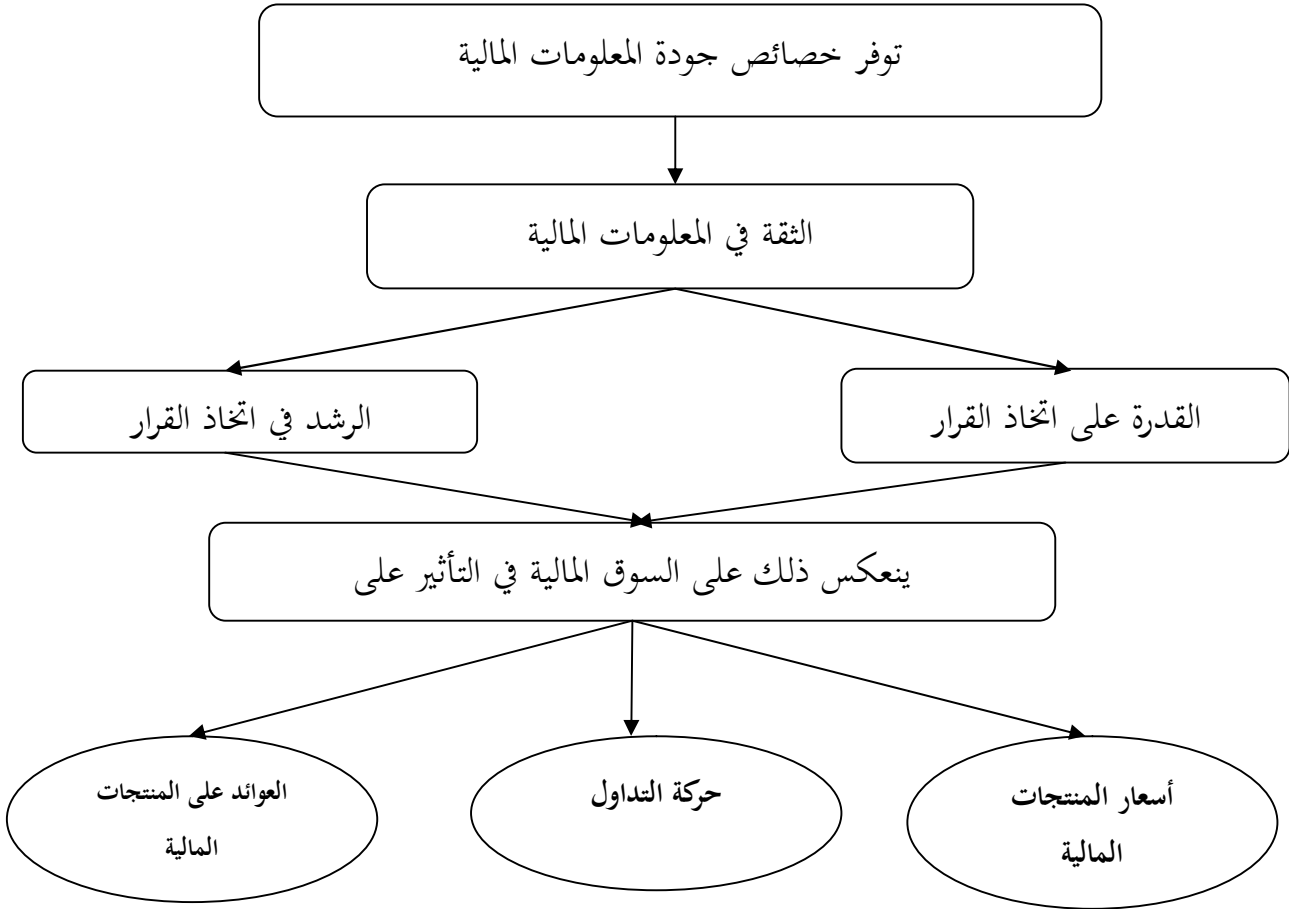
<sup>2</sup>- إيمان فاضل السامرائي، هيثم محمد الزعبي، نظم المعلومات الإدارية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص 28.

<sup>3</sup>- طارق عبد العال، التقارير المالية، مرجع سبق ذكره، ص 90.

<sup>4</sup>- محمد مطر، موسى السويطي، التأصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية في مجالات: القياس، العرض، الإفصاح، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2008، ص 332.

<sup>5</sup>- المرجع نفسه، ص 335.

شكل رقم (1-4): تأثير توفر خصائص جودة المعلومات المالية على السوق المالية



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على: محمد إبراهيم خليل، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية - دراسة تطبيقية، عن موقع: [www.ac.ly](http://www.ac.ly)، تاريخ الإطلاع: 2013/12/4.

من الشكل السابق يتبين أنّ توفر خصائص جودة المعلومات المالية تزيد ثقة المستثمرين فيها وتساعدهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية برشد، مما ينعكس على كل من أسعار المنتجات المالية وعوائدها وحركة تداولها، مما يؤدي إلى تنشيط السوق المالية.

### المطلب الثاني: الميزة التنافسية للأسواق المالية

لكل استثمار وجهان، وجه يمثل العوائد التي سوف تتحقق من هذا الاستثمار والوجه الآخر يمثل المخاطر التي سيتعرض لها المستثمر عندما يربط أمواله في الاستثمار. ويتميز الاستثمار في الأسواق المالية بنوعين من المخاطر مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة. بالنسبة للمخاطر المنتظمة فهي التي تمس كافة أسعار المنتجات المالية المتداولة في السوق، أما المخاطر غير المنتظمة هي التي تمس أسهم شركة بعينها، أو مجموعة من الشركات. ويحاول المستثمر التقليل من هذه المخاطر والسيطرة عليها باستخدام مجموعة من الأساليب أهمها التنوع، فكلما كانت المحفظة المالية متنوعة جيدا أدى ذلك للتقليل من المخاطر. فالمخاطر غير المنتظمة يمكن التقليل منها والسيطرة عليها بالتنوع في الأوراق المالية المتداولة في نفس السوق، أما المخاطر المنتظمة فيمكن التقليل منها بالتنوع الدولي أي بتكوين محفظة دولية، وهذا بشراء أسهم المؤسسات الدولية أو بشراء أسهم مسعرة في أسواق أجنبية (سنتناولها بتفصيل أكثر في الفصل الثالث). وهنا يكون المستثمر أمام عدد كبير من الأسواق المالية الأجنبية وعليه الاختيار في أي هاته الأسواق سيستثمر أمواله. وما يسهل عليه الاختيار هو درجة الميزة التنافسية لهاته الأسواق. ويشغل مفهوم الميزة التنافسية مكانة هامة في كل من مجالي الإدارة الاستراتيجية واقتصاديات الأعمال، وتعود بدايات ظهور هذا المفهوم إلى ثمانينات القرن العشرين، حيث بدأت فكرة الميزة التنافسية بالانتشار والتوسع خاصة بعد ظهور كتابات "مايكل بورتر" (Michael Porter) أستاذ الإدارة الاستراتيجية بجامعة هارفارد بخصوص استراتيجية التنافس والميزة التنافسية<sup>1</sup>. وتشير الميزة التنافسية إلى الخاصية التي تميز السوق المالية عن غيرها من الأسواق المنافسة، وتحقق لهذه السوق موقعا قويا تجاه الأطراف المختلفة، وهو ما يعرف بالموقف التنافسي، حيث تتسم الأسواق المالية الأكثر نجاحا بالاختلاف والتميز في قدرتها التنافسية وما تقدمه للمتعاملين بها من قيمة، الأمر الذي يصعب معه تقليد هذه القدرات، ومن ثم تحقيق التفوق على المنافسين. ويعتمد تحقيق السوق المالية للميزة التنافسية على مصادر متنوعة وعديدة لتحقيق التفرد، الأمر الذي من شأنه أن يعقد ويصعب من مهمة المنافسين في تقليد ومحاكاة هذه الميزة كما يضمن استمرارية أطول لميزة هذه السوق.

### أولاً: تعريف الميزة التنافسية للأسواق المالية

لا يوجد تعريف محدد للميزة التنافسية للأسواق المالية، فهذا المصطلح ظهر في الشركات والمؤسسات، ولهذا سيتم عرض بعض من التعاريف الخاصة بالميزة التنافسية للمؤسسات ومحاولة إسقاطها على الأسواق المالية:

- يرى مايكل بورتر أن الميزة التنافسية "تنشأ بمجرد توصل المؤسسة إلى اكتشاف طرق جديدة أكثر فعالية من تلك المستعملة من قبل المنافسين. حيث يكون بمقدورها تجسيد هذا الاكتشاف ميدانيا، بمعنى آخر بمجرد إحداث عملية إبداع بمفهومه الواسع"<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - جيرار فيروز، أثر السياسات الاستثمارية لشركات التأمين في تطوير الميزة التنافسية، أطروحة دكتوراه، جامعة فرحات عباس 1 سطيف، 2017، ص 77.

<sup>2</sup> - Michael Porter, L'avantage concurrentiel des nations, Trad : Pierre Mirailles, INTER EDITION, Paris, 1993, P : 48.

- تعرف الميزة التنافسية أيضا على أنها "بمجال تتمتع فيه المنظمة بقدرة أعلى من منافسيها في استغلال مواردها المادية أو البشرية، فقد تتعلق بالجودة أو التكنولوجيا أو القدرة على خفض التكلفة أو الكفاءة التسويقية أو الابتكار والتطوير أو وفرة الموارد المالية، أو امتلاك موارد بشرية مؤهلة"<sup>1</sup>.
- تعرف أيضا بأنها "قدرة المؤسسة على تقديم سلعة أو خدمة ذات تكلفة أقل أو منتج متميز عن نظيره في الأسواق، مع قدرة المؤسسة على الاستمرار في الاحتفاظ بهذه الميزة"<sup>2</sup>.
- تعرف أيضا على أنها "المهارة أو التقنية أو المورد المتميز الذي يتيح للمنظمة إنتاج قيم ومنافع للعملاء تزيد عما يقدمه لهم المنافسون، ويؤكد تميزها واختلافها عن هؤلاء المنافسين من وجهة نظر العملاء الذين يتقبلون هذا الاختلاف والتميز، حيث يحقق لهم المزيد من المنافع والقيم التي تتفوق على ما يقدمه لهم المنافسون الآخرون"<sup>3</sup>.

على ضوء التعاريف السابقة يمكن إعطاء تعريف للميزة التنافسية للأسواق المالية:

تتمثل الميزة التنافسية في الوضع المتفوق الذي تحصل عليه السوق المالية، هذا التفوق يكون في شكل إضافة قيمة لدى المتعاملين فيها، والتي تأخذ شكل تكلفة معاملات أقل مقارنة بتكاليف المنافسين، أو في شكل سرعة تداول أكبر، أو في شكل منتج متميز، وذلك بهدف جذب أكبر عدد من المتعاملين فيها، سواء كانوا مصدرين أو متداولين للأوراق المالية.

### ثانيا: خصائص الميزة التنافسية للأسواق المالية

من أهم خصائص الميزة التنافسية ما يلي<sup>4</sup>:

- أنها نسبية أي تتحقق بالمقارنة والاختلاف بين المنافسين وليس التشابه؛
- أنها تؤدي إلى تحقيق الأفضلية والتفوق على المنافسين؛
- تكون مستمرة ومستدامة، أي يتم بناؤها على المدى الطويل وليس على المدى القصير فقط، فهي تختص بالفرص المستقبلية، ولا تزول بسرعة عندما يتم تطويرها وتجديدها؛
- أنها متجددة وفق معطيات البيئة الخارجية من جهة، وقدرات وموارد المؤسسة الداخلية من جهة أخرى؛
- إمكانية الدفاع عنها، بمعنى صعوبة تقليدها من جانب المنافسين؛

<sup>1</sup> - بن علي بلعوز، دور اليقظة الاستراتيجية في تنمية الميزة التنافسية للمؤسسة وواقعها في الجزائر، الملتقى الدولي الرابع حول: "المنافسة والاستراتيجيات التنافسية للمؤسسات الصناعية خارج قطاع المحروقات في الدول العربية"، جامعة الشلف، الجزائر، 2010، ص 5.

<sup>2</sup> - Heiko Gebauer, **Competitive advantage through service differentiation by manufacturing companies**, Journal of Business Research, Vol 64, Sweden, 2011, P: 7.

<sup>3</sup> - محمد فلاق، عمليات إدارة المعرفة وتأثيرها في تحقيق الميزة التنافسية، الملتقى الدولي الرابع حول: "المنافسة والاستراتيجيات التنافسية للمؤسسات الصناعية خارج قطاع المحروقات في الدول العربية"، جامعة الشلف، الجزائر، 2010، ص 9.

<sup>4</sup> - غالب الأكرم، أثر إدارة مخاطر استثمار رأس المال المعرفي في تحقيق المزايا التنافسية لمنظمات التأمين الأردنية، المؤتمر العلمي السنوي السابع حول: "إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة"، جامعة الزيتونة الخاصة، الأردن، 2007، ص 12.

- يتناسب استخدامها مع الأهداف والنتائج التي تريد المؤسسة تحقيقها على المدى القصير وال المدى الطويل.
- كل ما سبق ينعكس في تنشيط السوق المالية وبالتالي تحقيقها للمهمة التي أنشئت من أجلها، ألا وهي سهولة انسياب رؤوس الأموال بين الوحدات الاقتصادية.

### ثالثا: أهمية الميزة التنافسية للأسواق المالية

تكمن أهمية الميزة التنافسية فيما يلي:

- خلق قيمة للمتعاملين فيها تلي احتياجاتهم وتضمن ولاءهم؛
- تدعم الميزة التنافسية سمعة وصورة السوق المالية في أذهان المتعاملين فيها؛
- تحقيق التميز الاستراتيجي عن المنافسين في المنتجات والخدمات المقدمة للعملاء؛
- إمكانية التميز في الموارد والكفاءات والاستراتيجيات المنتهجة في ظل بيئة تنافسية؛
- تكوين رؤية مستقبلية جديدة للأهداف التي تريد السوق بلوغها وللفرص الكبيرة التي ترغب في اقتناصها.

### رابعا: مصادر الميزة التنافسية في الأسواق المالية

إنّ حيازة السوق المالية للميزة التنافسية يستدعي التعرف على المصادر التي تستمد منها تلك الميزة، حيث يسمح ذلك بتصويب الجهود نحو أهداف واضحة، مما يؤدي بدوره إلى وفرة في الوقت والجهد والمال. وتعدد مصادر الميزة التنافسية للسوق المالية، وأهمها ما يلي:

#### 1- الإبداع

تعد القدرة على الإبداع مصدرا متجددا للميزة التنافسية، حيث يساهم الإبداع في اكتساب السوق المالية جاذبية كبيرة للمستثمرين. وتعدد مجالات الإبداع فنجد<sup>1</sup>: الإبداع في المنتج، الإبداع في الخدمة، الإبداع في التنظيم، الإبداع في التسويق، الإبداع في الإدارة، الإبداع التكنولوجي...

#### 2- المعرفة

تعد المعرفة من المصادر الأساسية للميزة التنافسية، وتتمثل فيما يعرف اليوم برأس المال الفكري، الذي يضم مختلف منتجات الفكر الإنساني من تقنيات، نظريات... والسوق المالية الناجحة هي التي تخلق بشكل مسبق المعرفة الجديدة وتجسدها من خلال تكنولوجيا وأساليب ومنتجات وخدمات جديدة. كما تهتم السوق المالية الناجحة بالتجميع المنظم للمعرفة من المصادر المختلفة، وتحللها وتفسرها لاستنتاج مختلف المؤثرات التي تستخدم في توجيه وإثراء العمليات التي تقوم بها، وتحقق التحسن في الأداء والارتقاء إلى مستويات أعلى من الإنجاز، لتحقيق في الأخير التميز على المنافسين.

<sup>1</sup> - Michel Marchesnay, **Management stratégique**, ADREG, France, 2004, P : 122.

### 3- الجودة

تشير الجودة إلى قدرة المنتج أو الخدمة على تلبية حاجات المتعاملين في الأسواق المالية، وتقاس من خلال ما تحققه المنتجات والخدمات من قبول لدى المستثمرين بها. والجودة العالية من شأنها أن تساعد في تكوين سمعة جيدة وزيادة حجم السوق. ولا يجب أن ينظر إلى الجودة على أنها تقليل عيوب المنتج أو الخدمة فحسب بل على أنها وسيلة لإرضاء المستثمر مما يجعله أكثر ارتباطا بالمنتج أو الخدمة.

### 4- الموارد البشرية

تعتبر الموارد البشرية المصدر الحقيقي لتكوين الميزة التنافسية للسوق المالية وتعزيزها، لأن تحقيق التميز في أداء السوق المالية لا يستند على مجرد امتلاكها الموارد المالية أو التكنولوجية فحسب؛ بل يستند على توافر نوعيات خاصة من الموارد البشرية القادرة على تعظيم الاستفادة من تلك الموارد.

### 5- الموارد المالية

تعتبر الموارد المالية مهمة جدا بالنسبة للأسواق المالية، حيث تمكنها من تعميق أنشطتها وتوسيعها على نطاق أكبر، مما يعمل على تحقيق الأهداف المالية والتنافسية للسوق المالية.

## المطلب الثالث: المعايير المستخدمة لقياس نشاط الأسواق المالية ودرجة تنافسيتها

هناك العديد من المعايير التي تؤثر على وظيفة وفعالية ونشاط الأسواق المالية، والتي على أساسها يمكن الحكم على درجة تنافسية هاته الأسواق، منها: حجم السوق، درجة السيولة ودرجة التركيز، والتي سيتم عرضها فيما يلي<sup>1</sup>:

### أولا: حجم السوق

يقاس حجم السوق بمؤشرين هما:

1. **المؤشر الأول:** هو معدل رسملة السوق، وهو عبارة عن القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي، ويفترض المحللون الاقتصاديون أن معدل رسملة السوق يرتبط مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر. وتبين نسبة رسملة السوق مدى تواجد الثقافة البورصية أو المالية في اقتصاد بلد معين، فإذا كانت هذه النسبة مرتفعة فهذا يدل على أنّ الأفراد يتعاملون بالمنتجات المالية لتمويل النشاط الحقيقي، وكذلك يدل على أنّ حجم السوق المالية معتبر.

<sup>1</sup> - الشريف ربحان، الطاوس حمداوي، بورصة الجزائر - رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، مجلة التواصل، عدد 34، جوان 2013، ص 52.



2. المؤشر الثاني: هو عدد الشركات المدرجة في البورصة، فكلما كان عدد الشركات المدرجة في البورصة كبيراً، فهذا يدل على سوق مالية واسعة، أما إذا كان ضئيلاً فهذا يدل على سوق مالية ضعيفة.

### ثانياً: سيولة السوق

تعني سيولة السوق القدرة على شراء وبيع المنتجات المالية المتداولة في السوق الثانوية بسهولة، وتميز مؤشرين لقياس السيولة:

1. المؤشر الأول: معدل قيمة التداول وهو مجموع الأسهم المتداولة في بورصة المنتجات المالية مقسوماً على الناتج المحلي الإجمالي، وهذا المؤشر يقيس التداول المنظم لأسهم الشركات المقيدة كنسبة من الناتج المحلي. إذن فهو يعكس ويعبر عن سيولة الاقتصاد بصفة عامة، وهذا المؤشر يكمل مؤشر رسملة السوق، إذ أنه بالرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيراً، وعليه يستدعي الأمر استخدام المؤشرين معاً لغاية الحصول على معلومات سليمة عن سوق المنتجات المالية المحلية.

2. المؤشر الثاني: معدل الدوران هو إجمالي الأسهم المتداولة مقسوماً على رسملة السوق، وهذا المؤشر يستخدم كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق لتوضيح درجة نشاط السوق، إذ يمكن أن يكون هناك سوق كبيرة ولكنها غير نشطة إذا كانت رسملتها كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض. إن مؤشرات السيولة تقيس درجة التداول "السيولة" بالنسبة لحجم الاقتصاد ككل وبالنسبة لحجم سوق المنتجات المالية.

### ثالثاً: درجة التركيز

ويقصد بها ما إذا كان حجم التداول للسوق مركزاً في عدد محدود من الشركات المقيدة أو موزعاً على عدد كبير منها، ولقياس درجة التركيز، نحسب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي أو إجمالي قيمة التداول.

### خلاصة الفصل:

تم في هذا الفصل استعراض الإطار النظري للأسواق المالية، والعوامل المؤثرة في تنشيطها حيث تم التوصل إلى:

- السوق المالية هي ذلك الإطار الذي يتم بموجبه الجمع بين الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي والفائض المالي، حيث يتم من خلالها بيع وشراء المنتجات المالية التي تطرح لأول مرة للتعامل والمصدرة حديثاً، وتداولها فيما بعد حيث تُمكن البائعين والمشتريين للمنتجات المالية إتمام عمليات البيع والشراء عن طريق السماسرة والوسطاء والشركات العاملة في هذا المجال؛
- تتجلى أهمية السوق المالية في الوظيفة التي تؤديها، حيث أنّ الوظيفة الاقتصادية بصورة عامة للسوق المالية هي تسهيل انسيابية رؤوس الأموال بين الوحدات الاقتصادية، من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، من خلال تسهيل مهمة الدخول إلى السوق لتجميع المدخرات من مختلف الشرائح والقطاعات، وتحويلها إلى وحدات العجز بهدف زيادة الاستثمار والإنتاج؛
- السوق المالية الكفؤة هي السوق القادرة على عكس أية معلومات جديدة عن المنتجات المالية المتداولة على سعر هذه المنتجات، بمعنى آخر قدرة السوق على تقييم المنتج المالي بقيمته الحقيقية، وأن تصل جميع المعلومات إلى المستثمرين في الوقت نفسه وبنفس النوعية وبتكلفة منخفضة؛
- هناك عوامل غير عقلانية (كالإفراط في الثقة، التقليد والمحاكاة، أخطاء الإدراك وغيرها) تُؤثر على تشكل الأسعار في السوق المالية، مما أدى إلى ظهور نظرية المالية السلوكية التي تهدف إلى المزاوجة بين النظرية المالية وأبحاث علم النفس بغية الوصول إلى نموذج واقعية للسلوك البشري في الأسواق المالية؛
- المؤشرات في الأسواق المالية هي وسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها، وبالتالي فهي تساعد في اتخاذ قرارات بيع وشراء المنتجات المالية؛
- إنّ التعامل في السوق المالية يكون على شكل عمليات عاجلة وأخرى آجلة، عن طريق أوامر يتلقاها الوسيط أو السمسار من العميل، لأجل القيام ببيع وشراء منتجات مالية، وتختلف هذه الأوامر باختلاف العميل وتوقعاته، وتتلخص هذه الأنواع في: الأمر السوقي، الأمر بالسعر الأفضل، الأمر بالسعر المحدد، الأمر مع التوقيف عند سعر معين، الأمر المحدد للكمية، والأمر الحر أو المطلق؛
- يتم تسعير المنتجات المالية بعدة تقنيات وعلى عدّة مراحل تُشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين، وهي: التسعير بالمناداة- التسعير بالتدرج- التسعير بالصندوق- التسعير بالمقابلة، كما توجد طريقتان للتسعير في البورصة التسعير بالتثبيت والتسعير بالتواصل؛

- هناك مجموعة من العوامل اللازمة لتنشيط الأسواق المالية والارتقاء بها إلى مستوى السوق الكفؤة وهي: تشجيع إنشاء شركات الأموال، خلق أدوات جديدة، نشر الوعي الادخاري والاستثماري، توفير المعلومات الكافية عن قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطها؛
  - تتمثل الميزة التنافسية للأسواق المالية في الوضع المتفوق الذي تحصل عليه، هذا التفوق يكون في شكل إضافة قيمة لدى المتعاملين فيها، والتي تأخذ شكل تكلفة معاملات أقل مقارنة بتكاليف المنافسين، أو في شكل سرعة تداول أكبر، أو في شكل منتج متميز، وذلك بهدف جذب أكبر عدد من المتعاملين فيها، سواء كانوا مصدرين أو متداولين للأوراق المالية.
  - يوجد العديد من المعايير لقياس نشاط السوق المالية ودرجة تنافسيتها، منها: معدل رسملة السوق، عدد الشركات المدرجة في البورصة، معدل قيمة التداول، معدل دوران الأسهم.
- وبعد التعرف على الجوانب النظرية للأسواق المالية، سيتم في الفصل الموالي التعرف على المنتجات المالية المتداولة فيها.

## الفصل الثاني:

المنتجات المالية المتداولة

في الأسواق المالية

## الفصل الثاني: المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية

تحتاج الصناعة المالية إلى تنوع الخدمات والمنتجات المالية التي تمنحها القدرة على الاستجابة للتغيرات الحاصلة في نوعية الاحتياجات المالية ولمختلف التغيرات الاقتصادية، وتشهد الأسواق المالية العالمية تعاملًا كبيرًا بالمنتجات المالية، هذا ما توضحه الرسملة السوقية العالمية، حيث سجلت سنة 2017 قيمة 87 تريليون دولار مقسمة كالتالي: أمريكا 37 تريليون دولار- آسيا والمحيط الهادئ 30 تريليون دولار- أوروبا والشرق الأوسط وإفريقيا 20 تريليون دولار<sup>1</sup>. وسيتم التعرف على المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية في هذا الفصل حيث تم تقسيمه إلى أربع مباحث كما يلي:

المبحث الأول: المنتجات المالية التقليدية؛

المبحث الثاني: المشتقات المالية؛

المبحث الثالث: الصكوك الإسلامية؛

المبحث الرابع: المنتجات المالية المركبة.

<sup>1</sup> - من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الفدرالية العالمية للبورصات، على الموقع: [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)، تاريخ الاطلاع: 12-09-2018.

### المبحث الأول: المنتجات المالية التقليدية

تُعتبر المنتجات المالية التقليدية من أكثر المنتجات المالية تداولاً وأكثرها انتشاراً وشيوعاً بين المتعاملين في الأسواق المالية، وسيتم التطرق في هذا المبحث إلى هذه المنتجات، وتم تقسيمها إلى: منتجات ملكية، منتجات دين، منتجات هجينة.

#### المطلب الأول: منتجات الملكية

تتمثل منتجات الملكية أساساً في تلك الأدوات المالية التي تمثل مساهمة في رأس مال الشركات المصدرة (شركات مساهمة)<sup>1</sup>. تُشكل الأسهم أحد أنواع منتجات الملكية المتداولة في الأسواق المالية، وسيتم التعرف عليها من خلال التطرق إلى تعريفها، خصائصها وأنواعها.

#### أولاً: تعريف الأسهم

هناك العديد من التعاريف التي تناولت الأسهم، منها:

- الأسهم هي صكوك متساوية القيمة، قابلة للتداول ويتمثل فيها حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، وتُحول بصفته هذه ممارسة حقوقه في الشركة لا سيما حقه في الحصول على نسبة من الأرباح، ونصيب في موجودات الشركة عند تصفيتها<sup>2</sup>.
- الأسهم تشكل الرأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون<sup>3</sup>.
- وعرفها المشرع الجزائري بأنها الأسهم التي تمثل اكتتابات ووفاء لجزء من رأسمال شركة تجارية، وتمنح الحق في المشاركة في الجمعيات العامة والحق في انتخاب هيئات التسيير أو عزلها والمصادقة على كل عقود الشركة أو جزء منها وقانونها الأساسي أو تعديله بالتناسب مع حق التصويت الذي يجوزتها بموجب قانونها الأساسي أو بموجب القانون<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص 697.

<sup>2</sup> - أسامة نائل المحيسن، الوجيز في الشركات التجارية والإفلاس، دارالثقافة للنشر، الطبعة 1، عمان، الأردن، 2008، ص 143.

<sup>3</sup> - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 92.

<sup>4</sup> - المادة 715 مكرر 42 من القانون التجاري، المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993، ص 198. من الموقع:

<http://www.joradp.dz/TRV/ACom.pdf>، تاريخ الإطلاع: 2014-7-5

وللأسهم أربع قيم وهي:

- **القيمة الاسمية:** وهي القيمة التي يتم تحديدها عند الإصدار والاكنتاب، وتتدخل القوانين والتشريعات غالباً في تحديد هذه القيمة.
- **القيمة السوقية:** وهي قيمة السهم في السوق الثانوية، وقد تكون أكبر من القيمة الاسمية أو أقل منها وذلك حسب ظروف الطلب والعرض.
- **القيمة الدفترية:** وهي تُعادل قيمة السهم عند التصفية، ويتم حسابها من خلال جمع قيم الأصول المادية والمالية والنقدية مطروح منها قيم الالتزامات بما فيها الحصص المقررة بمعدلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات.
- **القيمة الحقيقية:** هي القيمة الاقتصادية الأساسية للسهم الصادر عن شركة ما، وهذا يعكس بشكل كفي وعقلاني كافة المعلومات المتوفرة للجمهور.

### ثانياً: أنواع الأسهم

تقسم الأسهم إلى أنواع مختلفة<sup>1</sup>:

- 1- تقسم الأسهم من حيث طبيعة الحصة التي يقدمها المساهم إلى قسمين: أسهم نقدية، وأسهم عينية. فالأسهم النقدية هي الأسهم التي تعطى لمن دفع قيمتها نقداً دفعة واحدة أو على أقساط. أما الأسهم العينية فهي الأسهم التي يحصل عليها لقاء تقديم حصص عينية سواء أكانت عقاراً أم مالياً منقولاً.
- وتنفرد الأسهم العينية بأن قانون التجارة يوجب الوفاء بقيمتها كاملة عند تأسيس الشركة، كما يوجب تقديرها وفق إجراءات محددة كي لا يساء استخدامها .
- 2- وتقسم الأسهم وفقاً للشكل الذي تفرغ فيه إلى ثلاثة أقسام: أسهم اسمية وأسهم للأمر وأسهم للحامل .
- **الأسهم الاسمية** هي الأسهم التي تحمل اسم المساهم وتفيد بدفاتر الشركة حتى تثبت ملكية المساهم. ويجري تداولها بطريق تغيير القيود في دفاتر الشركة؛
- **الأسهم للأمر** هي التي تصدر لأمر شخص معين وتداول بطريق التظهير؛
- **الأسهم للحامل** فهي التي لا يذكر فيها اسم صاحبها، وإنما يذكر فيها كلمة لحاملها، ويعد حامل هذه الأسهم هو المالك في نظر الشركة. وتحقق الأسهم للحامل مزية التداول السريع المحرر من كل إجراء، إذ تنتقل ملكيتها عن طريق المناولة باليد، لكنها تتعرض بالمقابل لخطر الضياع أو السرقة .

<sup>1</sup>- ميسون علي حسين، الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية تأطير نظري، مجلة جامعة بابل، كلية العلوم الإنسانية، المجلد 21، العدد 1، 2013، ص ص 7-8.

3- وتقسم الأسهم من حيث طريقة توزيع أرباحها إلى ثلاثة أقسام أيضاً: أسهم عادية وأسهم امتياز وأسهم تمتع .

- **الأسهم العادية** هي التي لم تخصص بامتيازات معينة سواء فيما يتعلق بتوزيع الأرباح أو التصويت أو فيما يتعلق بموجودات الشركة عند تصفيتها؛
- **أسهم الامتياز** فهي التي تعطي لحاملها حق التقدم والأفضلية على حملة الأسهم العادية في الحصول على جزء من الأرباح أو من موجودات الشركة عند تصفيتها، كأن تعطيه الحق في الحصول على 5% مثلاً من صافي الأرباح قبل توزيعها على المساهمين. ومن المؤلف أن تصدر الشركة أسهم امتياز حين تكون في حاجة إلى زيادة رأس مالها وتكون أعمالها على غير ما يرام ويصعب عليها أن تجد من يكتب في الأسهم الجديدة الصادرة بزيادة رأس المال. فتضطر، ترغيباً للجمهور في الاكتتاب فيها وتشجيعاً له على الإقدام عليها إلى أن تقرر للأسهم الجديدة امتيازاً على الأسهم القديمة .

- **أسهم التمتع** فهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهم تعويضاً له عن استهلاك أسهمه الأصلية. واستهلاك الأسهم معناه دفع قيمتها لأصحابها في أثناء قيام الشركة. ويحدث الاستهلاك في صور خاصة كحالة الشركة الحاصلة على امتياز حكومي لاستغلال مشروع معين لمدة من الزمن تؤول بانتهاء هذه المدة جميع منشآتها إلى الدولة. ففي هذه الحالة مثلاً يسمح الاستهلاك للمساهمين بالحصول على قيمة أسهمهم وهو قد لا يتأتى لهم بعد انتهاء مدة الامتياز. ولا يفقد صاحب أسهم التمتع صفة الشريك المساهم فيكون له حق حضور الهيئات العامة وحق التصويت، ولكن يلاحظ أن حقه في أرباح الشركة وفي موجوداتها عند تصفيتها أقل من حقوق المساهمين الذين لم تستهلك أسهمهم .

4- تقسم الأسهم من حيث **الوفاء بقيمة الأسهم**: يلتزم المساهم الوفاء بقيمة السهم أو الأسهم التي اكتتب بها. فالأسهم العينية يوجب التشريع الوفاء بها كاملةً عند الاكتتاب. أما الأسهم النقدية فلم يشترط المشرع إلا الوفاء بخمس قيمتها عند الاكتتاب، على أن تسدد ثلاثة أرباع هذه القيمة في خمس سنوات من تاريخ قرار الترخيص. وإن لم يُوفَّ وفاءً كاملاً بقيمة السهم فإن المساهم يبقى مدينًا بباقي القيمة غير المدفوعة منه، وللشركة أن تطالبه بالوفاء في الميعاد وعلى النحو الذي يحدده نظام الشركة أو مجلس الإدارة. وإذا ما تأخر المساهم عن تسديد القسط المستحق عليه في التاريخ



المعين لأدائه تترتب عليه فائدة التأخير بالمعدل الذي ينص عليه نظام الشركة، وذلك بصورة حتمية بمجرد انقضاء الميعاد المحدد من دون الحاجة إلى أعذار المدين.

وزيادة على ذلك فقد منح التشريع مجلس الإدارة، في حال امتناع المساهم عن الوفاء، سلطة استثنائية في تحصيل مطلوب الشركة، ببيع الأسهم مباشرة في المزاد العلني من دون اللجوء إلى المحاكم أو دوائر التنفيذ .

5- تقسم الأسهم من حيث تداول الأسهم: إنّ قابلية السهم للتداول بالطرق التجارية خاصة إلزامية لا تقوم فكرة السهم من دونها. بل إنّها مميّز مهم للشركة المساهمة من غيرها من شركات الأشخاص. لكن إذا كان المشرع قد أجاز تداول الأسهم صراحة فإنه لم يحرره من كل قيد.

### ثالثاً: خصائص الأسهم

للأسهم خصائص عديدة أهمها:

- 1- أنها متساوية القيمة: فلا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة، بينما لا يحكم هذا الشرط إصدار الأوراق المالية الأخرى؛
- 2- القابلية للتداول: وهذه الخاصية توفر للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية، تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية؛
- 3- خاصية المسؤولية المحدودة للمساهم: تنص قوانين الشركات على أن مسؤولية المساهم محدودة في الشركة، وهذا يختلف عن حال الشريك في شركات التضامن أو شركات الأشخاص عموماً حيث تكون مسؤوليته غير محدودة.

### المطلب الثاني: منتجات الدين

إنَّ أهم منتجات الدين هي السندات بمختلف أنواعها، وهي تمثل ديناً على الحكومة أو الشركة المصدرة.

#### أولاً: تعريف السند

السند هو شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الإسمية عند الاستحقاق، مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الإسمية للسند<sup>1</sup>. وهو صك مديونية وليس صك مشاركة أو ملكية في رأس المال، كما أنه يدر عائد أو فائدة سنوية ولا يرتبط بما تحققه الجهة المصدرة له من أرباح وخسائر، ولها آجال استحقاق محددة تلتزم الجهة المصدرة بسداد قيمتها خلالها، وتعتبر السندات وسيلة من وسائل الحصول على التمويل الخارجي طويل الأجل، وذلك في حالة عدم لجوء الجهة المصدرة إلى زيادة رأس المال بإصدار أسهم جديدة<sup>2</sup>. ويحمل السند: سعر الإصدار، نسبة الفائدة، والقسيمة التي تسدد كل عام، تاريخ الاستحقاق، سعر التسديد وشكل السند.

#### ثانياً: أنواع السندات

- 1- حسب جهة الإصدار: تُصنف السندات وفق هذا المعيار إلى:
  - أ. سندات الشركات: في حالة احتياج الشركات للتمويل الخارجي تصدر سندات بقيمة ثابتة.
  - ب. سندات الدولة: تشمل القروض المقدمة للحكومة، سندات الخزينة....
- 2- من حيث تاريخ الاستحقاق: تُصنف السندات حسب هذا المعيار إلى:
  - أ. سندات محددة المدة: في ظل هذا النوع يتم سداد القيمة الاسمية لكافة سندات الإصدار الواحد في تاريخ واحد.
  - ب. السندات التي تُسدد على أقساط: وهي تلك السندات التي يتم إصدارها في إصدار واحد، وتُستحق في تواريخ مختلفة، ويسمح هذا النوع من السندات للشركة المصدرة بأن تُسدد التزاماتها لحاملي السندات على دفعات.
- 3- من حيث الضمان: تُصنف السندات حسب هذا المعيار إلى:
  - أ. سندات مضمونة: وهي سندات مضمونة بأصول معينة كالسندات المضمونة بالأراضي.
  - ب. سندات غير مضمونة: وتُصدر عادة هذه السندات من طرف الشركات الكبيرة الموثوق في أدائها والضمان هنا هو المركز المالي للشركة.
- 4- من حيث تسجيل حامل السند: تُصنف السندات وفق معيار تسجيلها إلى:
  - أ. سندات مُسجلة (اسمية): وهي سندات التي يُكتب فيها اسم المالك.

<sup>1</sup> - أحمد بن عبد العزيز الحداد، الأسهم والسندات تصور وأحكام، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة أم القرى، 2007، ص5.

<sup>2</sup> - حمدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، مصر، طبعة 2012، ص51.

ب. سندات لحاملها: لا يسجل على هذه السندات اسم المالك عند الإصدار، وبالتالي فكل من يحملها يُعتبر مالِكها.

5- من حيث العائد: تُصنف السندات حسب هذا المعيار إلى:

أ. سندات ذات العائد الثابت.

ب. سندات ذات معدل عائد متغير.

ج. سندات ذات دخل: حيث لا يجوز لحاملها المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تُحقق فيها الشركة أرباحاً.

د. سندات المشاركة: تُعطي للمستثمر ليس فقط الفوائد وإنما جزء من الأرباح.

### ثالثاً: خصائص السندات

تشارك عموم السندات ببعض الخصائص وبعض النظر عن الجهة المصدرة (سند حكومي أو سند شركات) والتي يمكن حصرها في النقاط التالية<sup>1</sup>:

- تصدر جميع السندات بقيمة اسمية وفئات مختلفة، وقد تكون بالعملة المحلية أو بالعملة الأجنبية، مثلاً بـ 100 دينار ومضاعفاتها أو 100 دولار ومضاعفاتها؛
- جميع السندات لها تاريخ استحقاق والذي يتراوح بين 1-30 سنة؛
- للسندات فائدة دورية منتظمة، تمثل تدفق نقدي ثابت لحامل السند، وقد يكون معدل فائدة سنوي أو نصف سنوي أو ربع سنوي وطبقاً لاتفاقية السند؛
- جميع السندات قابلة للتداول في السوق الثانوية، مما يجعلها أداة ادخارية واستثمارية في آن واحد، فالفائدة على السند تمثل ادخاراً، وبيع السند في السوق الثانوية للاستفادة من الفرق الموجب للقيمة السوقية للسند، لاسيما في أوقات انخفاض معدلات الفائدة السوقية.

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، مرجع سبق ذكره، ص 254.

### المطلب الثالث: المنتجات المالية الهجينة

المنتجات المالية الهجينة هي منتجات تجمع بين خصائص الأسهم وخصائص السندات، منها:

#### أولاً: شهادات الاستثمار

هي عبارة عن شهادات تمثل جزءاً من رأس مال الشركة المصدرة، تعطي لحاملها الحق في الحصول على عوائد مثلها مثل الأسهم العادية وفي المقابل لا تعطي لحاملها الحق في التصويت والمشاركة في الجمعية العمومية وتوجيه سياسة الشركة، وتلجأ الشركة إلى مثل هذه الشهادات لتدعيم رأس مالها الخاص، وبالتالي فالشركة تحصل على أموال خاصة وذلك دون فقدانها للمراقبة<sup>1</sup>.

وتتداول هذه الشهادات في البورصة شأنها في ذلك شأن بقية الأوراق المالية، ويتمتع حاملها بالأولوية، إلى جانب المساهمين العاديين في الاكتتاب في أي إصدار قادم لشهادات الاستثمار بغرض رفع رأس مال الشركة المعنية<sup>2</sup>.

#### ثانياً: سندات المساهمة

سند المساهمة هو سند دين قابل للتداول، تصدره شركة مساهمة ويشتمل تسديده على نوعين من المكافأة: جزء ثابت يبين في عقد الإصدار، وجزر متغير يقيس على النتائج التي تحقّقها الشركة<sup>3</sup>. ولا تكون سندات المساهمة قابلة للتعويض إلا في حالة تصفية الشركة أو بناء على مبادرة منها ضمن الشروط المنصوص عليها في عقد الإصدار<sup>4</sup>.

#### ثالثاً: السندات المستبدلة

السندات المستبدلة تعطي صاحبها خيار لتبادل السندات بأسهم شركة أخرى غير الشركة المصدرة (عادة شركة تابعة أو شركة تملك فيها الشركة المصدرة حصة في رأس المال) في وقت ما في المستقبل وفقاً للشروط المحددة. وهذا يختلف عن السندات القابلة للتحويل إلى أسهم، والتي تعطي حاملها خيار لتبادل السندات بأسهم الشركة المصدرة نفسها.

#### رابعاً: السندات المعوضة بالأسهم

تختلف السندات المعوضة بالأسهم عن السندات التقليدية في أنها لا تعوض نقداً بل تُعوض بأسهم للشركة المصدرة، وتقع هذا السندات بين السندات العادية والسندات القابلة للتحويل لأسهم، لكنها تختلف عن السندات القابلة للتحويل إلى أسهم في أنها لا تُعوض إلا في تاريخ الاستحقاق وليس في أي وقت من مدة العقد.

<sup>1</sup> - simonyrees, *Encyclopédie des marchés financiers*, Economica, paris, 1997, tome 1, p : 03 .

<sup>2</sup> - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص 752.

<sup>3</sup> - المرجع نفسه، ص 759.

<sup>4</sup> - المرسوم التنفيذي رقم 91-170 المؤرخ في 28 ماي 1991، الذي يحدد أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات رؤوس الأموال لها، المريدة الرسمية العدد 26، الصادر في 1 جوان 1991، ص 941.

### المبحث الثاني: المشتقات المالية

تُعتبر المشتقات المالية من أهم أدوات التعامل في الأسواق المالية العالمية، "وقد بدأ التعامل في هذه الأدوات منذ أوائل السبعينات مع التقلبات الحادة التي شهدتها الأسواق المالية، فيما يتعلق بمعدلات الفائدة، وأسعار الصرف، وأسعار الأسهم، وذلك بهدف التحوط ضد مخاطر التقلبات في تلك الأسعار"<sup>1</sup>. ولقد تزايد التعامل بالمشتقات المالية نظراً لمرونتها وسهولة بيعها وشراؤها بالمقارنة بالأصول المالية والسلعية التي قامت عليها هذه العقود.<sup>2</sup>

وهي أدوات مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحاضرة للأصول المالية أو العينية محل التعاقد مثل السندات والأسهم والنقد الأجنبي والذهب وغيرها من السلع، وتستخدم المشتقات المالية للعديد من الأغراض من بينها إدارة المخاطر والتحوط منها، بالإضافة إلى المضاربة. وتضم المشتقات المالية مجموعة واسعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها وآجالها<sup>3</sup>. ويوضح الجدول الموالي إجمالي عدد العقود المتداولة في سوق المشتقات للنصف الثاني من سنة 2017:

<sup>1</sup> - حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة ماجستير، جامعة الزقازيق، مصر، 2002، ص 43.

<sup>2</sup> - Sherin kunhibava, **Derivatives in Islamic Finance**, International Shari'ahResearchAcademy For Islamic Finance, Malaysia, 2010, P: 01.

<sup>3</sup> - طارق عبدالعال حماد، المشتقات المالية المفاهيم-إدارة المخاطر المحاسبية، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2001، ص 05.

## الفصل الثاني: المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية

جدول رقم (2-1): سوق المشتقات (إجمالي عدد العقود المتداولة) للنصف الثاني من سنة 2017

المجموع	أوروبا-الشرق الأوسط-إفريقيا	آسيا المحيط الهادي	أمريكا	
1 728 514 493	155 721 571	177 075 595	1 395 717 327	أوراق الخيارات
523 875 602	204 803 641	317 905 319	1 166 642	أوراق المستقبلات
1 791 116 620	221 611 408	1 213 937 541	355 567 671	خيارات المؤشرات
1 245 544 826	363 617 367	378 827 438	503 100 021	مستقبلات المؤشرات
315 260 968	63 320 963	889 169	251 050 836	خيارات معدلات الفائدة
1 491 130 662	459 133 891	108 962 151	923 034 620	مستقبلات معدلات الفائدة
106 989 316	22 501 179	5 266 600	79 221 537	خيارات السلع
2 825 555 942	595 529 355	1 702 452 831	527 573 756	مستقبلات السلع
426 310 098	41 567 006	370 507 317	14 235 775	خيارات أسعار الصرف
995 672 325	378 580 554	376 252 360	240 839 411	مستقبلات أسعار الصرف
11 449 970 852	2 506 386 935	4 652 076 321	4 291 507 596	المجموع
%100	21.89	40.63	37.48	النسبة (%)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على إحصائيات التقرير نصف السنوي الأول لسنة 2018 للفيدرالية العالمية للبورصات، ص 07، على الموقع:

<https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Market%20highlights/WFE%20H1%202018%20Market%20Highlights.pdf>. تاريخ الاطلاع: 2018-10-24

من الجدول السابق يتبين أنّ حجم التعامل بالمشتقات المالية كبير نسبياً بالرغم من أنّ المشتقات المالية شهدت هجوماً مستمراً عليها في السنوات الأخيرة. فالاستعمال الأول الذي ظهرت من أجله عقود المشتقات المالية هو تغطية مخاطر السوق المتمثلة في تقلبات أسعار الفائدة، أسعار الصرف، وتقلبات أسعار الأسهم. إلا أنّها لم تنحصر في ذلك، بل استخدمت أيضاً في المضاربة حتى من طرف المستعملين الذين يفتقدون للفهم العام لهذه

الأدوات، بسبب تعقدتها، وهو ما أدى إلى تسببها في الأزمات في كثير من الأحيان<sup>1</sup>. ويرجع حجم التعامل هذا لمزايا المشتقات المالية حيث تلبى العديد من احتياجات المتعاملين في الأسواق المالية إذا تم استخدامها بالصيغة التي أوجدت من أجلها، ولثقافة البورصة التي يتميز بها المتعاملين في الأسواق المالية المتطورة. وبالعودة إلى الجدول السابق نجد بأن مستقبلات السلع أخذت حصة الأسد حيث حققت 2 825 555 942 عقد، تليها عقود خيارات المؤشرات بـ 1 791 116 620 عقد. أما بالنظر إلى إجمالي عدد العقود المتداولة في سوق المشتقات بالنسبة للقارات نجد أن أمريكا حققت نسبة 37.48% من إجمالي عدد العقود المتداولة- آسيا والمحيط الهادئ 40.63%- وأوروبا والشرق الأوسط وإفريقيا مجتمعة حققت نسبة 21.89%.

وكما ذكر سابقا تضم المشتقات المالية مجموعة واسعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها وآجالها، من أهمها وأكثرها انتشارا يوجد: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود المبادلات وعقود الخيارات. وسيتم التعرف على هذه العقود فيما يلي.

### المطلب الأول: العقود الآجلة

تعد العقود الآجلة بمثابة أدوات للحماية ضد مخاطر تقلبات الأسعار. وسيتم التعرف عليها في هذا المطلب من خلال التطرق إلى أهم تعاريف العقد الآجل وكذا أهم خصائصه.

#### أولاً: تعريف العقود الآجلة

يعرف العقد الآجل بأنه عقد يلتزم فيه البائع أن يُسلم للمشتري السلع محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه وقت التعاقد، يطلق عليه سعر التنفيذ<sup>2</sup>. وهو عقد بين طرفين ينص على بيع أو شراء قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر يتم تحديده مسبقاً عند إبرام العقد، والتسليم أو التسوية تتم مستقبلاً، في تاريخ يتم تحديده عند إبرام العقد، وتعتبر العقود الآجلة عقود شخصية تفاوضية، وتعتبر أبسط المشتقات المالية ولا يتم تداولها في البورصة كثيراً.

يوجد الكثير من أنواع العقود الآجلة، حيث تختلف من حيث<sup>3</sup>:

- طبيعة الأصل المعني بالعقد، أي هل هو سلعة أو مادة أولية أو منتج فلاحى، أو ورقة مالية أو مؤشر  
؛...

<sup>1</sup> - سحنون محمود، محسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهماتها في خلق الأزمات، مداخلة مقدمة للملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص 01.

<sup>2</sup> - هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2007، ص 81.

<sup>3</sup> - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص 780.

- الكمية، تتوقف هي الأخرى على طبيعة الأصل وهل هو سلعة أو منتج مالي؛
- التقييد في السوق المالية، أي هل العقد متداول أم لا وبأية كيفية (نسبة مئوية، قيمة مطلقة،...)
- تاريخ استحقاق العقد ومكان تنفيذه؛
- الحد الأدنى للسعر the tick؛
- طريقة التسديد والتسليم وهل يتم التسليم فعلا أم أنّ العملية هي صفقة مضاربة لا غير، حيث أنّ العديد من المتعاملين هم في حقيقة الأمر مضاربون لا أكثر. إذ تتم التصفية ليس بالتسليم الفعلي أو المادي للأصل من قبل البائع وتسليم السعر المتفق عليه من قبل المشتري، وإنما تتم تسوية الصفقة نقديا فقط، أي يأخذ أحد الطرفين الفرق بين السعرين (المتفق عليه والسائد)، محققا ربحا من الآخر الذي يحقق خسارة بنفس المقدار.

### ثانيا: خصائص العقود الآجلة

- تتميز العقود الآجلة بمجموعة من الخصائص، تُوضح فيما يلي<sup>1</sup>:
- عقود شخصية، حيث تخضع للتفاوض المباشر بين الطرفين بما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية، والتي قد لا تناسب غيرهما، فيحددان تاريخ الاستحقاق، معدل الفائدة في حالة القروض، الجودة أو الرتبة في حالة البيع، سعر التنفيذ... وغيرها؛
- عقود ليس لها شكل نمطي، حيث يتم الاتفاق على شروطها؛
- عقود نهائية، حيث بمجرد التوقيع عليها لا يمكن لأي من الطرفين إلغائها أو تعديلها؛
- عقود يتم التعامل بها في الأسواق الموازية فقط وليس لها سوق ثانوية، ولذلك فإنّ أحجامها وتواريخها تكون مرنة وغالبا ما تكون قيمتها كبيرة، ولذلك فإنّ الأفراد والمستثمرين الصغار عادة لا يتعاملون بها؛
- تصعب المضاربة بهذه العقود، حيث أنّ الغرض الأساسي لها هو الحماية من مخاطر تقلبات الأسعار في المستقبل، والمضاربون لا غرض لهم من السلعة محل التعامل، بل ما يهمهم هو اغتنام فرص وجود تغيرات سعرية مؤقتة ليقوموا بالبيع أو الشراء بهدف تحقيق الأرباح؛
- يتم تنفيذ العقد في تاريخ التنفيذ وليس قبله؛
- ليس من الضروري أن يتم تسليم الموجود محل التعاقد، إذ هناك عقود آجلة غير قابلة للتسليم تستخدم عادة في العقود الآجلة للعملات الأجنبية، ولا تتضمن تسليما حقيقيا للموجود وإنما فقط دفع الفرق

<sup>1</sup> - هاشم فوزي دباس، مرجع سبق ذكره، ص ص 82-83.



بين سعر التنفيذ وسعر السوق، فإذا كان سعر التنفيذ أعلى من سعر السوق فإنّ مشتري العقد الآجل يتسلم الفرق بين السعرين والعكس بالنسبة لمحرر العقد.

### المطلب الثاني: العقود المستقبلية

سيتم في هذا المطلب التطرق إلى مفهوم العقود المستقبلية وأهم خصائصها، وكذا أهم أوجه الاختلاف بينها وبين العقود الآجلة.

#### أولاً: تعريف العقود المستقبلية

العقود المستقبلية هي عقود آجلة قابلة للتداول في البورصة، تُعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من الأصول المالية أو العينية بسعر محدد سلفاً على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق<sup>1</sup>. كما أنه يترتب على طرفي العقد إيداع نسبة معينة من قيمة العقد لدى بيت السمسرة بهدف حماية كل منهما من المخاطر التي يمكن أن تترتب على عدم قدرة أحد الطرفين الوفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر.

وفي تعريف آخر، يعتبر العقد المستقبلي اتفاق بين طرفين لتداول أصل معين بتاريخ مستقبلي محدد، يحدد هذا العقد نوع الأصل المتداول، كمية الأصل التي يتم تداولها، التاريخ الذي يتم فيه التبادل بين الأصل والمبلغ، السعر الواجب دفعه للأصل، وتعرف الأصول التي يتم تداولها بالأصول الفورية أو الأصل المعني، أما تاريخ التبادل فيسمى تاريخ الاستلام، والسعر الذي وافقت عليه الأطراف يسمى السعر المستقبلي المتعاقد عليه أو سعر المستقبلية، أما الطرف الذي تعاقد على الشراء فهو المالك للعقد المستقبلي ويطلق عليه صاحب المركز الطويل، والطرف الذي تعاقد على تسليم البضاعة يسمى بائع العقد المستقبلي ويطلق عليه صاحب المركز القصير<sup>2</sup>.

#### ثانياً: خصائص العقود المستقبلية

تتسم عقود المستقبلية بخصائص عديدة، منها<sup>3</sup>:

1. أنّ لعقود المستقبلية طرفين يقبل أحدهما بموقع المشتري أو المسلم للأصل الاستثماري والآخر بموقع البائع أو المسلم للأصل الاستثماري، وبالتالي فإن ما يكسبه طرف في هذه العقود يخسره الطرف الثاني في الموقع المعاكس.
2. أنّ طرفي هذه العقود غالباً ما لا يعرف أحدهما الآخر. وبالتالي لا يدخل هذان الطرفان التبادل مع بعضهما البعض مباشرة، ولكن من خلال بيوت التصفية التي تعمل كمشتريّة أو كبائعة دون أن تنافس أي من المشتريين أو

<sup>1</sup> - عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 81.

<sup>2</sup> - خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2008، ص 289.

<sup>3</sup> - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 152.

البائعين، وهي تمارس وظائفها الأساسية في توازن الحسابات ودفع الأرباح وتجميع المدفوعات وتحقيق الاستقرار وتجاوز التبادلات المباشرة بين المتعاملين وضمان إنجاز العقود بكفاءة.

3. إنّ عقود المستقبلية عقود معيارية تنظم حسب أنماط محددة ويفترض منظموها مخاطر الفشل المتوقعة مسبقاً. ويمكن للمالك الأصلي للسلعة أو الأداة تعديل هذه العقود أو إلغائها بسهولة وقبل وقت التسليم.

4. يقوم تجار المستقبلية بوضع ما يعرف بالهامش الأولي، والذي هو أموال يجري إيداعها في حساب خاص لدى غرفة التصفية بالسوق المالية كضمان لاستبقاء الأطراف بالتزاماتهم ويحدد هذا الهامش بصيغ مختلفة، منها: ودیعة حقيقية أو اعتماد مصرفي أو أذونات الخزينة... الخ، وهو يمثل غالباً نسبة قليلة من القيم الاسمية للأصول الخاضعة لعقود المستقبلية والتي لا تتجاوز 5%.

5. تحديد المجال الذي يسمح خلاله للأسعار المتفق عليها بالتغيير ولتحقيق هذه الخاصية يمنع أصحاب الودائع من استخدام المستقبلية لأغراض المضاربة.

6. ولتوكيد الخاصية السابقة أن أسعار عقود المستقبلية ترتبط مباشرة بأسعار الأصول الاستثمارية، وخاصة في الأسواق النقدية التي توفر فرص الربحية وتقل فيها المخاطر، وذلك لإمكانية هذه الأسواق على تعديل الاختلالات التي تحدث في التعاملات السوقية الخاصة بالمستقبلية. وهنا يمكن ضمان علاقة قابلة للتنبؤ بين الأسعار التي ستسود الأسواق النقدية وتلك التي ستحقق في أسواق المستقبلية.

بالرغم من التقارب الكبير بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة إلا أنّ هناك اختلافات جوهرية بينهما، يوضحها الجدول الموالي:

جدول رقم (2-2): أوجه الاختلاف بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة

العقود الآجلة	العقود المستقبلية	وجه الاختلاف
- عقود شخصية - عقود غير نمطية تحدد شروطها باتفاق وتراضي الطرفين	- عقود غير شخصية - عقود نمطية موحدة من حيث قيمتها وتواريخ التسليم	نوع العقد
عدم وجود سوق ثانوي لها، حيث يتم تداولها في السوق غير المنظمة	تُتيح وجود سوق ثانوي	وجود سوق
- لا تُتيح الفرصة للمضاربين في تحقيق الربح - يُحدد الهامش مرة واحدة يوم توقيع العقد - يتحقق الربح والخسارة في تاريخ التسليم	- تُتيح للمضاربين فرصة تحقيق الأرباح - يتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار - يتحقق الربح أو الخسارة يوميا عند ارتفاع أو انخفاض الأسعار	تحقق الأرباح
تم تسوية العقد في تاريخ الاستحقاق	تم تسوية العقد في أي وقت قبل تاريخ الاستحقاق	تسوية العقد

المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 83.

### المطلب الثالث: عقود المبادلات

للتعرف على عقود المبادلات، فيما يلي أهم التعاريف التي تطرقت لها، وكذا أهم الخصائص التي تميزها عن غيرها من المشتقات المالية.

#### أولاً: تعريف عقود المبادلات

تُدعى عقود المبادلة أيضاً بالمقايضات وهي التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو موجود معين مقابل تدفق نقدي أو موجود آخر، بموجب شروط تنفيذ معينة يتفق عليها عند التعاقد<sup>1</sup>.  
وعقود المبادلات هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية، تتحدد آنيا وفقاً لقيمة الصفقة، على أن يتم تبادل الأصول محل التعاقد في وقت لاحق، وهي عقود ملزمة لطرفي العقد<sup>1</sup>. ويوجد نوعان شائعان من المبادلات هما مبادلات سعر الصرف الأجنبي و مبادلات أسعار الفائدة.

<sup>1</sup> - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص 86.

### ثانيا: خصائص عقود المبادلات

تتمثل خصائص عقود المبادلات فيما يلي<sup>2</sup>:

- التقليل من حجم المخاطر التي لا تأس عادة الأصول المعتمدة للعوائد العينية لأنها افتراضية؛
- العوائد المالية المتوقعة قد تعود الى جميع الأطراف المعنية بعقود المبادلات وذلك عند توفر ميزة نسبية وبشكل مستقل؛
- تعديل المخاطر المتعلقة بتدفقات العملة الأجنبية من الدخل الذي تتوقعه المؤسسة من الاستثمار في الخارج أو المخاطر الناجمة عن تحرك أسعار الفائدة الأجنبية في البلد المعني بالاستثمار بشكل مختلف لتحرك أسعار الفائدة المحلية؛
- عند قيام مؤسسة بتقديم قروض رهون بمعدل ثابت فان هذه العملية قد تكون مهددة للمخاطر والحماية منها تدخل المؤسسة المعنية بائتمان الرهون الى مبادلة أسعار ثابتة مقابل معدلات معيارية؛
- عقود المبادلات هي عقود تربط الأسعار المقومة بالأسعار الثابتة مما يزيد من حالات التأكد بالنسبة للالتزامات المستقبلية خاصة وأنها تسمح في تعديل المحفظة الاستثمارية حسب الظروف الجارية والمستقبلية للأسواق.

### المطلب الرابع: عقود الخيارات

تُعتبر عقود الخيارات من أكثر المشتقات المالية تداولاً، وسيتم التعرف عليها في هذا المطلب من خلال التطرق إلى أهم تعريف عقد الخيار، وكذا أهم الخصائص التي يتميز بها عن غيره من عقود المشتقات المالية وأهم أنواعها.

#### أولاً: تعريف عقود الخيارات

الخيار هو عقد أو جزء من عقد يمنح صاحبه الحق بشراء أو بيع أصل ما بسعر محدد مسبقاً خلال فترة محددة من الزمن<sup>3</sup>، وذلك نظير دفع علاوة للبائع والذي يطلق عليه محرر الاختيار ولا ترد هذه العلاوة سواء تم تنفيذ العقد أو لم يتم تنفيذه.

كما تُعرف على أنها: " عقد يقوم بموجبه محرر العقد أو البائع بإعطاء مشتري العقد الحق (وليس التزام) في أن يشتري منه أو يبيع له شيئاً ما (سلعة أو أداة مالية) بسعر معين وخلال فترة زمنية معينة أو في تاريخ معين"<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 43.

<sup>2</sup> - بن اعمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص 34-35.

<sup>3</sup> - أجين برغام، مرجع سبق ذكره، ص 504.

<sup>4</sup> - طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية (المفاهيم، إدارة المخاطر، المحاسبة)، مرجع سبق ذكره، ص 41.

## الفصل الثاني: المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية

وعرفتها جويل بريولون بأنها "عمليات آجلة يمنح فيها المشتري حق الخيار في إلغاء العملية أو إتمامها مقابل مبلغ يدفعه للبائع في وقت محدد وسعر ثابت تم الاتفاق عليه"<sup>1</sup>.  
ويلاحظ أن عقود الخيارات تختلف عن العقود المستقبلية في كون هذه الأخيرة واجبة التنفيذ بينما تعطي عقود الخيارات الحق لمشتريها في تنفيذ العقد أو عدم تنفيذه .  
وتُلخص مفاهيم عقود الخيار في الجدول التالي:

جدول رقم(2-3): عناصر عقود الخيار

1-مشتري أو حامل عقد الخيار	هو الطرف الذي يستفيد من الحق الذي يتيح له العقد بشراء الأصل إذا كان الخيار للشراء، أو بيع الأصل إذا كان الخيار للبيع.
2-بائع أو محرر عقد الخيار	هو الطرف الذي يقع عليه الالتزام بتنفيذ العملية موضوع العقد -شراء أو بيع الأصل موضوع العقد- في حالة طلب المشتري التنفيذ للعقد.
3-سعر الممارسة أو التنفيذ	وهو السعر المحدد سلفا لتنفيذ عقد الخيار، أي سعر الشراء أو البيع قبل تاريخ الاستحقاق.
4-العلاوة أو المكافأة	هو ما يدفعه المشتري لحق الخيار للبائع مقابل الشراء، وغالبا م تُحدد بنسبة مئوية من مبلغ العقد أو وفقا لدرجة تذبذب العملة أو الورقة المالية موضوع العقد.
5-السعر السوقي	هو سعر الأصل موضوع العقد في السوق في تاريخ تنفيذ العقد أو في آخر يوم في فترة العقد.
6-تاريخ التنفيذ	هو التاريخ الذي يقوم فيه مشتري العقد بتنفيذ الاتفاق.
7-تاريخ الانتهاء	وهو آخر يوم متفق عليه لصلاحية تنفيذ العقد

المصدر: بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لغطية المخاطر أم لصناعتها، مداخلة مقدمة للملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، خلال الفترة 20 إلى 21 أكتوبر 2009، ص 6.

<sup>1</sup> - Joel Priolon, **Les marchés financiers**, AGRO, Paris, 2010,P :30.

ثانيا: خصائص عقود الخيارات وأنواعها

لعقود الخيارات خصائص تميزها عن غيرها من المشتقات المالية، كما أنّ لها العديد من الأنواع، وهذا ماسيُوضح فيما يلي:

1- خصائص عقود الخيارات

- 1- إنّ عقود الخيارات تتميز بعدة خصائص هي<sup>1</sup>:
  - إن مبلغ التعويض أو المكافئة أو ثمن الخيار يدفع لمحرر العقد الذي يلتزم بتنفيذه عندما يحين تاريخ التنفيذ؛
  - إن تاريخ تنفيذ هذه الحقوق يكون غالبا بعد مرور 3 أشهر من تاريخ الاتفاق؛
  - إن حقوق الاختيار قابلية للتداول كأبي عقود أخرى وعلى أساس عاملي العرض والطلب اللذان يتوقفان بدورهما على قيمة الأصل محل العقد؛
  - لا يتطلب الاستثمار في الخيارات مبالغ ضخمة مثل ما هو مطلوب للتعامل في الأسواق الحاضرة؛
  - إنّ لعقود الخيارات شروط نمطية تختلف عن العقود الأخرى؛
  - يتم تداول عقود الخيارات في أسواق المنظمة.

2- أنواع عقود الخيارات

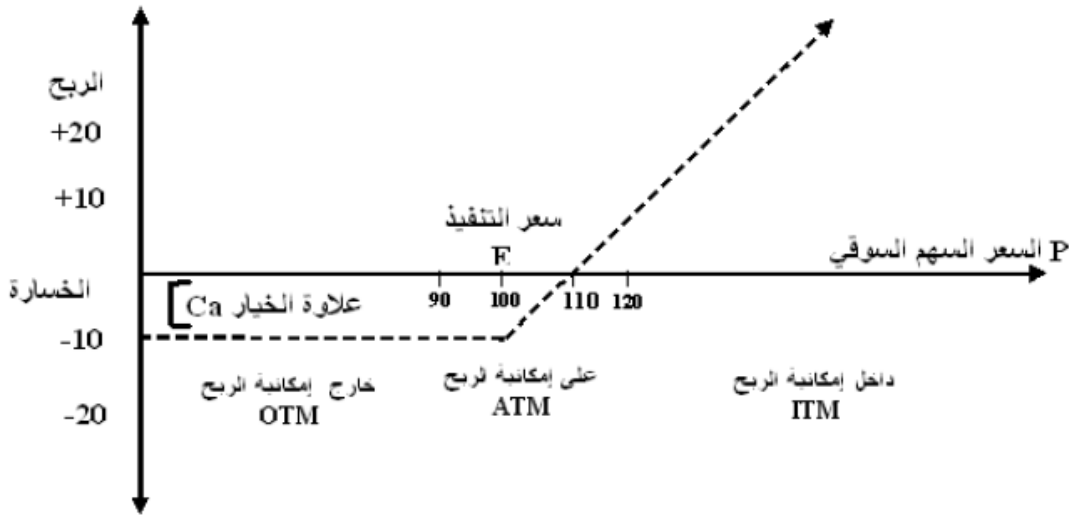
- تنقسم عقود الخيارات إلى عدة أنواع حسب عدة معايير، أشهرها:
- أ- حسب تاريخ التنفيذ: تميز بين:
    - الإختيار الأمريكي: يعطي لصاحبه الحق في شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية، أو أصول أخرى على أن يتمّ تنفيذ هذا العقد في أي وقت يشاء، وذلك من خلال الفترة الممتدة من إبرام العقد حتى تاريخ استحقاق العقد؛
    - الإختيار الأوروبي: يعطي الحق لصاحبه في شراء أو بيع عدد من الأوراق المالية أو أصول أخرى، على أن يتمّ تنفيذ العقد في تاريخ استحقاقه.
  - ب- حسب طبيعة العقد: نجد:
    - خيار الشراء: يعطي لصاحبه الحق في الشراء وليس الالتزام بالشراء، ويستخدم لتحقيق أغراض المضاربة، حيث يحقق المضارب ربحا نتيجة شراء حق الشراء إذا ما تحققت توقعاته المتمثلة في ارتفاع سعر الأصل في السوق بأكثر من سعر التنفيذ، وأغراض التحوط بمعنى تحمي المتعامل من مخاطر

<sup>1</sup> - بن اعمر بن حاسين، مرجع سبق ذكره، ص 33.

## الفصل الثاني: المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية

ارتفاع السعر ومن ثم لضمان الشراء بسعر معين أي سعر التنفيذ لتجنب مخاطر الشراء بأسعار السوق، والتي ربما ترتفع كثيرا، وكذا لتحقيق أغراض استثمارية<sup>1</sup>. وبمعنى آخر يتيح خيار الشراء الحق للمشتري بشراء الكمية المتفق عليها من الأصول المالية وبالسعر المحدد في العقد خلال فترة زمنية محددة، أو بتاريخ استحقاق عقد الخيار، غير أن الشراء لا يكون ملزما<sup>2</sup>. ويطلق على خيار الشراء الذي يكون فيه السعر السوقي للسهم أكبر من سعر التنفيذ بأنه ضمن إمكانية تحقيق الربح In the money option، وعندما يكون السعر السوقي للسهم مساويا لسعر التنفيذ فيطلق عليه على إمكانية الربح At the money option، وعندما يكون السعر السوقي للسهم أقل من سعر التنفيذ فيطلق عليه خارج إمكانية الربح Out the money option<sup>3</sup>. ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (2-1): خيار شراء طويل الأجل



المصدر: نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص 130.

<sup>1</sup> - بوسبوعين تسعديت، المشتقات المالية كأداة للتحوط من المخاطر المتعلقة بالمعلومات المحاسبية، ملتقى دولي تحت عنوان: إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات العالم، جامعة العقيد أكلي محند، البويرة، 2013، ص 04.

<sup>2</sup> - Pietro Millosovich, **Overview of financial markets and instruments**, University of Trieste, Italy, 2007, P.58, Available at: [http://users.ictp.it/~marsili/fin\\_math07/SlidesMillosovich.pdf](http://users.ictp.it/~marsili/fin_math07/SlidesMillosovich.pdf)

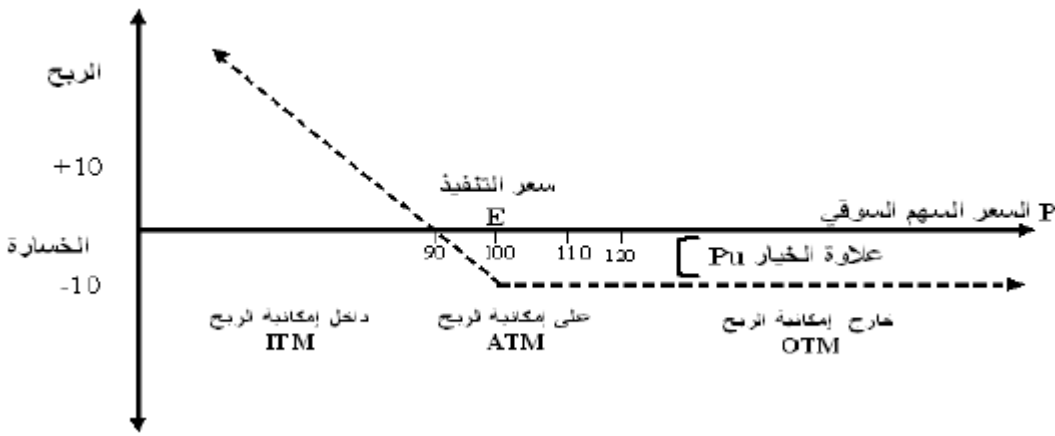
<sup>3</sup> - نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة حسبية بن بوعلوي بالشلف، المجلد الخامس، العدد العاشر، 2013، ص 130.

## الفصل الثاني: المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية

من خلال الشكل يُلاحظ أنّ مشتري حق خيار الشراء يغطي مبلغ العلاوة المدفوعة للبائع ويكسب عندما يرتفع السعر السوقي للسهم عن سعر التنفيذ، يعني داخل إمكانية الربح ITM، أما عندما ينخفض سعر السهم في السوق عن سعر التنفيذ فإنّ أقصى ما يمكن أن يخسره هو مقدار العلاوة، أي يكون خارج إمكانية الربح OTM.

- خيار البيع: ويعطي هذا الخيار الحق في بيع الأصل بسعر معين دون الالتزام بذلك، فإذا ارتفع سعر الأصل عن السعر المتفق عليه، يكون من حق صاحب الخيار عدم الالتزام بالبيع وفقا لهذا السعر المتفق عليه، واللجوء إلى السوق للبيع بالسعر الأعلى<sup>1</sup>. ويطلق على خيار البيع الذي يكون فيه السعر السوقي للسهم أقل من سعر التنفيذ بأنه ضمن إمكانية تحقيق الربح In the money option، وعندما يكون السعر السوقي للسهم مساويا أو أقل أو أكثر قليلا لسعر التنفيذ فيطلق عليه على إمكانية الربح At the money option، وعندما يكون السعر السوقي للسهم أكبر من سعر التنفيذ فيطلق عليه خارج إمكانية الربح Out the money option<sup>2</sup>، ويمكن توضيح ذلك من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (2-2): خيار بيع طويل الأجل



المصدر: نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص 131.

من خلال الشكل يُلاحظ أنّ مشتري حق خيار البيع يغطي مبلغ العلاوة المدفوعة للبائع، ويكسب عندما ينخفض السعر السوقي للسهم عن سعر التنفيذ، أما عندما يرتفع سعر السهم عن سعر التنفيذ فإنّ أقصى ما يمكن أن يخسره هو مقدار العلاوة<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - بوسيعين تسعديت، مرجع سبق ذكره، ص 04.

<sup>2</sup> - نورين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص 131.

<sup>3</sup> - المرجع نفسه.



### المبحث الثالث: الصكوك الإسلامية

لقد ذكر سابقاً أنّ نجاح الأسواق المالية وتطورها، يعتمد اعتماداً وثيقاً على مدى تنوع وتطور المنتجات المالية المتداولة فيها، وبالتالي أصبح التطوير والابتكار في المنتجات المالية الإسلامية ضرورة حتمية، خاصة مع تزايد الطلب على هذه المنتجات في ظل التوجه العالمي المتنامي نحو الاستثمارات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية، حيث أنّ المنتجات المالية التقليدية تكتنفها العديد من المخالفات الشرعية وتشوبها الكثير من المعاملات المحرمة كالربا والغرر والقمار وغيرها، مما استدعى ابتكار منتجات مالية إسلامية سُميت بالصكوك الإسلامية، والتي سيتم التعرف عليها في هذا المبحث.

### المطلب الأول: مفهوم الصكوك الإسلامية

سيتم التطرق في هذا المطلب إلى أهم التعاريف التي تطرقت للصكوك الإسلامية، وكذا خصائصها التي تتميز بها عن غيرها من المنتجات المالية، مع تحديد أبرز الاختلافات بينها وبين الأسهم والسندات.

#### أولاً: تعريف الصكوك الإسلامية

هناك عدة تعاريف للصكوك الإسلامية، أكثرها شيوعاً التعريفين المواليين:

- عرفت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية بأنها: " 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 الاكتتاب وبدأ استخدامها فيما أُصدرت من أجله"<sup>1</sup>؛
- عرفها مجمع الفقه الإسلامي الدولي بأنها أداة استثمارية تعتمد على تجزئة رأس المال إلى حصص متساوية، وذلك بإصدار صكوك مالية برأس مال، على أساس وحدات متساوية القيمة، ومسجلة بأسماء أصحابها، لأنهم يملكون حصصاً شائعة في رأس المال، وما يتحول إليه بنسبة ملكية كل منهم فيه<sup>2</sup>؛

وتتم عملية التصكيك من خلال قيام مؤسسة ما بتجميع أصولها غير السائلة، وتحويل ملكيتها إلى جهة أخرى (صندوق أو مؤسسة) تقوم بإصدار صكوك تساندها تلك الأصول، وبذلك تتيحها للتداول في أسواق الأوراق المالية، بعد أن يتم تصنيفها ائتمانياً، وكذلك بعد خضوعها لعدد من الإجراءات الفنية<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2007، ص288.

<sup>2</sup> - كمال توفيق حطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي -3 جوان 2009، ص7.

<sup>3</sup> - المرجع نفسه، ص8.

ثانياً: خصائص الصكوك الإسلامية

تتميز الصكوك الإسلامية بعدة خصائص، توجز في النقاط التالية<sup>1</sup>:

- 1- **الصكوك تمثل ملكية حصص شائعة في الموجودات:** تتضمن الحصة التي يُمثلها الصك ملكية شائعة في المشروع أو الاستثمار الذي يمول من حسيمة إصدارها، فهي تمثل ملكية حاملها حصصاً شائعة في موجودات ذات عوائد، سواء كانت أعيان أو منافع أو خدمات أو خليطاً منها أو من الحقوق المعنوية؛
- 2- **الصكوك تصدر بفئات متساوية القيمة:** تصدر الصكوك بفئات متساوية القيمة، لأنها تمثل حصصاً متساوية في ملكية المشروع، بهدف تسهيل شرائها وتداولها بين الجمهور من خلال الأسواق المالية؛
- 3- **الصكوك تقوم على مبدأ المشاركة في الربح والخسارة:** يحصل مالك الصك على عائد يكون حصة من الربح يتم تحديدها في نشرة الإصدار، ولا يصح تحديد العائد تحديداً كمياً مسبقاً أو منسوباً إلى القيمة الاسمية للصك، وفي المقابل يتحمل نصيبه من الخسارة بنسبة ما يملكه من صكوك، وينبغي عليه تحمل الخسارة في مقابل استحقاق الربح وفقاً لمبدأ الغنم بالغرم؛
- 4- **قابلية الصكوك الإسلامية للتداول:** تعتبر الصكوك الإسلامية قابلة للتداول بأي وسيلة من وسائل التداول الجائزة شرعاً ونظاماً، سواء كانت التداول يباعاً أم هبة أم رهناً. غير أنّ قابلية الصكوك للتداول لا تكون إلاّ بناءً على الشروط والضوابط الشرعية لتداول الأصول والمنافع والخدمات التي تُمثلها، فهناك أنواع من الصكوك يمكن تداولها: كصكوك المضاربة وصكوك المشاركة، وأنواع أخرى غير قابلة للتداول شرعاً لأنها تمثل دين في ذمة الغير، ولأنّه لا يجوز شراء الديون فلا يجوز تداولها إلاّ إذا تمّ تحويلها إلى بضاعة كصكوك البيوع: المراجعة؛
- 5- **عدم قابلية الصكوك للتجزئة:** أي أنّ الصك الواحد لا يُجزأ في مواجهة الشركة، وفي حالة ما إذا آلت ملكية الصك لأشخاص آخرين بسبب الإرث أو نحوه، فلا بد أن يتفقوا فيما بينهم لتعيين شخص واحد يمثلهم أمام الشركة؛
- 6- **تقيّد الصكوك بالضوابط الشرعية:** لا شك في أنّ الصكوك تنضبط بالضوابط الشرعية، سواء في إصدارها وتداولها، أو من حيث الأنشطة والاستثمارات التي تعمل فيها، أو من حيث طبيعة العلاقة

<sup>1</sup> - كشاف شافية، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية- دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة دكتوراه، جامعة سطيف 1، 2014، ص ص 217-218.

## الفصل الثاني: المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية

بين أطرافها، فلا تتضمن فوائد ربوية مقابل التمويل أو غير ذلك من المحظورات الشرعية، كما أنّها تصدر على أساس عقد من العقود المشروعة التي تختلف أحكامه تبعاً لاختلاف أحكام العقود الشرعية التي تمثله.

### ثالثاً: مقارنة بين الصكوك الإسلامية و الأسهم والسندات

تتميز الصكوك الإسلامية عن باقي المنتجات المالية ببعض الخصائص، وسيتم في هذا العنصر تحديد الاختلاف بينها وبين الأسهم من جهة، وبينها وبين السندات التقليدية من جهة أخرى.

#### 1- مقارنة بين الصكوك الإسلامية والأسهم:

يمكن تلخيص أهم نقاط المقارنة بين الصكوك الإسلامية والأسهم في الجدول الموالي:  
جدول رقم (2-4): مقارنة بين الصكوك الإسلامية والأسهم

وجه المقارنة	الصكوك الإسلامية	الأسهم
الإدارة	لا يُشارك مالك الصك في إدارة المشروع بشكل مباشر، ويتم الاكتفاء بتوكيل المضارب الذي يلتزم بإدارة المشروع	يُشارك مالك السهم في إدارة الشركة وانتخاب مجلس الإدارة.
الاستحقاق	ليس بالضرورة أن تكون الصكوك أداة مشاركة دائمة في الشركة، وبالتالي فلها تاريخ استحقاق.	تُعتبر الأسهم أداة مشاركة دائمة في الشركة، وبالتالي ليس لها تاريخ استحقاق.
المخاطر	الصكوك بشكل عام منتجات مالية قليلة المخاطر.	الأسهم منتجات مالية ذات مخاطر عالية.
حكمها	الصك الإسلامي منتج مالي مباح مهيكّل على عقود شرعية	الأسهم منتجات مالية محرمة شرعاً.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة "الصكوك الإسلامية: عرض وتقييم"، المملكة العربية السعودية، 2010، ص3؛
- كفاف شافية، مرجع سبق ذكره، ص 219.

2- مقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية:

يمكن تلخيص أهم نقاط المقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية في الجدول الموالي:

جدول رقم (2-5): مقارنة بين الصكوك الإسلامية والسندات التقليدية

وجه المقارنة	الصكوك الإسلامية	السندات التقليدية
الطبيعة والشكل القانوني	الصكوك الإسلامية تُمثل حصة شائعة من جميع موجودات المشروع، وبالتالي فالعلاقة بين صاحب الصك والمصدر هي علاقة مُشاركة وليست مُداينة، وتُعتبر من الاستثمارات متوسطة وطويلة الأجل.	السندات بجميع أنواعها تُمثل ديناً في ذمة المدين مُصدر السند لصالح دائئه (حامل السند)، فالعلاقة بينهما علاقة مُداينة، وتُعتبر من الاستثمارات طويلة الأجل.
الأرباح والعوائد	تتمثل عائدات الصكوك في حصة شائعة من أرباح المشروع التي سوف تتحقق مستقبلاً. ويتأثر الصك بنتيجة نشاط المشروع، حيث يشارك حامله في الربح ويتحمل نصيبه من الخسارة حال وقوعها وفقاً لقاعدة الغنم بالغرم.	تتمثل عائدات السندات في فوائد محددة مسبقاً، ولا يتأثر حاملها بنتيجة نشاط المشروع.
الأولوية عند التصفية	عند تصفية المشروع، ليس لحامل الصك الإسلامي الأولوية، وإنما تُصرف له نسبته مما تبقى من موجودات المشروع بعد سداد الديون، أي أنّ موجودات المشروع ملك لأصحاب الصكوك وتعود إليهم.	عند تصفية المشروع يكون لصاحب السند الأولوية في الحصول على قيمة السند وفوائده المتفق عليها.
حكمها	الصك الإسلامي منتج مالي مباح مهيكّل على عقود شرعية	السندات منتجات مالية محرمة شرعاً تعتمد على الفوائد الربوية.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- خليفة بايكر الحسن، حكم وقف الأسهم والصكوك والمنافع، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009، ص10؛
- كناف شافية، مرجع سبق ذكره، ص 220؛
- وليد خالد الشايجي وعبد الله يوسف الحججي، الصكوك الإسلامية، مؤتمر دبي حول المصارف الإسلامية بيم الواقع والمأمول، 2009، ص 32؛
- يوسف بن عبد الله الشيبلي، الضوابط الشرعية لتداول الأسهم والصكوك والوحدات الاستثمارية، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة، 2010، ص13.

### المطلب الثاني: أنواع الصكوك الإسلامية

حظيت الصكوك الإسلامية باهتمام كبير من قبل العديد من الأطراف، وهذا راجع للخصائص التي تميزها عن غيرها من المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية والتي سبق التطرق إليها سابقاً، ولما لها من دور كبير في تنشيط الأسواق المالية، حيث أنّ استخدام الصكوك والتوسع في التعامل بها من شأنه زيادة كفاءة السوق المالية نظراً لما يترتب عليها من تعميق السوق واتساعه. وأشارت هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية إلى وجود أكثر من أربعة عشرة نوعاً من الصكوك الإسلامية، ويمكن تقسيمها إلى صكوك قابلة للتداول وأخرى غير قابلة للتداول.

#### أولاً: صكوك قابلة للتداول

هناك العديد من الصكوك القابلة للتداول، منها:

- 1- **صكوك المشاركة:** تُصدر هذه الصكوك بغرض إنشاء مشروع أو تمويل نشاط على أساس المشاركة، حيث يشارك كل من المقرض والمستثمر بحصة معينة، ويتحملان الربح والخسارة، ويصبح حامل الصك شريكاً في المشروع، وتُدار هذه الصكوك على أساس الشركة أو على أساس المضاربة<sup>1</sup>.
- 2- **صكوك الإجارة:** هي وثائق ذات قيمة متساوية، تمثل ملكية أعيان مؤجرة أو منافع أو خدمات، وهي قائمة على أساس عقد الإجارة كما عرّفته الشريعة الإسلامية<sup>2</sup>.
- 3- **صكوك المضاربة:** هي وثائق مشاركة تمثل مشروعات أو أنشطة، تُدار على أساس المضاربة بتعيين مُضارب من الشركاء أو غيرهم لإدارتها<sup>3</sup>. فصكوك المضاربة عبارة عن وثائق متساوية القيمة، يُصدرها المضارب والمكاتبون فيها هم أرباب المال، وحصيلة الاكتتاب هي رأس مال المضاربة الذي يُستثمر في مشروع أو نشاط معين أو في مجموعة أنشطة يختارها المصدر المضارب على أساس عقد المضاربة الشرعية، على أن يتم تقسيم الأرباح المحققة وفقاً لنسب معينة، أما الخسارة فيتحملها حملة الصكوك أرباب المال وذلك ما لم يُقتصر المضارب أو يُهمل<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - السعيد بريكة وسناء مرابطي، دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية - تجربة السودان نموذجاً، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الخامس، جوان 2017، ص 186.

<sup>2</sup> - منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، السعودية، ص 37.

<sup>3</sup> - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية، مرجع سبق ذكره، ص 312.

<sup>4</sup> - كتاف شافية، مرجع سبق ذكره، ص 230.

4- **صكوك المزارعة:** تحمل هذه الصكوك قيما متساوية، يصدرها مالك الأرض الزراعية بغرض تمويل تكاليف زراعية بموجب عقد المزارعة، ويتشارك حملتها في المحاصيل المنتجة بحسب الاتفاق المذكور في العقد<sup>1</sup>.

### ثانيا: صكوك غير قابلة للتداول

من الصكوك غير القابلة للتداول يوجد:

1- **صكوك المراجعة:** هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لتمويل شراء سلعة المراجعة، وتصبح سلعة المراجعة مملوكة لحملة الصكوك<sup>2</sup>. فالمصدر لصكوك المراجعة هو البائع لبضاعة المراجعة، والمكتتبون فيها هم المشترون لهذه البضاعة، وحصيلة الاكتتاب هي تكلفة شراء البضاعة، ويملك حملة الصكوك سلعة المراجعة ويستحقون ثمن بيعها<sup>3</sup>.

2- **صكوك السلم:** هي عبارة عن صكوك تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم، وهي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة ولا تزال في ذمة البائع، لذلك تعتبر هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول في حالة إصدار الصك من قبل أحد الطرفين البائع أو المشتري، فهي من قبيل الاستثمارات المحتفظ بها<sup>4</sup>.

3- **صكوك الاستصناع:** هي وثائق متساوية القيمة، يتم إصدارها لاستخدام حصيلة الاكتتاب فيها في تصنيع سلعة، ويصبح المصنوع مملوكا لحملة الصكوك<sup>5</sup>. وصكوك الاستصناع في حقيقتها كصكوك السلم، حيث تمثل بيع سلعة مؤجلة التسليم بثمن معجل، والسلعة المؤجلة التسليم هي من قبيل الديون العينية، لأنها موصوفة تثبت في الذمة، إلا أنه يجوز تأجيل ثمنها، والمبيع في الحالتين لا يزال في ذمة الصانع أو البائع بالسلم، وعليه تكون هذه الصكوك غير قابلة للبيع أو التداول سواء من طرف البائع أو المشتري<sup>6</sup>.

<sup>1</sup> - السعيد بريكة وسناء مرابطي، مرجع سبق ذكره، ص 187.

<sup>2</sup> - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، دمشق - سوريا، الطبعة الأولى 2008، ص 181.

<sup>3</sup> - هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 288.

<sup>4</sup> - السعيد بريكة وسناء مرابطي، مرجع سبق ذكره، ص 186.

<sup>5</sup> - المرجع نفسه، ص 311.

<sup>6</sup> - معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، يومي 3 و4 ديسمبر 2012، ص 241.

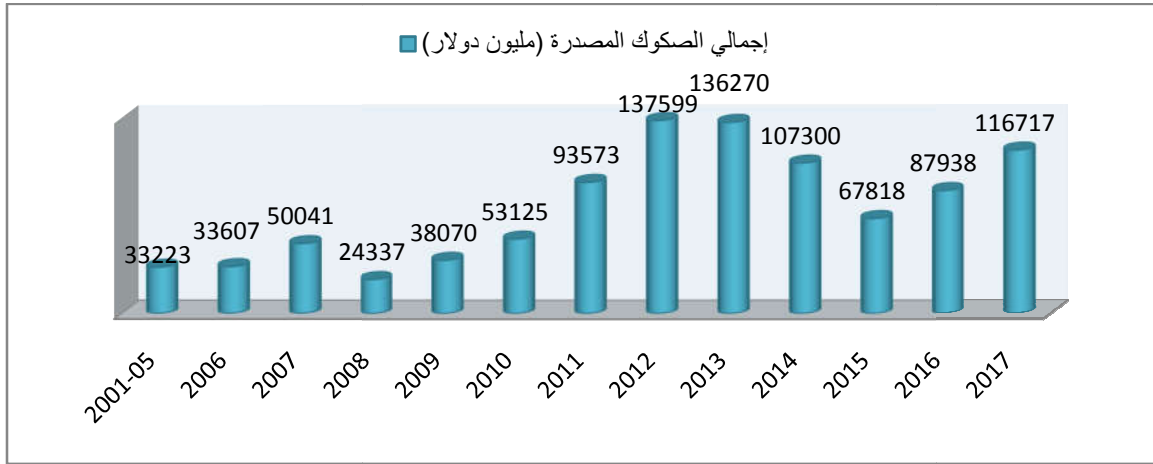
### المطلب الثالث: نظرة عامة على سوق الصكوك الإسلامية

سيتم في هذا المطلب عرض بعض الإحصاءات الأساسية حول تطورات الصكوك الإسلامية منذ أول إصدار سنة 2001.

#### أولاً: تطور إجمالي الصكوك المصدرة عالمياً

لقد شهدت سوق الصكوك الإسلامية رواجاً منذ انطلاقتها سنة 2001، حيث قُدر إجمالي الصكوك الإسلامية المصدرة خلال الفترة الممتدة من 2001 إلى نهاية 2017 بقيمة 979 209 مليون دولار أمريكي، ويوضح الشكل الموالي تطور الصكوك الإسلامية المصدرة منذ أول إصدار وكان بسنة 2001 إلى غاية نهاية 2017.

#### شكل رقم (2-3): إجمالي الصكوك الإسلامية المصدرة عالمياً للفترة 2001-2017



Source : International Islamic Financial Market, A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market, Kingdom Of Bahrain, April 2018, 7 Th Edition, p 21.

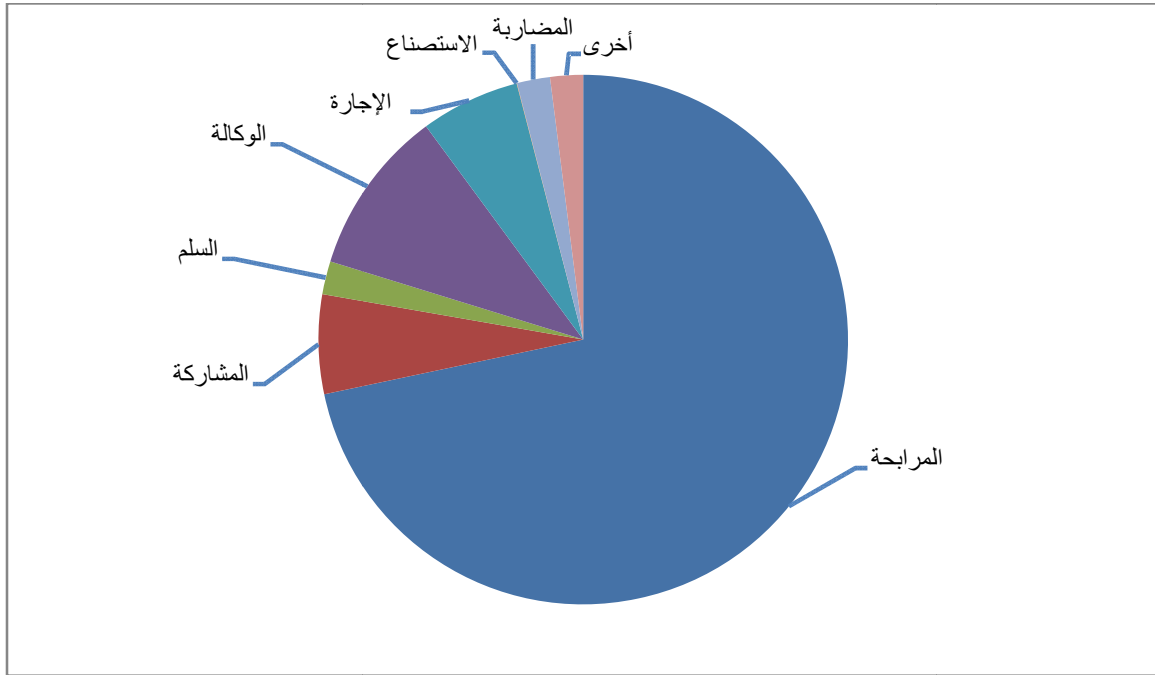
يُلاحظ من الشكل التطور الملحوظ في قيمة إصدارات الصكوك الإسلامية على مستوى العالم، حيث في السنوات الأولى من الإصدار (2001-2005) بلغ إجمالي الإصدار 33 223 مليون دولار، ليواصل الارتفاع حتى وصل 50 041 مليون دولار سنة 2007، ليشهد الانخفاض سنة 2008 وهذا بسبب الأزمة المالية العالمية، التي دفعت بالمستثمرين إلى تجنب الاستثمار في أسواق الدخل الثابت ومن ضمنها سوق الصكوك الإسلامية، لكن تمكنت الصكوك الإسلامية من تجاوز هذه الأزمة لتُعاود الانتعاش من جديد في السنوات الموالية لتتحقق أرقاماً قياسية، حيث في سنة 2012 حققت إصدارات الصكوك مبلغ 137 599 مليون دولار، وهذا ما يدل على الطلب الكبير على الصكوك الإسلامية وجذبها للمتعاملين في الأسواق المالية، لتعاود الانخفاض مجدداً حتى وصلت قيمة الإصدارات 67 818 مليون دولار سنة 2015، وهذا راجع للخطوة الإستراتيجية التي اتخذتها ماليزيا لوقف إصدار صكوك الاستثمار قصير الأجل، باعتبار ماليزيا المسيطرة على سوق الصكوك

الإسلامية بنسبة 67.34 %، لتعود قيمة الإصدار للارتفاع في السنوات الموالية لتصل سنة 2017 إلى 116717 مليون دولار.

### ثانيا: إصدارات الصكوك عالميا حسب النوع

يمكن إيضاح الصكوك المصدرة عالميا خلال الفترة 2001-2017 في الشكل الموالي:

شكل رقم (2-4): إصدارات الصكوك عالميا حسب النوع خلال الفترة 2001-2017



Source : International Islamic Financial Market, op cit, p 31.

يُلاحظ من الشكل السابق أنّ المربحة هي الصيغة المفضلة لدى الجهات المصدرة خلال الفترة 2001-2017، حيث احتلت المربحة المركز الأول من بين أنواع الصكوك الأخرى بنسبة 70.88 % من قيمة الإصدارات، تليها صكوك الوكالة بنسبة 10 %، في حين احتلت كل من المشاركة والإجارة المرتبة الثالثة بنسبة 6 % من قيمة الإصدارات، وبالتالي فقد شكلت كل من صكوك المربحة والوكالة والمشاركة والإجارة لوحدهم ما يقارب 92.88 % من قيمة الإصدارات، وتبقت نسبة 7.12 % فقط من إجمالي الإصدارات موزعة بين باقي أنواع الصكوك الإسلامية.

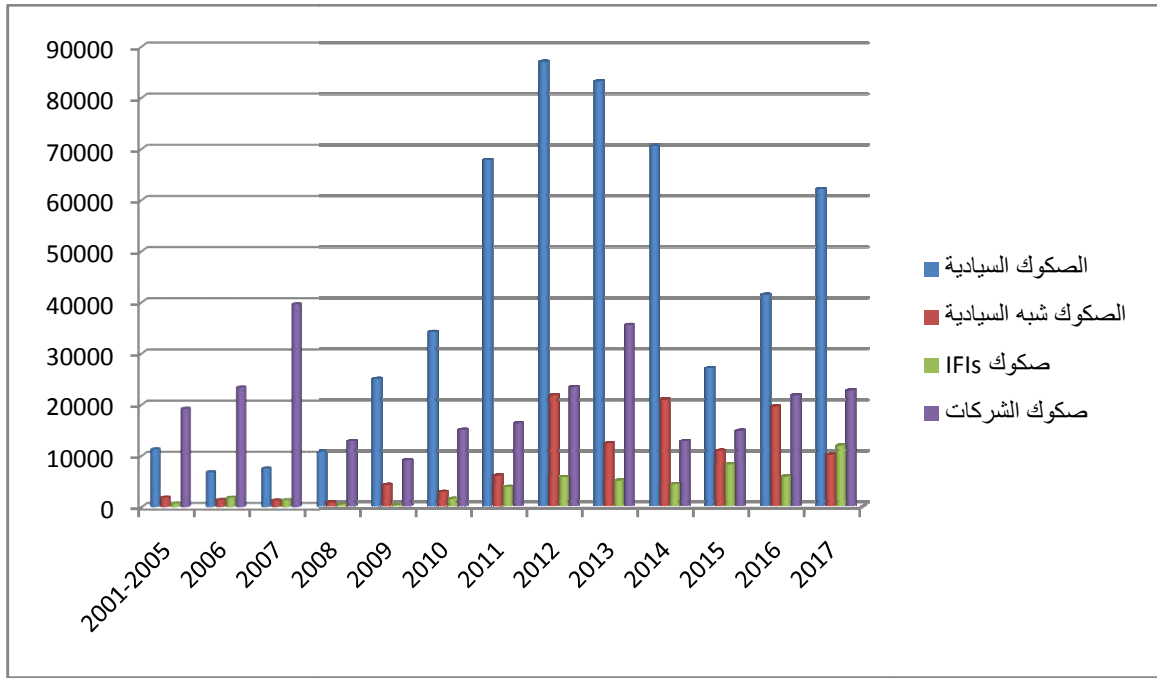


ثالثاً: إصدارات الصكوك عالمياً حسب جهة الإصدار

تُصنف إصدارات الصكوك عالمياً على حسب الجهة المصدرة إلى: صكوك سيادية تصدرها الحكومات، صكوك شبه سيادية تُصدرها الجهات المرتبطة بالحكومة، صكوك تُصدرها المؤسسات المالية الدولية، وصكوك تُصدرها الشركات. والشكل الموالي يوضح تطور الصكوك المصدرة عالمياً حسب جهة الإصدار.

شكل رقم (2-5): الصكوك المصدرة عالمياً حسب جهة الإصدار خلال الفترة 2001-2017 (مليون

دولار)



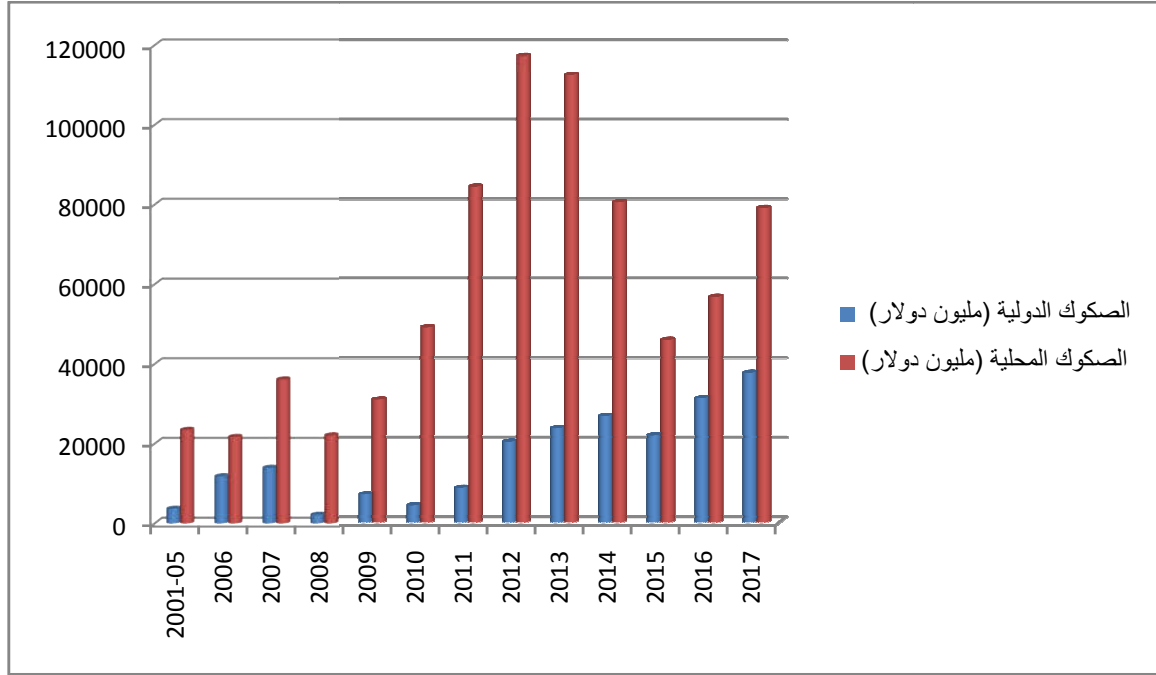
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية للسوق المالية الإسلامية، من الموقع: [www.iifm.net](http://www.iifm.net) ، تاريخ الاطلاع: 2-9-2018

يُلاحظ من هذا الشكل هيمنة الشركات في إصدار الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2001-2008، لتُهيمن بعد الأزمة المالية العالمية الحكومية في إصدار الصكوك الإسلامية خلال الفترة 2009-2017، وهذا لتزايد اهتمام الحكومات بإصدار الصكوك باعتبارها طريقة لتنويع مصادرها التمويلية، مثل مشروعات البنى التحتية كالنفط والغاز والطرق والمطارات والموانئ وغيرها من المشروعات التنموية، حيث في سنة 2017 احتلت الصكوك السيادية المرتبة الأولى بنسبة 52.39% من إجمالي الإصدارات، تليها صكوك الشركات بنسبة 19.73%، ثم الصكوك شبه السيادية بنسبة 17.57%، وفي الأخير الصكوك المصدرة من قبل المؤسسات المالية الدولية بنسبة 10.31% من إجمالي الإصدارات.

رابعاً: إصدارات الصكوك حسب نوع السوق

تُصنف الصكوك الإسلامية حسب نوع السوق إلى صكوك دولية وصكوك محلية، والشكل الموالي يوضح تطور كلا منهما خلال الفترة 2001-2017

شكل رقم (2-6): الصكوك المصدرة عالمياً حسب نوع السوق خلال الفترة 2001-2017



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقرير السنوي لسنة 2017 للسوق المالية الإسلامية.

يُلاحظ من الشكل السابق أنّ الصكوك المحلية كانت مهيمنة على سوق إصدارات الصكوك الإسلامية خلال كل الفترة (2001-2017)، حيث نجد أنّ الصكوك المحلية قد بلغت خلال الفترة (2001-2017) حوالي 760 044 مليون دولار أو بنسبة 77.62 %، بينما الصكوك الدولية بلغت خلال فترة الدراسة 219 165 مليون دولار أو بنسبة 22.38 %. وشهدت سنة 2017 عدّة إصدارات منها: شركة "الإمارات ريت" والتي مقرها دبي وهي صندوق إئتمان للاستثمار العقاري وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية قامت بإصدار صكوك دولية بقيمة 400 مليون دولار على صيغة الإجارة، وقامت الإتحاد للطيران وهي شركة الطيران الوطنية الإماراتية بإصدار صكوك دولية بقيمة 1.5 مليار دولار على صيغة الوكالة، وكان هذا أكبر إصدار من جهة الطيران والشركات في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، ونجد أنّ حكومة إندونيسيا أصدرت صكوك دولية بقيمة 3 مليار، وأصدر المجلس الماليزي لتمويل السكن في القطاع العام صكوكاً محلية بقيمة 4 مليار رينغيت ماليزي،

## الفصل الثاني: المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية

---

وأصدرت شركة الطاقة المائية بباكستان صكوك بقيمة 955 مليون دولار من أجل تمويل مشاريعها. وكل هذه الإصدارات ما هي إلا دليل على التعامل الكبير بالصكوك الإسلامية في كل من الأسواق المحلية والأسواق الدولية.

### المبحث الرابع: المنتجات المالية المركبة

في السنوات الأخيرة إضافة للمنتجات التقليدية والمشتقات والصكوك الإسلامية ظهرت العديد من المنتجات المالية إلى حد قد يصعب معه حصرها جميعا، حيث أسفرت عملية الابتكار في الأسواق المالية إدخال منتجات جديدة استجابة لاحتياجات المستثمرين المختلفة، ومن بين هذه المنتجات ظهرت المنتجات المركبة (وتسمى أيضا بالمنتجات المهيكلة) شُكلت عن طريق الجمع بين العديد من المنتجات التي توجد بالفعل في الأسواق المالية. هذه المنتجات المركبة تتألف من أكثر من منتج واحد من أجل تلبية الاحتياجات الخاصة للمستثمرين. وسيتم التعرف عليها في هذا المبحث.

### المطلب الأول: مفهوم المنتجات المالية المركبة

للمنتجات المالية المركبة العديد من التعاريف التي اختلفت باختلاف وجهات النظر، ولها العديد من الخصائص التي تُميزها عن غيرها من المنتجات المالية، كما أنّها كغيرها من المنتجات لها مزايا ولها عيوب، وسيتم التطرق إلى هاته العناصر فيما يلي:

#### أولاً: تعريف المنتجات المالية المركبة

لا يوجد هناك تعريف موحد للمنتجات المالية المركبة، إذ تعددت التعاريف بتعدد المدارس والنظريات وكذا بتعدد المصدرين والممارسين<sup>1</sup>. منها:

- هي عبارة عن استثمار مركب يضم أو يجمع بين منتجين ماليين مختلفتين، وبشكل عام يكون هناك هدف واحد من المنتجين ضمن المنتج المالي المركب هو المحافظة على رأس المال الذي تم استثماره، بينما يكون هدف المنتج الثاني هو العمل على تنمية رأس المال. وفي أبسط صورة يضم المنتج المالي المركب منتج مالي ذو دخل ثابت، بالإضافة إلى منتج مالي اختياري آخر. والمنتجات المالية المركبة توفر ميزة التنويع التي تعتبر من أبرز مفاتيح تخفيض المخاطرة.

- كما تعرف على أنّها: الأدوات المالية التي تتوقف تدفقاتها المالية على مؤشر أو أكثر ويحتوي على عقود آجلة أو خيارات أو أوراق مالية حيث يحصل المستثمرون على عائد من قبل المصدرين والذي يتأثر بالتغيرات الحاصلة في قيمة الأصول المعنية أو المؤشرات أو أسعار الفائدة أو التدفقات النقدية<sup>2</sup>.

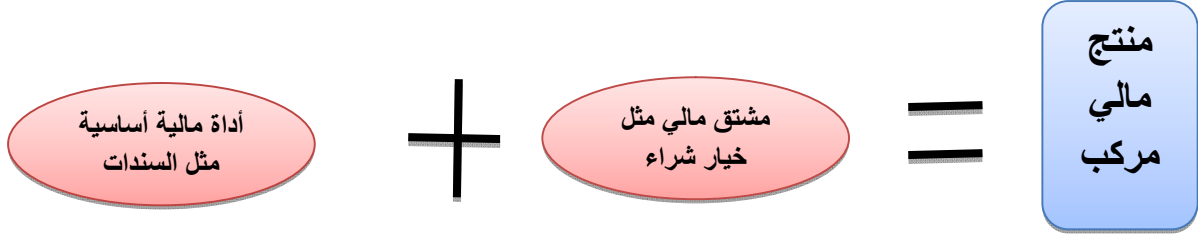
<sup>1</sup> - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص 790.

<sup>2</sup> - Josef Christl, **Financial Instruments Structured Products Handbook**, Oesterreichische Nationalbank, Vienna, 2004, p 7.

## الفصل الثاني: المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية

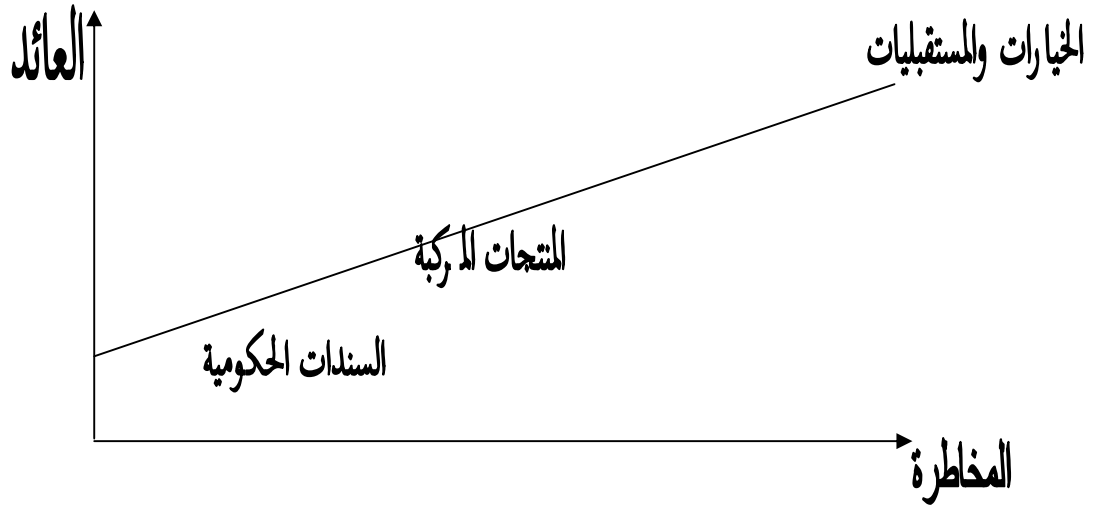
-هي مزيج من السندات الخالية من المخاطر وخيار أو عقد آجل، حيث أنّ الجزء المتعلق بالسندات يضمن حماية رأس المال في حين أنّ الجزء المتعلق بالخيار أو الآجل يوفر امكانية الحصول على عائد، وهذه المنتجات مناسبة لأولئك المستثمرين الذين يريدون حماية جزء أو كل استثماراتهم.

-المنتج المالي المركب يجمع عنصرين ورقة مالية ذات دخل ثابت (سندات ذات الكوبون الصفري) تضمن كامل أو جزء من رأس المال ومنتج من المشتقات المالية<sup>1</sup>.



وبوضع المنتجات المالية المركبة على المنحنى البياني الخاص بالعوائد والمخاطر تظهر كما يلي:

شكل رقم (2-7): موضع المنتجات المالية المركبة على المنحنى الخاص بالمخاطر والعوائد



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على ما سبق.

من خلال الشكل السابق يتبين أن المنتج المركب هو منتج نموذجي يقع بين السندات والخيارات، وبعبارة أخرى المنتجات المركبة هي أكثر مخاطرة من السندات الحكومية وأقل مخاطرة من الخيارات. فمستوى مخاطر المنتجات المركبة يتحرك بين مستوى مخاطر السندات الحكومية ومستوى مخاطر الخيارات.

<sup>1</sup> - Shahid Jamil, Valuation of Structured Products -Pricing of Commodity Linked Notes-, Department of Business Studies, Aarhus School of Business, University of Aarhus, February 2011, page 8.

### مثال عن المنتجات المركبة:

أنت مقتنع بأن سوق الأسهم مقبلة على الارتفاع في السنتين القادمتين فتقرر توظيف 100.000 دولار أمريكي في مؤشر داو جونز، لكنك لا تريد المجازفة بأي شكل من الأشكال برأس مالك. فيمكنك شراء المنتج التالي: 2 years principal protected note linked to the Dow Jones index (إذن مالي ذو رأس مال مضمون صالح لمدة سنتين وبعائد مرتبط بأداء مؤشر داو جونز). بعد سنتين ماذا ستجني؟ هناك سيناريوهان ممكنان:

- السيناريو الأول: مؤشر داو جونز هو أدنى من المستوى الأولي وقت شرائك للمنتج، ونظراً إلى الأداء السلبي للمؤشر لا تجني أي عائد لكنك تستعيد قيمة استثمارك الأولى البالغة 100.000 دولار.
- السيناريو الثاني: مؤشر داو جونز أعلى بنحو 10% من المستوى الأولي وقت شرائك للمنتج، ستستعيد قيمة استثمارك الأولى البالغة 100.000 دولار إضافة إلى قيمة تمثل المكسب من مشاركتك في الأداء الصعودي لمؤشر داو جونز، وتعتمد هذه المشاركة على سعر الفائدة السائد وكلفة شراء خيار الشراء، وقد أتاح لك هذا المنتج المراهنة على الاتجاه الصعودي للسوق إلى جانب حماية رأس مالك في حال انقلاب السوق.

### ثانياً: خصائص المنتجات المالية المركبة

- تتميز المنتجات المالية المركبة بمجموعة من الخصائص والتي يمكن إدراجها في النقاط التالية<sup>1</sup>:
- التوفيق بين العائد والمخاطرة: بما أن المنتج المركب مزيج بين منتجين أو أكثر فإنه يتميز بخليط بين العائد والمخاطرة، وبالتالي يؤدي إلى تحميل جزء قليل من الخسارة إذا وقعت، والحصول على الجزء الأكبر من الأرباح إذا تحققت، وهذا إذا توافقت توقعات المستثمر مع الواقع؛
  - قابلية التسييل: حيث تُتيح بعض المنتجات المركبة إمكانية تسييلها خاصة التي تقوم على أسعار الأسهم أو العملات، وهذا باعتبار أنّ لها أسعاراً يومية وحتى آنية؛
  - الحاجة إلى الوساطة: يتم بيع هذه المنتجات للمؤسسات الاستثمارية ومدراء ووسطاء الأصول والشركات الراغبة بالاستثمار، ونادراً ما يتعامل بها المستثمرون الأفراد.

<sup>1</sup> - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مرجع سبق ذكره، ص ص 86-87.

### ثالثا: محاسن ومساوئ المنتجات المالية المركبة

المنتجات المالية المركبة وكغيرها من المنتجات تتميز بمجموعة من المحاسن كما لا تتجرد من مجموعة من العيوب، والتي توجز فيما يلي:

#### 1. محاسن المنتجات المالية المركبة

هناك العديد من ميزات المنتجات المالية المركبة، أهمها:

- **عائد مرتفع:** للمنتجات المركبة عائد أعلى من السندات التقليدية أو الودائع وبالتالي فهي منتجات جذابة للمستثمرين (المنتجات المركبة بمستوى مخاطر أعلى تحقق عائد أكبر)؛
- **حماية رأس المال:** توفر المنتجات المركبة عنصر الحماية لرأس المال، وقد تكون هذه الحماية كاملة أو جزئية، وهذه الميزة تجذب الكثير من المستثمرين؛
- **المرونة:** تتوافر مجموعة واسعة من المنتجات المركبة التي تقوم على مؤشرات مختلفة والتي تتيح العائدات بطرق مختلفة وفي فترات زمنية مختلفة، ويعني ذلك أنه بإمكان المستثمر تفصيل محافظته من المنتجات المركبة لتعكس انجذابه إلى المخاطر والآفاق الزمنية.

#### 2. مساوئ المنتجات المالية المركبة

المنتجات المالية المركبة مثل غيرها من المنتجات المالية لها مساوئ مثلما لها محاسن، منها:

- **قلة السيولة:** تُتاح المنتجات المركبة بصورة عامة لآجال محددة، في المقابل تتوافر الاسواق الثانوية لبعض المنتجات المركبة وليس كلها؛
- **التكاليف:** قد لا تكون تكاليف المنتجات المركبة واضحة دوما وقد تكون مكلفة؛
- **المخاطر:** كلما زاد المنتج تعقيدا، زادت المخاطر، فالمنتج المرتبط بعدد من مؤشرات الأسهم على سبيل المثال ينطوي على مخاطر أعلى من مؤشر واحد فقط؛
- على الرغم من حقيقة أنّ المنتجات المركبة تُوفر حماية لرأس المال وعائد متوقع من الجزء الخاص بالخيار، إلا أنّ المستثمر لا يزال يفقد العائد المرتبط بالسندات الخالية من المخاطر، فعند تاريخ الاستحقاق وفي حالة عدم الحصول على عوائد من الجزء المتعلق بالخيار يحصل المستثمر على رأس المال الأولي فقط، أما في حالة السندات التقليدية فإنّ المستثمر وفي تاريخ الاستحقاق يتحصل على رأسماله الأولي إضافة إلى العائد الأكيد للسندات التقليدية، وفقدان هذه العوائد أو الأرباح الخالية من المخاطر تسمى بتكلفة الفرصة البديلة<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - Shahid Jamil, op.cit, p 10 .

## المطلب الثاني: أنواع المنتجات المالية المركبة

للمنتجات المالية المركبة ثلاث أنواع رئيسية هي: منتجات مالية مركبة لأسعار الفائدة، منتجات مالية مركبة لمشتقات الملكية، ومنتجات مالية مركبة للعملة الأجنبية.

### أولاً: المنتجات المالية المركبة لأسعار الفائدة

هناك العديد من المنتجات المالية المركبة لأسعار الفائدة، منها:

1. **السندات ذات الكوبون الصفري:** هي نوع من سندات الخصم، لا يحصل حاملها على فوائد دورية، لكن تتضمن دفعة وحيدة (تدفق نقدي وحيد) في نهاية الفترة (تاريخ الاستحقاق)، حيث أن تراكم الفوائد من فترة إلى أخرى دون تسديدها يجعل سعر السند يزداد في السوق المالي إلى أن يصل إلى أعلى حد له في تاريخ الاستحقاق، فإذا كان سعر الفائدة ثابتاً على طول فترة السند فإن قيمة هذا الأخير تزداد بنفس ذلك السعر سنوياً.
2. **السندات بكوبونات عادية:** إن مشتري السندات بكوبونات عادية (على عكس السندات بكوبونات صفرية) يتلقى أو يستلم فائدة ثابتة وفي تاريخ معين (سنوياً أو كل ستة أشهر)<sup>1</sup>، ما يميز هذه السندات أنه يمكن تفتيتها إلى عدد من السندات ذات الكوبونات الصفرية<sup>2</sup>.
3. **قسيمات بأسعار فائدة متغيرة:** على خلاف السندات بكوبونات عادية فإن القسيمات بأسعار فائدة متغيرة لا تحمل أو لا تمنح فائدة ثابتة كنسبة محددة من قيمتها الاسمية، حيث أن إيرادات هذه القسيمات متعلقة بحركة سعر الفائدة مرجعي (السعر السائد في السوق النقدية)، وتعادل هذه الإيرادات خلال فترات معينة<sup>3</sup>. تمتاز هذه القسيمات بقلة التذبذب بسبب التعديلات الدورية التي تجري على أسعار فائدتها المتغيرة<sup>4</sup>.
4. **عقود المبادلة البسيطة:** عقود المبادلة البسيطة هي عقود لاستبدال دفعات أسعار فائدة ثابتة مقابل دفعات أسعار فائدة متغيرة<sup>5</sup>، ويُحدد العقد كل من<sup>6</sup>:
  - سعر الفائدة الثابت بحيث يكون التبادل متكافئاً؛
  - سعر الفائدة المتغير ويُعادل سعر الفائدة في السوق النقدية؛
  - تواريخ تسديد الدفعات، حيث يتم الاتفاق عليها مسبقاً (سنوية، نصف سنوية...).

<sup>1</sup> - Josef Christl, op.cit, p 13.

<sup>2</sup> - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص 794.

<sup>3</sup> - Josef Christl, op.cit p 14.

<sup>4</sup> - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص 795.

<sup>5</sup> - Josef Christl, op.cit, p 14

<sup>6</sup> - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص 795.



5. عقود الفائدة الآجلة: عقد الفائدة الآجل هو عقد يتم بموجبه تطبيق سعر فائدة مستقبلي هو سعر العقد (contract rate) على مبلغ أصلي هو مبلغ العقد (contract amount) على فترة محددة مستقبلية (contract period)، وبذلك يكون هناك اتفاق أو عقد على ورقة FRA على صفقة مستقبلية في السوق النقدية، ويضمن البائع للمشتري قرضا مستقبليا بشروط محددة وخاصة<sup>1</sup>. في أغلب الحالات لا تُنفذ الصفقات في السوق النقدية حتى نهايتها، وإنما يتم تبادل الفرق بين السعرين فقط فيما بين المتعاملين، حيث تُستعمل هذه العقود عادة في الأمد القصير<sup>2</sup>.

تجدر الإشارة إلى أنّ هناك منتجات مالية مركبة أخرى لأسعار الفائدة التي لم يتم تناولها في هذه الدراسة وهذا لكثرة أشكالها.

### ثانيا: المنتجات المالية المركبة لمشتقات الملكية

هناك العديد من المنتجات المالية المركبة لمشتقات المالية، منها:

#### 1. السندات القابلة للتحويل: هي سندات قابلة للتحويل إلى أسهم أي تبادل السندات مقابل عدد معين

من الأسهم، ويكون التحويل بشروط ومواعيد محددة سلفا. في كثير من الحالات يمكن استدعاء السندات القابلة للتحويل من طرف المصدر في تواريخ معينة بسعر إعادة شراء محدد مسبقا والذي يعتمد عادة على تاريخ الاستحقاق. وإذا قام المصدر بامتياز شرائها قد يقبل المستثمر سعر إعادة الشراء أو يقوم بتحويل السندات، ويفسر الشراء على أنه وسيلة إجبار المصدر للمستثمر لتحويل السندات في وقت سابق وفي شراء السندات القابلة للتحويل. يجعل المستثمر رأس المال دين متاح للمصدر وعند التحويل يتم تحويل الديون إلى أسهم في الشركة.

حق التحويل يمكن يفسر على أنه خيار الشراء أو خيار الصرف، وبالتالي فهو بدوره شكل من أشكال الخيارات الأوروبية، الأمريكية أو برمودا.

إذا مورس حق التحويل فيكون فقط في تواريخ الاستحقاق (النمط الأوروبي). وإذا كان حق التحويل يتناسب مع الخيارات الأمريكية أو برمودا فيجب أن تؤخذ هذه الأشياء بعين الاعتبار<sup>3</sup>:

- عند التحويل يفقد المستثمر حق المطالبة بأي فائدة مستحقة.
- نسبة التحويل تكون محددة سلفا، ولكن سعر التنفيذ المطبق لا يكون معرف مسبقا. لأنها تعتمد دائما على القيمة الحالية لتحويل السندات.

<sup>1</sup>- Josef Christl, op.cit , p 17.

<sup>2</sup>- جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص 795.

<sup>3</sup>- Josef Christl, op.cit , p 50.

هناك مشكل رئيسي للسندات قابلة للتحويل وهو أن حقيقة سعر الأصل المعني يتأثر بوجود حق التحويل، وفي حالة الخيارات التقليدية، فإن الشركة المصدرة للأوراق المالية ليست معنية بالمعاملة (الصفقة) بأي شكل من الأشكال، وهذا ليس هو الحال مع تحويل السندات حيث أن الشركة تبيع خيارا على أسهمها. فإذا كان تحويل السندات إلى أسهم مربحا للمستثمر، فريح المستثمر يمثل خسارة للمصدر. هذه الخسارة يجب أن تنعكس في سعر الأوراق المالية المصدرة.

في الوقت نفسه، يمكن للمرء أن يقول انه إذا كانت قيمة أسهم الشركة في ارتفاع فان احتمال حق التحويل سيُمارس. ونتيجة لذلك فانه ليس كل زيادة في القيمة سيعود بالنفع على المساهمين الحاليين، وهذا بدوره يعني أن سعر الأوراق المالية سوف يتغير بشكل مختلف في ظل عدم وجود حق التحويل.

### 2. المنتجات ذات العوائد المرتفعة

سندات الشركات التي تنطوي على درجة عالية من مخاطر عدم التسديد تصدر عادة مع عوائد مرتفعة وذلك لتعويض المستثمرين عن زيادة خطر عدم التسديد. هذا هو الحال أيضا مع المنتجات المركبة ذات العوائد المرتفعة التي تدفع استثنائيا كبنونات مرتفعة بالمقارنة مع السندات التقليدية<sup>1</sup>. وتتضمن الأدوات التالية:

أ. **السندات المسددة نقدا أو بأسهم (العملة نفسها) -cash or share bonds -same currency-**

السندات المسددة نقدا أو بأسهم هي أحد أنواع المنتجات المرتفعة العائد وهي أبسطها على الإطلاق، ففي تاريخ الاستحقاق المصدر له الحق في تسليم عدد من الأسهم بدلا من تسديد السند بالقيمة الاسمية<sup>2</sup>، كما يمكنه تسديد جزء منه بأسهم والجزء الآخر نقدا<sup>3</sup>.

ب. **السندات المسددة نقدا أو بأسهم -العملة مختلفة- Cash-or-Share Bonds various**

currencies: هذا النوع من المنتجات أيضا يعطي للمصدر الحق في تسليم مجموعة من الأسهم في فترة الاستحقاق بدلا من أن يعوض السند بالقيمة الظاهرية والفرق بينه وبين المنتج السابق في أن العملة التي يُصدر بها السند مختلفة عن العملة التي يُدرج بها السهم (أو يقيد بها السهم)<sup>4</sup>.

ج. **سندات المؤشرات مرتفعة العائد High-Yield index Bonds:** بالمقارنة بالسندات المسددة نقدا أو

بالأسهم فإن هذه السندات تُعوض بالسعر الذي لا يعتمد على سهم واحد أو فردي بل على قيمة المؤشر<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - Josef Christl, op.cit, p54.

<sup>2</sup> - Josef Christl, op.cit , p 59.

<sup>3</sup> - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص 801.

<sup>4</sup> - Josef Christl, op.cit, p 59

<sup>5</sup> - Josef Christl, op.cit , p 61.

د. سندات السلة مرتفعة العائد high-Yeild Basket Bonds: هي أدوات مالية تُعطي الحق للمصدر لتسديدها بسلة من الأسهم المختلفة أو المؤشرات بدلا من تسديدها بالقيمة الاسمية نقدا في تاريخ الاستحقاق. هذه الأدوات خطيرة حيث يركز عائدها على منتجات مالية متعددة كالأسهم والمؤشرات وغيرها، ولهذا يُعوض المستثمر فيها بنسبة فائدة عالية نسبيا، أي كوبون مرتفع<sup>1</sup>.

### 3. المنتجات الضامنة للأصل Capital-Guaranteed Products:

المنتجات الضامنة للأصل لها ثلاث خصائص مميزة<sup>2</sup>:

- تعويض نسبة الحد الأدنى المضمون من القيمة الاسمية ( التعويض بالقيمة الاسمية مضمون 100 % في كثير من الأحيان)؛

- نسبة الفائدة الاسمية منخفضة أو معدومة؛

- المشاركة في أداء الأصل المعني.

تُبنى المنتجات عادة في مثل هذه الطريقة على أن سعر الإصدار كذلك يمكن أن يعلق عند القيمة الاسمية للسند. (مع التعديل عن طريق نسبة الفائدة الاسمية). ومن الشائع أيضا أن أي دفعات بما في ذلك الكبونات تتم حتى تاريخ استحقاق المنتج.

هناك عدة أشكال من هذه المنتجات نذكر منها:

- **خيارات الشراء الأوروبية:** هي أبسط المنتجات الضامنة للأصل، فهي تتميز في الواقع بأن مبلغ التعويض يتكون من النسبة المئوية المضمونة من القيمة الاسمية للأداة (غالبا 100%) وعائد علاوة يتغير حسب نسبة أداء أصل معين بين تواريخ الإصدار والاستحقاق. عائد العلاوة يحسب كنسبة مئوية من الفرق بين سعر الأصل عند تاريخ الاستحقاق وسعره عند تاريخ الإصدار شرط أن يفوق سعر الأصل عند تاريخ الاستحقاق سعره عند تاريخ الإصدار، إذا انخفض السعر لا يدفع مقابل عائد العلاوة.

هكذا المستثمر يستفيد من الارتفاع في أسعار الأصل المعني، ومع ذلك إذا انخفض السعر فليس من الضروري أن يتحمل المستثمر الخسارة.

- **خيارات البيع الأوروبية:** المنتجات المضمونة الأصل مع خيارات البيع الأوروبية تتميز بأن قيمة التسديد تكون من نسبة مئوية مضمونة من القيمة الاسمية للأداة وعوائد أو عائد العلاوة التي تتفاوت بالنسبة إلى أداء الأصل بين تاريخ الإصدار وتاريخ الاستحقاق، هذه العوائد تحسب كنسبة مئوية من الفرق أين يكون سعر الأصل في تاريخ الإصدار يفوت أو يتجاوز سعره في تاريخ الاستحقاق، إذا ارتفع السعر لا يتم دفع المكافأة،

<sup>1</sup> - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص 801.

<sup>2</sup> - Josef Christl, op.cit, p 68.

وبالتالي يمكن للمستثمر الاستفادة من الانخفاض في سعر الأصل المعني بدون أن يضطر لتحمل الخسائر إذا ارتفع السعر.

- **الخيارات الآسيوية (خيارات المعدل المتوسط):** في الحالات التي تكون فيها المنتجات المضمونة الأصل لديها جزء من خيار آسيوي، المبلغ المدفوع عند الاستحقاق يعتمد على متوسط القيمة للأصل المعني. يتم حساب المتوسط باستخدام قيم أو أسعار الأصل المعني المأخوذة في فترات منتظمة.

- **خيارات الشراء المغطاة Capped Call Option:** من حيث المبدأ، مبلغ تعويض السندات الضامنة للأصل مع جزء من خيارات الشراء يمكن أن تكون مرتفعة بلا حدود.

المصدر يعد بمبلغ تعويض يتناسب مع التغييرات في سعر الأصل المعني. في الحالات التي يكون فيها سعر الأصل المعني منخفض، المصدر يضمن أدنى مبلغ تعويض. في الوقت نفسه، المصدر يحد اشتراكات المستثمر في أداء الأدوات من خلال النص على الحد الأدنى (أي السقف).

- **خيارات الشراء أو البيع المستقبلية:** بينما سعر التنفيذ للخيارات التقليدية معروف من البداية، فإن الخيارات المستقبلية ليست محددة حتى وقت لاحق من مدة الخيار، وبطبيعة الحال، هذا لا يحدث بشكل عشوائي. عادة، النسبة المئوية لسعر الأصول المعنية في تاريخ معين من مدة الخيار معينة كسعر التنفيذ. النسبة والتاريخ محددة عند تاريخ الإصدار.

وهو كلياً من الممارسات الشائعة لتضمين الخيارات في المنتجات المضمون برأس المال.

- **سلسلة متتالية من خيارات البيع وخيارات الشراء (Series of Cliquet / Ratchet Options)**

**(consecutive calls / puts):** في حالات كثيرة، فإن مبلغ التعويض المدفوع على المنتجات الضامنة للأصل لا يعتمد فقط على أداء الأصل المعني بين تاريخ الإصدار وتاريخ الاستحقاق. عادة يتم إغلاق الأرباح التي تحققت على خيار ما في مواعيد محددة وإعادة سعر التنفيذ إلى مستوى سعر الأصل المعني اعتباراً من تاريخ الإعادة. عند الإصدار فإن مبالغ الإغلاق تضاف إلى مبلغ التعويض المضمون وتدفع للمستثمر.

- **خيارات الحاجز الثنائي - نقداً أو لا شيء - Binary Barrier Options (Cash-or-Nothing):**

عوائد العلاوات للمنتجات الضامنة للأصل مع جزء من خيارات الحاجز الثنائي (نقداً-أو-لا شيء) تحسب على النحو التالي: إذا كان سعر الأصول المعنية أعلى (أدنى) من الحاجز المحدد في أي وقت خلال مدة المنتج، النسبة المئوية للقيمة الاسمية تنسب للمستثمر.

أداء الأصل المعني ينعكس في السند، وهو ليس بمنحنى مستمر ولكن بقفزة مفاجئة في مبلغ التعويض .

عوائد العلاوات في هذه المنتجات عادة تدفع أيضا عند الاستحقاق. هذه المنتجات يمكنها أيضا أن تشمل أسعار تنفيذ محددة مسبقا أو خيارات مستقبلية.

### ثالثا: المنتجات المالية المركبة للعملات الأجنبية

المنتجات المالية المركبة للعملات الأجنبية هي الأخرى كثيرة، منها:

1. **سندات العملات الأجنبية foreign currency bonds**: هي سندات تقليدية بكوبونات صادرة بعملة أخرى غير العملة المحلية، وتُسدّد الكوبونات ومبلغ التعويض بالعملة المصدر بها في تاريخ الاستحقاق، وبالتالي فإنّ الكوبونات وكذا الأصل يخضعون لتقلبات معدلات الصرف، والمستثمر في هذه السندات يتحمل المخاطر الناجمة عن هذه التقلبات<sup>1</sup>.

2. **سندات العملات المزدوجة dual currency bonds**: في حالة سندات العملات المزدوجة، يتم تسديد الكوبونات بعملة الإصدار (العملة المحلية) بينما يتم تسديد المبلغ الأصلي بالعملة الأجنبية، ولهذا يتم تحويل القيمة الاسمية للسند إلى العملة الأجنبية وقت الإصدار (عادة بسعر الصرف في تاريخ الإصدار)، والمخاطر المرتبطة بهذه السندات تكمن في تقلبات العملة الأساسية جنبا إلى جنب مع أسعار الصرف.

أما فيما يخص مبالغ الكوبونات فحامل هذا السند لا يتحمل أية مخاطر متعلقة بسعر الصرف.

3. **سندات العملات المزدوجة المعكوسة reverse dual currency bonds**: على عكس السندات السابقة، فإنّ هذه المنتجات هي سندات يتم فيها تسديد الكوبونات بعملة أجنبية، حيث تتوقف المبالغ المسددة على تطور تلك العملة، بينما يسدّد المبلغ الأصلي بالعملة الوطنية. لذلك ومن أجل تسديد الكوبونات يتم تحويل قيمتها إلى تلك العملة الأجنبية بأسعار الصرف السائدة وقت التسديد، أي تتغير المبالغ المسددة، وبالتالي المخاطر حسب أسعار الفائدة السائدة<sup>2</sup>.

**ليورو**: بالإضافة إلى كونه عملة، فهو في الوقت نفسه أداة مالية مستحدثة ساعدت على تقديم حلول لكثير من المشكلات المالية والاقتصادية.

<sup>1</sup> - Josef Christl, op.cit, p 110

<sup>2</sup> - جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال، مرجع سبق ذكره، ص 804.

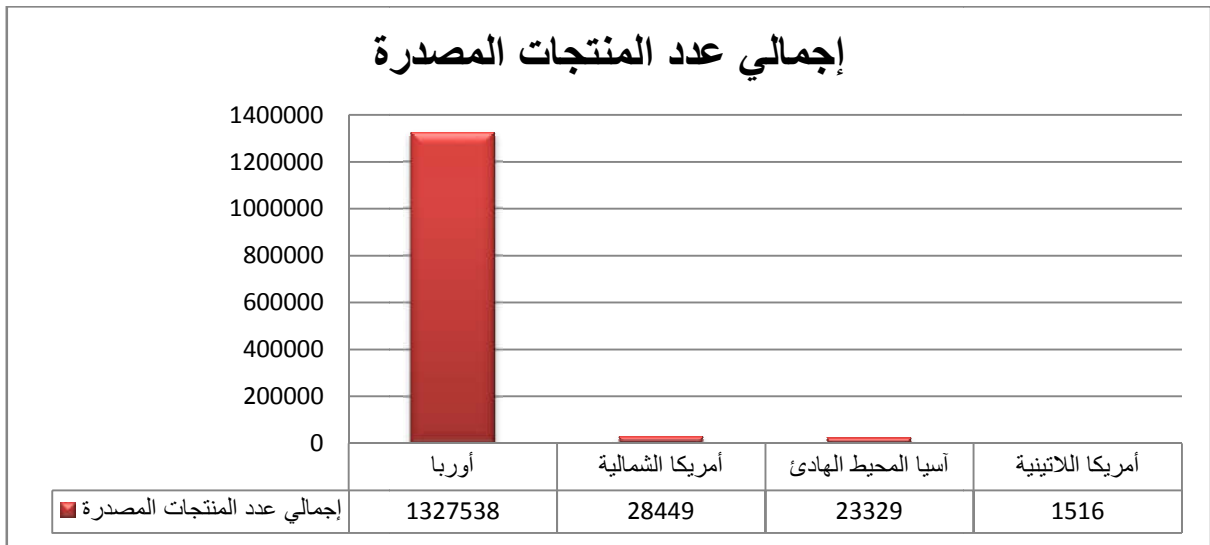
### المطلب الثالث: نظرة عامة على سوق المنتجات المالية المركبة

إنّ المنتجات المالية المركبة حديثة نسبياً مقارنة بباقي المنتجات المالية، إلاّ أنّها جذبت انتباه العديد من المتعاملين في الأسواق المالية لما لها من ميزات تفضلها عن باقي المنتجات المالية، وكما ذكر سابقاً في المفهوم فإنّ أهم ميزة هي أنّ المنتج المالي المركب يحافظ على رأس المال من جهة، ويعمل على تنمية رأس المال من جهة أخرى.

أولاً: المنتجات المالية المركبة المصدرة والمباعة عالمياً

يوضح الشكل الموالي عدد المنتجات المالية المركبة المصدرة عالمياً من 1995 إلى 2010:

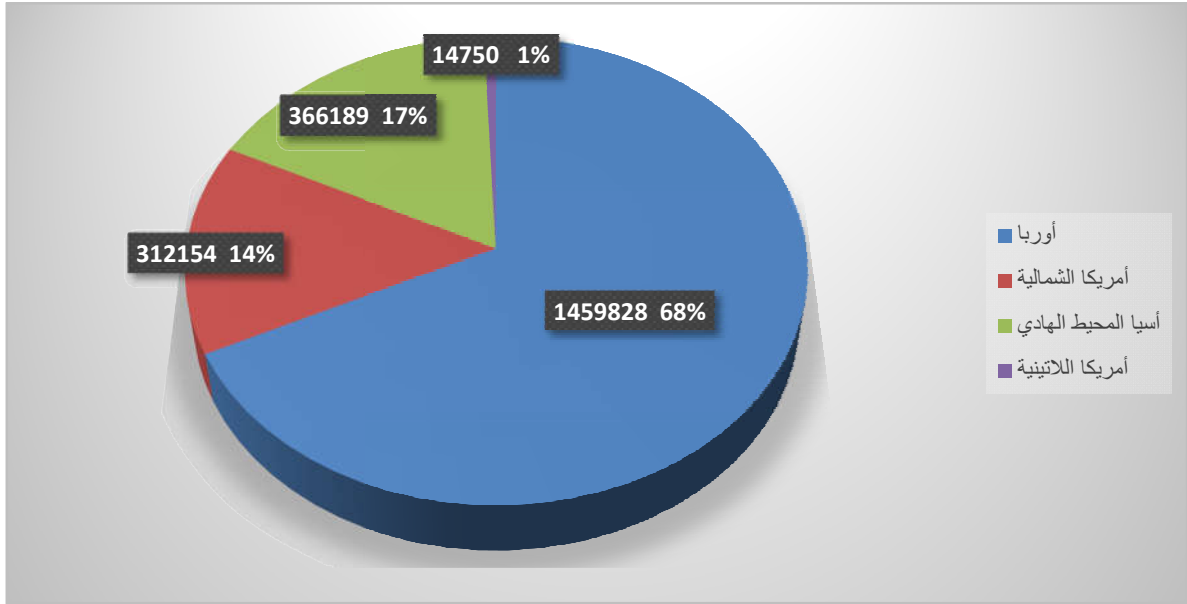
شكل رقم (2-8): عدد المنتجات المالية المركبة المصدرة من 1995 حتى 2010



Source : Z.EREN KOÇYİĞİT, the use of retail structured products and their application in turkey, İSTANBUL universiti , 2010, p 75.

أما الشكل الموالي فيوضح إجمالي المنتجات المالية المركبة المبيعة حول العالم من 1995 إلى 2010:

شكل رقم (2-9): إجمالي المنتجات المالية المركبة المباعة حول العالم من 1995 حتى 2010



Source : Z.EREN KOÇYİĞİT, op.cit, p 76.

من الشكلين السابقين يتضح أنّ السوق الأوروبية تغطي الجزء الأكبر من حيث عدد المنتجات المالية المركبة المصدرّة ومن حيث حجم المنتجات المالية المركبة المباعة في الفترة الممتدة من 1995 إلى 2010، حيث أنّها أصدرت 1327538 منتج مركب من مجموع 1380832 (المنتجات المصدرّة عبر العالم)، وهذا يعني أنّ حصتها في السوق هي 96%، أيضا في حجم المنتجات المباعة فإنّ 68% من المنتجات المالية المركبة بيعت في السوق الأوروبية (1459828 مليون أورو). أما بالنسبة لباقي الأسواق وبالنظر إلى المنتجات المصدرّة يتبين أنّ كلا من سوق آسيا المحيط الهادي وسوق أمريكا الشمالية تحصلوا على حصة 2%، وسوق أمريكا اللاتينية تحصلت على أقل من 1%. أما بالنظر إلى حجم المنتجات المباعة فإنّ حصة سوق آسيا المحيط الهادي قدّرت بـ 17%، سوق أمريكا الشمالية تحصلت على 14%، وسوق أمريكا اللاتينية تحصلت على 1%. وفي الأخير يمكن القول أنّ السوق الأوروبية هي السوق الأكثر نشاطا في المنتجات المالية المركبة المصدرّة والمباعة.

ثانيا: المنتجات المالية المركبة في أوروبا

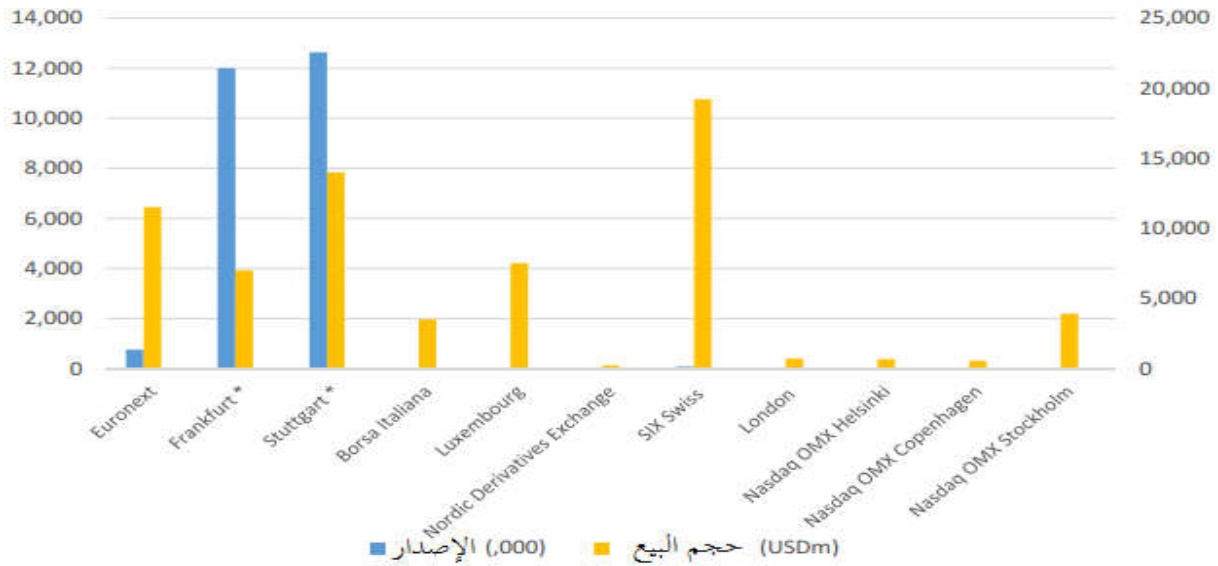
لا زالت السوق الأوروبية نشطة في مجال إصدار وبيع المنتجات المالية المركبة، والجدول والشكل المواليان يوضحان لنا نشاط كبرى البورصات الأوروبية في المنتجات المالية المركبة لسنة 2015.

جدول رقم (2-6): المنتجات المالية المركبة في كبريات البورصات الأوروبية لسنة 2015

البورصة	عدد المنتجات المسجلة	حجم المنتجات الفباعة (مليون دولار)
SIX Swiss	8096	19212
Stuttgart	1263421	13999
Euronext	76115	11516
Luxembourg	490	7526
Frankfurt	1200249	7000
Nasdaq OMX Stockholm	1361	3925
Borsaitaliana	122	3502
London	83	713
Nasdaq OMX Helsinki	152	671
Nasdaq OMX Copenhagen	31	559
NordicDerivatives Exchange	200	218

Source : Research Report For options industry council, **Analysis on Structured Products and Listed Equity Option in Europe** : An Industry Overview and Future Prospects, part 2, European Structured Product Market Overview, 2015, P 09.

شكل رقم (2-10): إصدار وبيع المنتجات المالية المركبة المسجلة في كبريات البورصات الأوروبية لسنة 2015



Source : Research Report For OIC, op.cit, p 09.

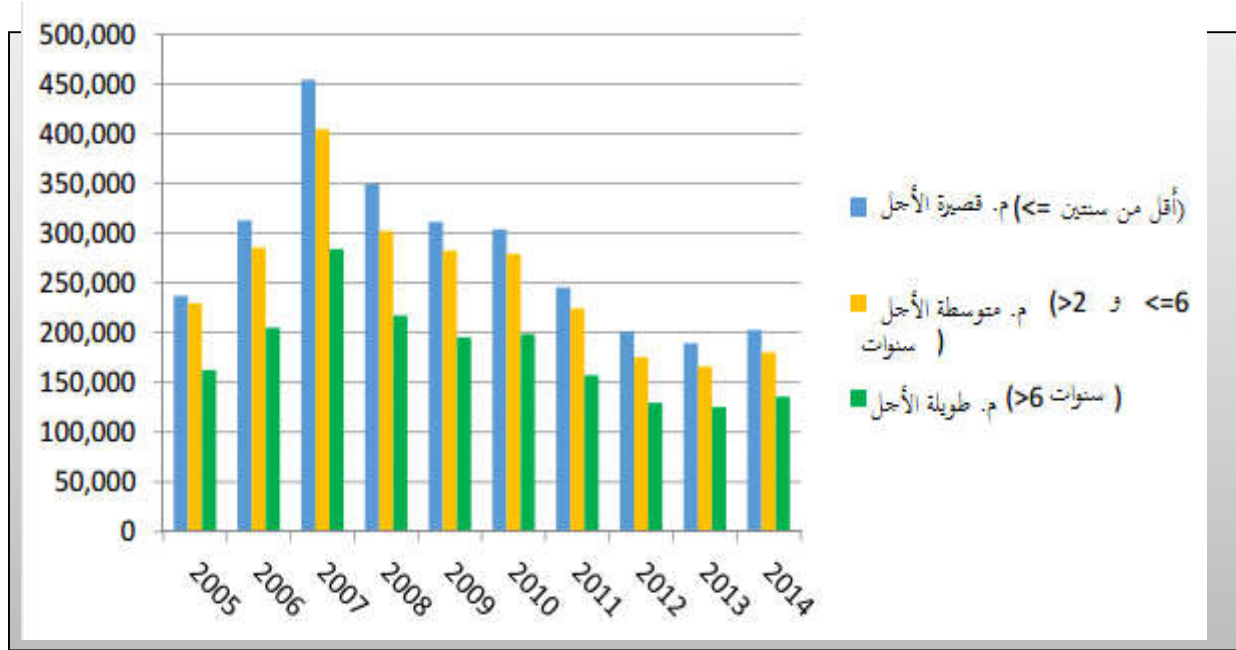


## الفصل الثاني: المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية

يتضح من الجدول والشكل السابقين أنّ من جهة إصدار المنتجات المالية المركبة فإنّ بورصة stuttgart تحتل المرتبة الأولى بـ 1263421 منتج مالي مركب مسجل بالبورصة، تليها بورصة Frankfurt بـ 1200249 منتج مالي مركب، تليها بورصة Euronext بـ 76115 منتج مالي مركب. أما من جهة المنتجات المالية المركبة المباعة فإنّ بورصة Six swiss تحتل المرتبة الأولى بمبلغ 19212 مليون دولار، تليها بورصة Stuttgart بمبلغ 13999 مليون دولار، ثمّ بورصة Euronext بمبلغ 11516 مليون دولار. ويلاحظ أنّ بورصة Euronext تحتل المراتب الأولى سواء من جهة إصدار المنتجات المالية المركبة أو من جهة بيعها فهي أحد أكبر وأكفأ البورصات العالمية ولها حصة كبيرة في السوق الأوروبية، فهي تقوم بتنفيذ المعاملات الخاصة بالمنتجات المالية في كل من بلجيكا وفرنسا والمملكة المتحدة وهولندا والبرتغال.

أما إذا تمّ التساؤل عن أكثر المنتجات المالية المركبة جذبا للمتعاملين في السوق الأوروبية فالشكل الموالي يجيب عن هذا التساؤل.

شكل رقم (2-11): إجمالي حجم المنتجات المالية المركبة المباعة في السوق الأوروبية في الفترة 2005-2014



Source : :Research Report For OIC, op.cit, p 16

من الشكل السابق يتضح أنّ المنتجات المالية المركبة قصيرة الأجل (مدة استحقاقها أقل أو تساوي سنتين) هي الأكثر مبيعا في السوق الأوروبية في الفترة الممتدة من 2005 إلى 2014، تليها المنتجات المالية المركبة متوسطة الأجل (مدة استحقاقها أكبر من سنتين وأقل أو تساوي 6 سنوات)، تليها المنتجات المالية المركبة طويلة الأجل (مدة استحقاقها أكبر من 6 سنوات). وبالتالي فإنّ المنتجات المالية المركبة قصيرة الأجل هي الأكثر جاذبية للمتعاملين في السوق الأوروبية.

### خلاصة الفصل:

تم في هذا الفصل استعراض أنواع المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية، وتوصلنا إلى أنّ التغير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية والاستثمارية أدى إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة أقل تكلفة وأدنى مخاطر وأعلى عائد، وقد تحقق ذلك من خلال الهندسة المالية التي مكنت من ابتكار وتطوير مجموعة من المنتجات المالية إضافة إلى المنتجات التقليدية، وتمّ تقسيم المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية إلى أربع وهي: منتجات مالية تقليدية، مشتقات مالية، صكوك إسلامية ومنتجات مالية مركبة. وتمّ التوصل إلى:

- المنتجات المالية التقليدية هي أكثر المنتجات المالية تداولاً وأكثرها انتشاراً وشيوعاً بين المتعاملين في الأسواق المالية، وتمّ تقسيمها إلى: منتجات ملكية (وهي الأدوات التي تُمثل مساهمة في رأس مال الشركات المصدرة لها مُثلة بالأسهم)، منتجات دين (وهي الأدوات التي تُمثل ديناً على الحكومة أو الشركات المصدرة لها مُثلة بالسندات بمختلف أنواعها)، ومنتجات هجينة (وهي أدوات تجمع بين خصائص الأسهم وخصائص السندات)؛

- المشتقات المالية هي أدوات مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحاضرة للأصول المالية أو العينية محل التعاقد، وهدفها الأساسي التحوط من مخاطر التقلبات في تلك الأسعار. وتضم المشتقات المالية مجموعة واسعة من العقود المالية التي تتنوع وفق طبيعتها ومخاطرها وآجالها. وتمّ تقسيمها إلى: عقود آجلة، عقود مستقبلية، عقود المبادلات، وعقود الخيارات؛

- الصكوك الإسلامية هي وثائق متساوية القيمة، وتختلف طبيعتها باختلاف طبيعة العقد الشرعي الذي تُصدر الصكوك على أساسه، وتتميز بخصائص أهمها أنّها تُصدر وتُداول وفق ضوابط شرعية. وتمّ تقسيمها إلى صكوك قابلة للتداول وأخرى غير قابلة للتداول، وأنّ الصيغة المفضلة للجهات المصدرة هي صيغة المراجعة؛

- المنتجات المالية المركبة تُعتبر أحدث المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية. وهي عبارة عن استثمار يجمع عنصرين، ورقة مالية ذات دخل ثابت تضمن كامل أو جزء من رأس المال ومنتج من المشتقات المالية يوفر إمكانية الحصول على عائد. وتمّ تقسيمها إلى: منتجات مالية مركبة لأسعار الفائدة، منتجات مالية مركبة لمشتقات الملكية، ومنتجات مالية مركبة للعملاء الأجنبية.

وبعد التعرف على الأسواق المالية، وعلى أهم المنتجات المتداولة فيها، سيتم في الفصل الموالي التعرف على كيفية إدارة وتطوير هاته المنتجات.

# الفصل الثالث:

إدارة وتطوير المنتجات المالية

## الفصل الثالث: إدارة وتطوير المنتجات المالية

ازداد الاستثمار في المنتجات المالية في السنوات الأخيرة من القرن العشرين كنتيجة لنمو الأسواق المالية وتطور المؤسسات المالية، وكذا للمرونة التي تتمتع بها والمزايا التي تحملها، لكن رغم مزاياها فهي تترافق أيضا مع مخاطر، وعلى المتعامل بالمنتجات المالية معرفة كيفية إدارة هذه المخاطر لتحقيق أكبر عائد مع أقل مخاطرة.

ولهذا تم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاث مباحث كما يلي:

المبحث الأول: تحليل المنتجات المالية؛

المبحث الثاني: إدارة مخاطر المنتجات المالية؛

المبحث الثالث: دور الهندسة المالية في تطوير المنتجات المالية.

## المبحث الأول: تحليل المنتجات المالية

يُعتبر تحليل المنتجات المالية أهم خطوة في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية، حيث يحتاج المتعاملون في الأسواق المالية إلى استخدام بعض أدوات التحليل التي تساعدهم في اتخاذ قرارات شراء وبيع وعدم تداول المنتجات المالية، وكذا تحديد توقيت الدخول والخروج المناسب. أما أشهرها وأكثرها انتشاراً فهي التحليل الفني والتحليل الأساسي، وسيتم عرضهما في هذا المبحث.

### المطلب الأول: أنواع القرارات الخاصة بالمنتجات المالية

يُعد القرار الاستثماري من أهم مراحل عملية الاستثمار لارتباطه بمستقبل المستثمر المالي، وتكمن مخاطره في عدم إمكانية الرجوع فيه. والقرار الاستثماري الرشيد هو ذلك القرار الذي يقوم على اختيار البديل الاستثماري الذي يُعطي أكبر عائد استثماري وأقل مخاطرة من بين بديلين أو أكثر. ويُمكن تمييز ثلاث أنواع من القرارات الاستثمارية، حيث تتوقف طبيعة القرار الذي يُتخذ في هذه الأنواع على طبيعة العلاقة بين سعر الأداة الاستثمارية وقيمتها من وجهة نظر المستثمر. وتتمثل هذه القرارات في<sup>1</sup>:

#### أولاً: قرار الشراء

يتخذ المستثمر قرار الشراء عند شعوره بأنّ قيمة الأداة الاستثمارية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها محسوبة بإطار العائد والمخاطر تزيد عن السعر السوقي للمنتج المالي، وبعبارة أخرى عندما يكون السعر السوقي أقل من قيمة المنتج الاستثماري، مما يشجع المستثمر على شراء ذلك المنتج بهدف تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع يتوقعه بسعره السوقي مستقبلاً، مما ينتج عن ذلك تولد ضغوط شرائية في السوق على ذلك المنتج مؤدياً لرفع سعره السوقي في الاتجاه الذي يخفض الفارق بين السعر والقيمة.

#### ثانياً: قرار عدم التداول

يترتب على الحالة السابقة، أن يواصل السعر بالارتفاع إلى نقطة يتساوى فيها السعر السوقي مع القيمة، ومن هنا يصبح السوق في حالة توازن تفرض على من كان لديه حافز للبيع أو الشراء التوقف عن ذلك، فيكون القرار الاستثماري في هذه اللحظة هو عدم التداول، لأنّ المستثمر في هذه النقطة يكون في وضع تنتفي لديه الآمال لتحقيق مكاسب رأسمالية مستقبلية، كما تنتفي لديه كذلك ولو مؤقتاً مخاطر من انخفاض في السعر بالمستقبل القريب إلا إذا تغيرت الظروف السائدة.

<sup>1</sup> - سمير عبد الدائم حسن العويسي، تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية، دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد ف قطاع غزة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، تخصص محاسبة وتمويل، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، 2010، ص 58.

### ثالثا: قرار البيع

بعد مرور السوق بحالة التوازن، حيث يتساوى السعر مع القيمة، تعمل ديناميكية السوق فتخلق رغبات إضافية فيه لشراء ذلك المنتج من مُستثمر جديد وفي نطاق نموذجه الخاص بالقرار، حيث يرى السعر السوقي بتلك اللحظة ما يزال أقل من قيمة المنتج الاستثماري، مما يتطلب منه أن يعرض سعرا جديدا لذلك المنتج يزيد عن القيمة وبذلك يرتفع السعر عن القيمة مُعطيا لغيره حافزا للبيع، فيصبح عندئذ قرار المستثمر هو قرار البيع، وذلك يخلق ظرفا جديدا ينعكس على آلية السوق يصل إلى نقطة كون فيه العروض من المنتج أكثر من المطلوب، فيتجه سعر الأداة السوقي للهبوط مرة أخرى وهكذا تدور الدورة.

### المطلب الثاني: التحليل الفني

يعتبر التحليل الفني أقدم وأشهر التحاليل التي تستخدم لتحليل الأسهم، حيث يساعد المحلل على توقع الاتجاه المستقبلي الذي ستسلكه أسعار الأسهم، وبالتالي مساعدته على اتخاذ قرارات الشراء أو البيع أو عدم التداول، وسيتم في هذا المطلب التعرف على مفهوم التحليل الفني وأساسياته.

#### أولاً: مفهوم التحليل الفني

يُسمى التحليل الفني أحيانا بتحليل سوق الأوراق المالية أو التحليل الداخلي، لأنه يعتمد على بيانات وسجلات السوق للكشف عن الطلب والعرض على الأسهم أو سهم معين أو السوق ككل، لذا فإنه يعتمد على أنّ السوق ذاته مصدر جيد للمعلومات أي أنّ السوق يحكي ما يدور فيه أو يكشف عن نفسه<sup>1</sup>. وهو دراسة حركة السوق من خلال الرسوم البيانية لغرض التنبؤ باتجاهات الأسعار مستقبلا<sup>2</sup>. فالتحليل الفني هو عملية رصد معطيات الماضي للسوق (الأسعار التاريخية، حجم التداول، اتجاه مؤشرات السوق...) وصب تلك المعلومات عادة في أشكال بيانية بهدف رصد نمط لتلك الحركة يمكن من خلالها التنبؤ بحركة الأسعار مستقبلا وبالتالي تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ أحد القرارات الاستثمارية المذكورة سابقا.

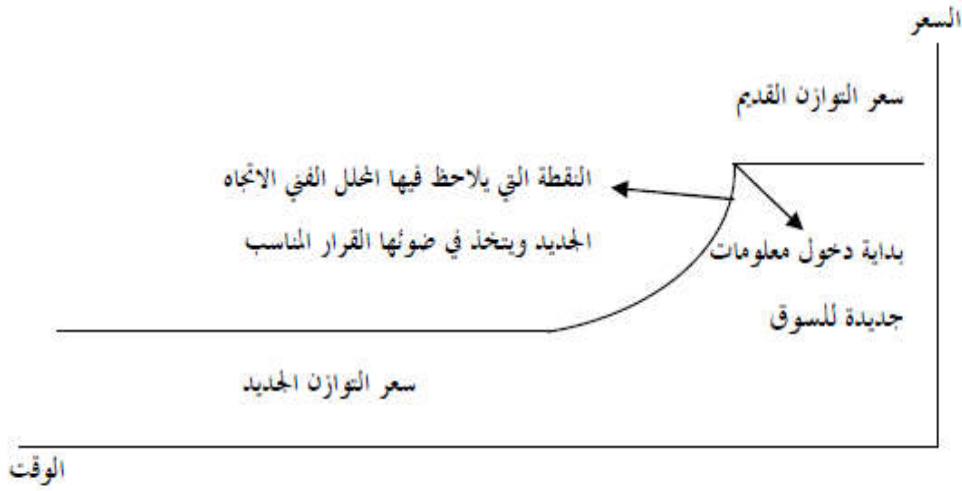
ويعتمد التحليل الفني على فكرة أساسية هي أنّ التاريخ يعيد نفسه في سوق الأوراق المالية، فإذا نتج عن الأحداث أو المعلومات المنشورة في فترة ما نمطا معيناً من التغير في الأسعار لعدة مرات، فإنه يمكن افتراض حدوث نفس النتائج في حالة ظهور هذا النمط والأحداث المقتزنة به في المستقبل<sup>3</sup>.

فالمحلل الفني ليس في حاجة سوى لمعلومات عن أسعار وحجم الصفقات في الماضي، إضافة إلى أداة يمكن من خلالها اكتشاف بداية التحول من سعر التوازن الحالي إلى سعر التوازن الجديد، دون أن يشغل نفسه بمعرفة أسباب هذا التحول<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 281.

<sup>2</sup> - John J. Murphy, Technical Analysis of The Financial Markets, institute of finance, london, 1999, p : 01

شكل رقم (3-1): النقطة التي يلاحظ فيها المحلل الفني الاتجاه الجديد



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

يتضح من الشكل السابق أنّ بمجرد دخول معلومات جديدة للسوق ينخفض سعر توازن المنتج المالي، لكن عملية الانتقال إلى سعر التوازن الجديد ليست مباشرة، ولهذا يبحث المحلل الفني عن بداية التحرك من سعر التوازن القديم إلى سعر التوازن الجديد، وذلك حتى يستطيع التحرك مبكراً والاستفادة من التغيير عن طريق الشراء إذا كان الاتجاه صعودياً، والبيع إذا كان الاتجاه هبوطياً، وبالتالي تقتصر مهمة المحلل الفني على المساهمة في توقيت اتخاذ القرار الاستثماري الملائم ( شراء، بيع، أو عدم تداول).

### ثانياً: أساسيات التحليل الفني

يعتمد المحلل الفني على مجموعة من المؤشرات والأدوات التي تُستخدم للتنبؤ بأسعار الأسهم. وهي تهدف إلى تحديد اتجاه الأسعار فيه، أي إذا كانت تتجه نحو الصعود أم تتجه نحو الهبوط، منها: المؤشرات الفنية، الخرائط، حجم التداول، اتجاهات الأسعار، ومستويات الدعم والمقاومة.

#### 1- المؤشرات الفنية: يعرف المؤشر الفني بأنه سلسلة من النقاط البيانية يتم اشتقاقها من خلال معادلات

رياضية معينة على البيانات السعرية المتعلقة بالسهم أو المنتج المالي، حيث تتضمن بيانات سعر المنتج المالي مزيج من سعر الافتتاح وسعر الإغلاق خلال فترة زمنية معينة. ويتم اللجوء إلى التحليل بواسطة المؤشرات الفنية لتحقيق أحد الأهداف الآتية: التنبؤ، التأكيد، التنبؤ<sup>2</sup>.

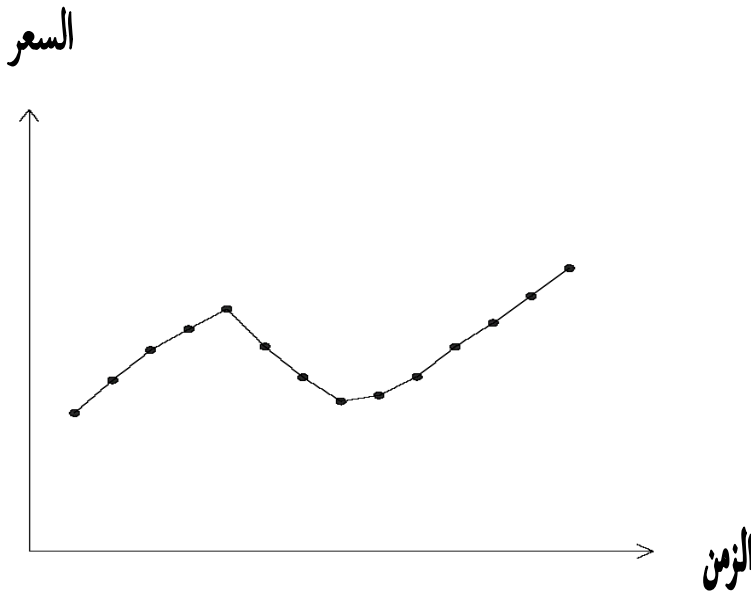
<sup>1</sup> - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية ( الأسهم والسندات )، منشأة المعارف، مصر، 2008، ص 190-191.

<sup>2</sup> - بشار ذنون الشكرجي وآخرون، التحليل الفني ودوره في اتخاذ قرار الاستثمار بالأوراق المالية - دراسة تحليلية في عينة من أسواق المال في الخليج، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة تكريت، العدد 17، 2010، ص 42.

2- **الخرائط:** يعتمد الفنيين على أنّ حركة التغير في سعر المنتج المالي عادة ما تأخذ نمطا مميزا يمكن تحديده بوضع خرائط لذلك وتتبع الأسعار من خلالها. وتتمثل الخرائط المتبعة في تسجيل البيانات في:

أ- **الخط البياني:** الخط البياني أسهل وأبسط الطرق المستخدمة لعرض وتسجيل الأسعار على الإطلاق. ويتم رسم الخط البياني من خلال تسجيل أسعار الإقفال اليومية بوضع نقطة في المكان المحدد للسعر على خريطة الأسعار، ثم يتم توصيل النقاط المتتالية بعضها ببعض بخط ممهد، فينشأ الخط الذي يعبر عن حركة واتجاه الأسعار<sup>1</sup>.

شكل رقم (3-2): الخط البياني



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على ما سبق.

ب- **خرائط الشموع اليابانية:** يعتبر هذا النوع من الخرائط من أقدم الأدوات لتحديد أسعار الأسهم، حيث يستخدم هذا النوع في اليابان منذ سنة 1700 كأسلوب للتنبؤ بأسعار الأرز<sup>2</sup>. وتكون الشمعة على شكل مستطيل له فتيلان واحد علوي والآخر سفلي، قمة الفتيل العلوي هي أعلى سعر في الفترة الزمنية المرصودة، وأدنى نقطة في الفتيل السفلي تمثل أدنى سعر بها. وتُمثل فترة ارتفاع الأسعار بشمعة بيضاء أو خضراء أو زرقاء (سعر الإقفال أعلى من سعر الافتتاح)، أما فترة انخفاض الأسعار بشمعة سوداء أو حمراء (سعر الإقفال أدنى من سعر

<sup>1</sup> عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، شركة البلاغ للطباعة، مصر، الطبعة 6، 2004، ص 63.

<sup>2</sup> بشار ذنون الشكرجي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص 41.



الافتتاح). والشمعة يمكن أن تمثل حركة التداول خلال أي فترة زمنية يراد تسجيل أسعارها سواء كانت ساعة أو يوما أو أسبوعا أو شهرا<sup>1</sup>.

شكل رقم (3-3): رسم بياني ذو شموع يابانية



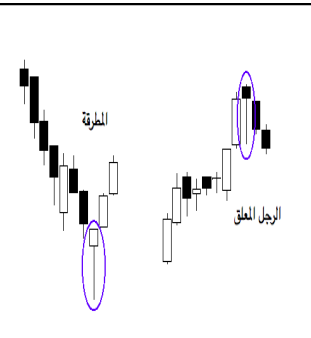




المصدر: [www.almarsal.com/post/396620](http://www.almarsal.com/post/396620)

والجدول الموالي يوضح بعض أمثلة الشموع اليابانية وكيف تساعد على التوقع بحركة أسعار الأسهم.

<sup>1</sup> - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سبق ذكره، ص 65.

جدول رقم (3-1): أمثلة للشموع اليابانية

دلالتها	الشمعة
<p>سعر الافتتاح أقل من الإغلاق يعني السعر بدأ بسعر ثم ازداد حتى أُغلق على ارتفاع ، وتدل على حجم تداول كبير للسهم خلال الفترة المرصودة، وبالتالي تدل على وجود السوق في حالة صعود.</p>	<p>الشمعة الطويلة البيضاء</p> 
<p>وهي عكس الشمعة السابقة في كل شيء، سعر الافتتاح أعلى من سعر الإغلاق يعني انهيار السهم وهبوطه بشدة وإغلاقه على انخفاض، البائعون للسهم مسيطرون على التداول، وأدى كثرة البيع إلى انخفاض السعر، وهناك إصرار من البائعين على تخفيض السعر حتى نهاية التداول لهذه الشمعة.</p>	<p>الشمعة الطويلة السوداء</p> 
<p>شمعة المطرقة وشمعة الرجل المعلق يشبهان بعضهما كثيرا، حيث كلاهما يتميز بجسم صغير وظل سفلي طويل وظل علوي قصير. في حالة شمعة المطرقة نتوقع أن يتم عكس الاتجاه إلى الصاعد، أي إلى ارتفاع الأسعار بعد تراجعها، الظل السفلي الطويل يعني أنّ الباعة قد قاموا بخفض الأسعار خلال جلسة التداول، إلا أنّ المشترين استعادوا الهيمنة وقادوا الأسعار إلى الأعلى مع نهاية الجلسة. أما شمعة الرجل المعلق فهي تشكل احتمالية انعكاس الاتجاه الصاعد إلى الأسفل، فهي إشارة على هبوط الأسعار عند ظهورها، الظل السفلي الطويل يؤكد أنّ البائعين استطاعوا دفع الأسعار إلى الأسفل، على الرغم من أنّ المشترين استعادوا قوتهم مع نهاية الجلسة دون الوصول إلى سعر الافتتاح.</p>	<p>المطرقة والرجل المعلق</p> 
<p>تتشكل شمعة المطرقة المقلوبة في نهاية مسار هابط، لها ذيل علوي طويل وجسم قصير، يتوقع أن تتخلى الأسعار عن مسارها الهبوطي وعودة ارتفاعها بمجرد ظهور هذه الشمعة.</p>	<p>المطرقة المقلوبة</p> 

<p>تتشكل شمعة النجم الصاعد في نهاية مسار صاعد، وتعني أنّ الأسعار اصطدمت بمستوى مقاومة رفض أن يكمل السوق في اتجاهه الصاعد، مما أدى إلى هبوط الأسعار. وشمعة النجم الساقط ظهورها احتمال على انخفاض الاسعار،</p>	<p>النجم الساقط أو الشهاب</p> 
--	---

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الموقع: [www.almsal.com](http://www.almsal.com) و [www.avatrade.sa.com](http://www.avatrade.sa.com)

**ج- خرائط الأعمدة:** يظهر هذا النوع من الخرائط أسعار الافتتاح والإغلاق والحد الأعلى والأدنى للسعر، ويحدد سعر الافتتاح بخط أفقي صغير على يسار العمود، كما يتحدد سعر الإغلاق بخط أفقي صغير على يمين العمود والجزء العلوي من العمود يمثل الحد الأعلى للسعر ويمثل الجزء السفلي الحد الأدنى. وخرائط الأعمدة تتكون من أعمدة منفصلة، بحيث يمثل كل عمود حركة تداول السعر خلال فترة زمنية محددة، قد تكون بالدقائق أو الساعات أو الأيام أو الأشهر أو السنوات. والشكل الموالي يوضح نموذج لخرائط الأعمدة:

شكل رقم (3-4): نموذج خرائط الأعمدة

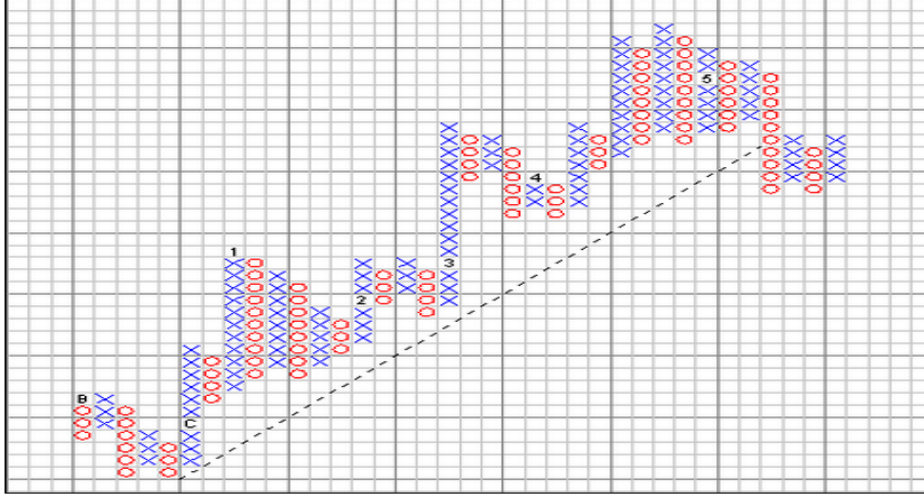


المصدر: [www.swissfs.sa.com/ar/charts](http://www.swissfs.sa.com/ar/charts)

**د- خرائط النقط والأشكال:** هذه الخرائط تختلف عن سابقتها، حيث أنّها تغفل تماما عامل الوقت، فالزمن ليس له وجود على خريطة الأسعار، فكل ما يهم هنا هو التغيرات السعرية التي تفوق حدا معيناً، حيث يتم التسجيل في الخريطة باستخدام علامة (X) للدلالة على ارتفاع السعر، وعلامة (O) للدلالة على انخفاض السعر. أي أنّ تسجيل حركة الأسعار لا يتم كل فترة زمنية معينة كما

هو متبع في باقي الطرق البيانية الأخرى، فإذا ظل السعر بلا تغيير يذكر يوماً أو أسبوعاً أو أكثر، فإن ذلك يعني عدم تسجيل أي شيء في الخريطة<sup>1</sup>. والشكل الموالي يوضح ذلك:

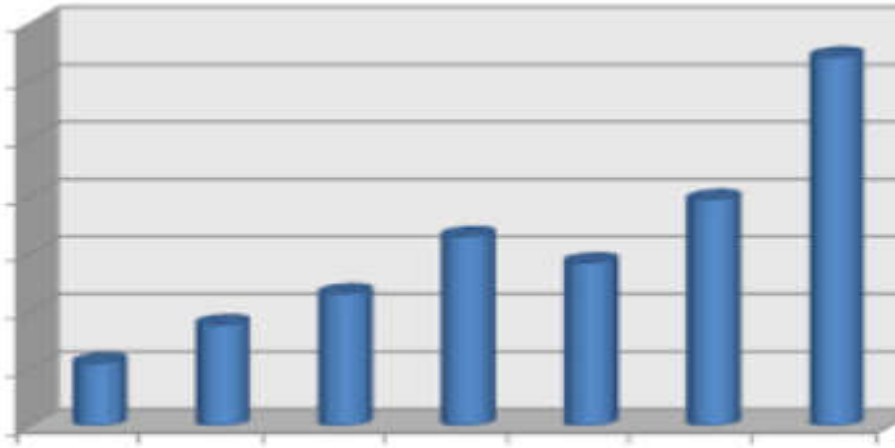
شكل رقم (3-5): نموذج خرائط النقط والأشكال



المصدر: [www.swissfs.sa.com/ar/charts](http://www.swissfs.sa.com/ar/charts)

**3- حجم التداول:** هو عدد الوحدات التي تم عقد الصفقات عليها أثناء مدة زمنية محددة، والتي غالباً ما تكون يوماً واحداً، وهو عدد الأسهم العادية التي يعقد عليها صفقات يومية في سوق الأسهم، ويمكن مراقبة التداول على أساس أسبوعي للحصول على تحليل لمدى زمني أكبر<sup>2</sup>.

شكل رقم (3-6): رسم لحجم التداول



المصدر: من إعداد الباحثة.

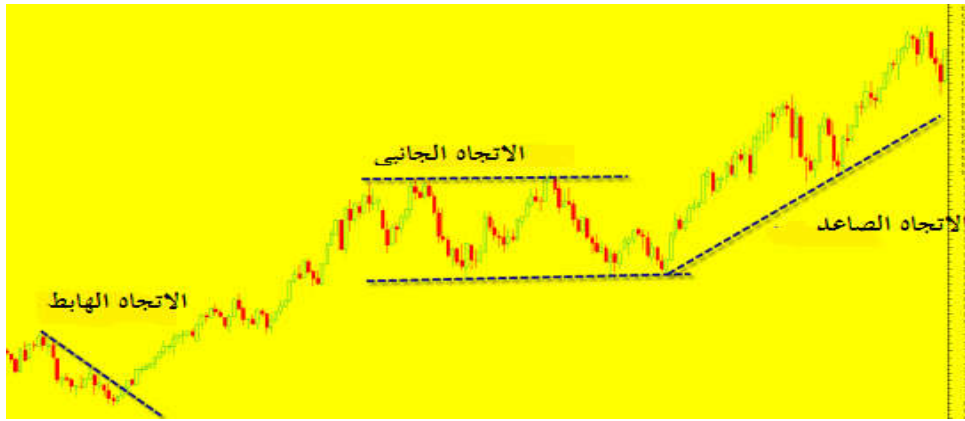
<sup>1</sup> - عبد المجيد المهيلمي، مرجع سابق، ص 66.

<sup>2</sup> - أحمد صلاح عبد العزيز، التحليل الفني ميسراً، ترجمة كتاب جون مرفي، على الموقع الإلكتروني: [www.alamelmal.com/vb/.../116\\_1266555426.pdf](http://www.alamelmal.com/vb/.../116_1266555426.pdf)، ص 36.

4- اتجاهات الأسعار: يصف الفنيون الحركة العامة للأسعار بالاتجاه، وهو ببساطة اتجاه السوق، وتتحرك الأسعار في أحد ثلاث اتجاهات: صعود، هبوط، جانبي.

ويتم التعرف على الاتجاه بالنظر إلى أعلى وأدنى النقاط في حركة الأسعار، فالاتجاه الصاعد يتشكل من سلسلة من القمم المتتالية، كل قمة تعلو عن القمة السابقة لها، بينما الاتجاه الهابط هو على العكس عبارة عن سلسلة من الانخفاضات السعرية (قيعان)، كل انخفاض سعري مستواه أدنى من مستوى الانخفاض السابق له، أما الاتجاه الجانبي فإننا نجد أن قمم الأسعار تكون أفقية في مستوى واحد تقريباً<sup>1</sup>.

شكل رقم (3-7): اتجاهات الأسعار



المصدر: <https://fr.scribd.com/.../المحاضرة-الثانية-اتجاهات-الاسعار-خط-الاتجاه>

ويمكن تحديد اتجاهات السوق برسم خطوط تسمى خطوط الاتجاه. ويلزم لرسم خط الاتجاه نقطتان على الأقل ونقطة ثالثة لتأكيد، وكلما زادت النقاط التي يربطها الخط اكتسب هذا الخط أهمية أكبر، فالخط الذي يلامس ثلاث نقاط فقط يكون ذا أهمية أقل من خط يلامس عشر نقاط. ونجد خط الاتجاه الصاعد وخط الاتجاه الهابط. ويكتسب خط الاتجاه أهميته من النقاط التالية<sup>2</sup>:

- **عمر الخط:** فخط الاتجاه الذي يستمر لفترة طويلة يكون ذا أهمية أكبر من خط اتجاه انتهى سريعاً، فكسر الأسعار لخط اتجاه موجود منذ فترة زمنية بعيدة له أهمية كبرى في تحليل حركة الأسعار واحتمالات تغييرها لمسيرتها المستقبلية، بعكس الحال عند كسرها لخط اتجاه حديث التكوين؛
- **عدد مرات تلامس السعر:** أي عدد نقاط الأسعار الواقعة بالخط، فكلما كثرت أعداد الأسعار الدنيا التي يربطها الخط في حالة خط الاتجاه الصاعد (أو الأسعار العليا التي يربطها الخط في حالة خط الاتجاه الهابط)

<sup>1</sup> - عبد المجيد المهدي، مرجع سابق، ص 65.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، ص ص 76-77.

زاد الخط قوة ورسوخا، وعليه فإنّ اختراق السعر لخط راسخ شديد القوة يعتبر أهم من اختراقه لخط ضعيف نسبيا؛

- **زاوية الخط أي درجة ميله:** فكلما كانت درجة ميل الخط حادة وعنيفة ارتفعت احتمالات اختراق السعر للخط، والاختراق هنا لا يعني بدء انعكاس الأسعار، فقد يكون بمثابة وقفة مؤقتة لتعزيز الموقف وتكثيف السعر وتثبيتته في منطقة معينة، فإنه من المتوقع بل من الطبيعي ألا تستمر الأسعار في الصعود أو الهبوط بهذه الشدة، فالأسعار قد تستمر في نفس الاتجاه ولكن بمعدل أبطأ من ذي قبل، أما إذا كان الخط ذا درجة ميل عادية غير مبالغ فيها -45 درجة مثلا- فإنّ كسر الخط يشكل خطرا كبيرا على استمرار الأسعار في نفس اتجاهها.

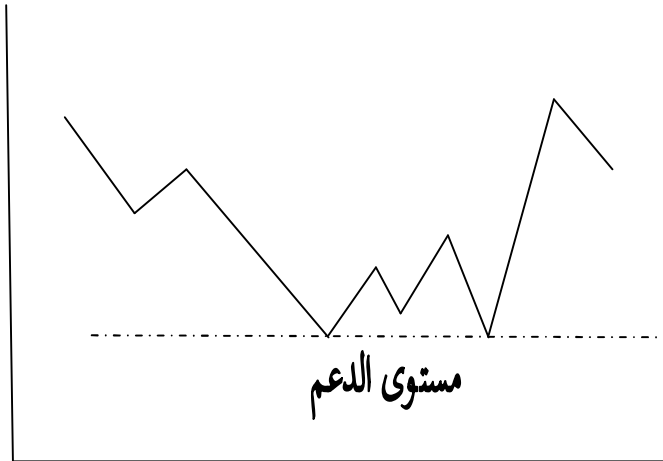
يتطلب الأمر في بعض الأحيان من المحلل الفني إعادة رسم خط الاتجاه. لأنّ اختراق السعر لخط الاتجاه الذي بدأ برسمه أولا ثم معاودته السير في نفس الاتجاه يعتبر اختراقا أو كسرا كاذبا للخط. وعليه فإنّ الوضع الجديد يستلزم الأخذ في الاعتبار عمود السعر الجديد الذي اخترق خط الاتجاه، ففي حالة صعود الأسعار فإنّ الاختراق الكاذب يحدث عندما يكون أدنى سعر بالعمود تحت خط الاتجاه. من هنا يقوم المحلل برسم خط جديد ليلامس أدنى نقطة بعمود السعر.

-5 **مستويات الدعم والمقاومة:** إنّ مستويات الدعم والمقاومة هي أداة أساسية تستخدم من قبل العاملين في التحليل الفني للأسهم للتعرف على مناطق التغيير الأساسي في سعر الأسهم. وهي مستويات الأسعار التي ينبغي فيها أن تتوقف حركة الأسعار وربما تعكس الاتجاه. ويمكن تلخيص مفهوم هذه المستويات فيما يلي:

أ- **مستوى الدعم:** هي النقاط التي يكون فيها الطلب قويا بما يكفي مقارنة بالعرض لمنع الورقة المالية من الانخفاض أكثر<sup>1</sup>. وهو مستوى أسعار الأسهم تحت سعر السوق الحالي الذي تكون فيه قوى الشراء قادرة على التغلب على ضغط قوى البيع، بمعنى آخر الطلب أقوى من العرض، ولهذا يقل الضغط على السعر في هذا المستوى لأنّ المضارب يعتقد أنّه الوقت المناسب للشراء.

<sup>1</sup> - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة، الأردن، 2007، ص 166.

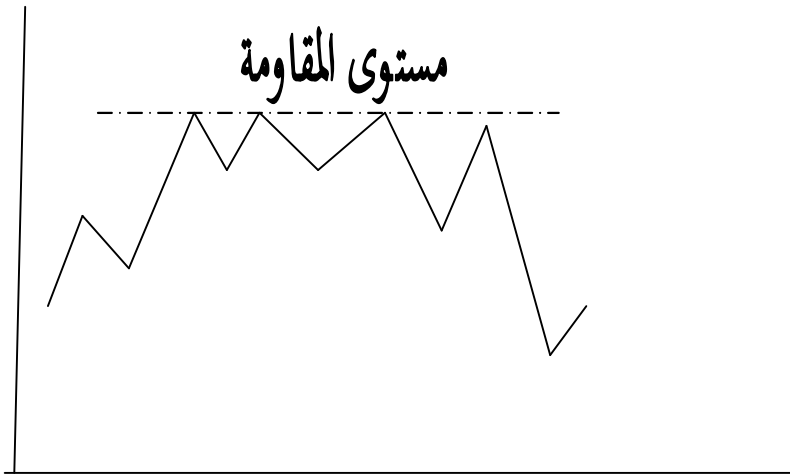
شكل رقم (3-8): مستوى الدعم



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على ماسبق.

**ب- مستوى المقاومة:** هي النقاط التي يكون فيها العرض قويا بما يكفي مقارنة بالطلب لمنع الورقة المالية من الارتفاع أكثر<sup>1</sup>. وهو مستوى أسعار الأسهم فوق سعر السوق الحالي الذي يكون فيه ضغط قوى البيع قوي بالقدر الكافي للتغلب على ضغط قوى الشراء، بمعنى آخر العرض أقوى من الطلب، وهنا يعتقد المضارب بأنه المستوى المناسب للبيع.

شكل رقم (3-9): مستوى المقاومة



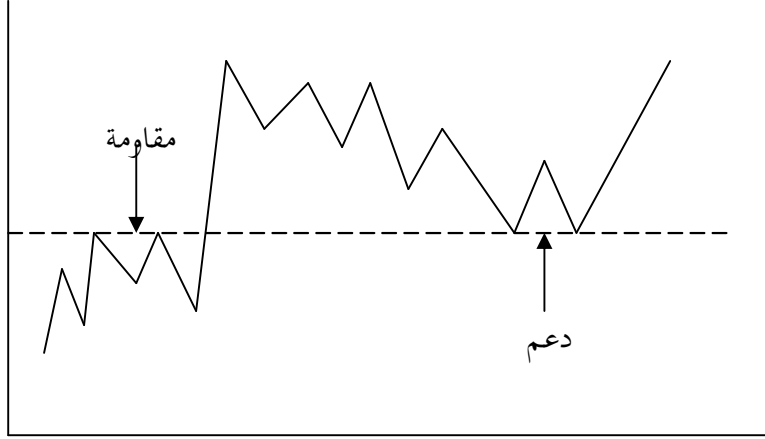
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على ما سبق.

وقد ينعكس دور مستويات الدعم والمقاومة، ففي حالة تمكن سعر الورقة المالية من اختراق أي من مستوى الدعم أو المقاومة، فإنّ الدور الذي يلعبه مستوى الدعم أو المقاومة سوف ينعكس. وعلى سبيل المثال، فإنّ تمكن

<sup>1</sup> - المرجع نفسه، ص 166.

سعر السهم أو الورقة المالية من اختراق مستوى الدعم ينقلب دور مستوى الدعم هذا في أغلب الأحيان إلى حاجز مقاومة، وذلك عند ارتداد سعر الورقة مجددا للأعلى ليواجه هذا الحاجز<sup>1</sup>.

شكل رقم (3-10): تحول مستوى المقاومة إلى مستوى دعم



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على ما سبق.

والتفسير الذي يمكن إعطائه لخط المقاومة، هو أنه في كل مرة يصل سعر السهم إلى ذلك المستوى يصبح عندها عدد البائعين كبيرا (زيادة العرض)، وبالتالي يُمنع السعر من الارتفاع أكثر. لكن عندما يخترق السعر خط المقاومة يعني أنّ الطلب أصبح أقوى من العرض، لذلك تدفع قوى الشراء الجديدة بالأسعار فوق مستوى المقاومة، وعكس ذلك عندما يتم اختراق خط الدعم.

<sup>1</sup> - تكثرشارت، دليل تكثرشارت للتحليل الفني، على الموقع: [www.book.yemenforex.com/tickerchart.pdf](http://www.book.yemenforex.com/tickerchart.pdf)



## المطلب الثالث: التحليل الأساسي

التحليل الأساسي هو الآخر طريقة مشهورة للتنبؤ بتغيرات أسعار الأسهم، وبالتالي المساعدة في اتخاذ القرارات المتعلقة بالشراء أو البيع أو عدم التداول، وسيتم التطرق في هذا المطلب إلى مفهومه وفروعه.

### أولاً: مفهوم التحليل الأساسي

التحليل الأساسي هو أسلوب دراسة يجمع عددا من التقنيات كالتحليل الاستراتيجي والتحليل المالي، ويهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للسهم عن طريق دراسة وضعية الشركة المصدرة له، وتحليل كل المعلومات المتعلقة بها وبالصناعة التي تنتمي إليها، والاقتصاد الذي تنشط به. وهو دراسة الظروف المحيطة بالمنشأة، سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة أو ظروف الصناعة التي تنتمي إليها، أو ظروف المنشأة ذاتها، والهدف من ذلك هو الكشف عن معلومات قد تُفيد في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح المستقبلية للمنشأة، والتي تُعتبر محددات أساسية للقيمة السوقية للسهم الذي تُصدره<sup>1</sup>.

### ثانياً: فروع التحليل الأساسي

هناك ثلاث فروع للتحليل الأساسي وهي:

#### 1- التحليل الاقتصادي

تعمل الشركات داخل بيئة اقتصادية، لذا فهي تتأثر بالحالة والظروف الاقتصادية حيث نجد أنّ للسياسات الضريبية والنقدية، التضخم المتوقع، الإنفاق، دورة الحياة الاقتصادية تأثير على أسواق الأسهم، والجدول الموالي يبين أثر المتغيرات الاقتصادية على سوق الأسهم:

<sup>1</sup> - [www.arab.api.org/coure9/pdf/analysise-apdf](http://www.arab.api.org/coure9/pdf/analysise-apdf)

جدول رقم (3-2): أثر المتغيرات الاقتصادية على سوق الأسهم

سوق الأسهم	المتغير الاقتصادي
له تأثير إيجابي على سوق الأسهم بينما الاتجاه السلبي للناتج الاقتصادي المحلي له تأثير عكسي على سوق الأسهم.	نمو حقيقي في الناتج الاقتصادي المحلي
يؤثر هذا المتغير على المبيعات ومن ثم ينعكس على سوق الأسهم.	زيادة معدل البطالة
يعتبر مؤشر على الاتجاه نحو التوظيف الكامل، مما يكون له تأثير إيجابي على سوق الأسهم.	انخفاض معدل البطالة (زيادة معدل التوظيف)
لمعدل التضخم المرتفع تأثير سلبي على سوق الأسهم طالما أنه يؤدي إلى تآكل وانخفاض معدل السعر/الربح (المضاعف).	التضخم
يترتب على زيادة أرباح الشركة تأثير إيجابي على أسعار الأسهم.	أرباح الشركة
توجد علاقة قوية بين معدلات الفائدة وسوق الأسهم، حيث يترتب على انخفاض معدل الفائدة تأثير إيجابي على سوق الأسهم، بينما يحدث العكس في حالة زيادة معدل الفائدة.	معدلات الفائدة
زيادة عرض النقود له تأثير جيد على الاقتصاد وعلى سوق الأسهم، بينما في حالة الندرة لا يحدث توازن بين العرض والطلب مما ينعكس سلبيًا على كل من الحالة الاقتصادية وعلى سوق الأسهم.	عرض النقود
قوة العملة لها تأثير إيجابي على سوق الأسهم، حيث يحفز هذا الاستثمارات الأجنبية، بينما يحدث العكس في حالة خفض العملة المحلية، حيث يترتب على ذلك تأثير سلبي على الأسهم، حيث لا يحفز هذا على جذب الاستثمارات الأجنبية.	قيمة النقود أي القوة الشرائية

المصدر: عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)، الدار الجامعية، 2005، ص 256.

## 2- تحليل الصناعة

لا يشترط أن تتأثر بالنواحي الاقتصادية بنفس الدرجة، لذا يتطلب الأمر بل من الضروري تحليل ودراسة الصناعة، فإذا كانت الصناعة المعنية من المقدر أن تمر بحالة كساد فإنه بالمثل الشركات التي تنتمي إلى هذه الصناعة سوف تتأثر، مع ذلك فإن أداء الشركات داخل الصناعة لا يحدث فيه اختلاف كبير. بناء على التحليل الاقتصادي، فإنه يمكن تحديد الصناعات التي سوف تستفيد أو تحقق النجاح في المستقبل، فبعض الصناعات أكثر حساسية للظروف الاقتصادية من الصناعات الأخرى، لهذا نجد أنّ هذه الصناعات والشركات التي تنتمي إليها تسير في نفس الاتجاه مع الظروف الاقتصادية، التي تُسمى بالصناعات الفصلية لذا فإنّ مرحلة الدورة التجارية للاقتصاد ذات أهمية كبيرة في توقيت الاستثمارات في هذه الصناعات الفصلية. وطالما أنّ أسعار أسهم هذه الشركات ذات حساسية للمتغيرات الاقتصادية، فإنّ المستثمرين في الأسهم يحددون الوقت المناسب للشراء بما يتوافق مع بداية الرواج.

## 3- تحليل الشركة

الفرضية الأساسية للتحليل الأساسي هي أنّ سعر السهم للشركة يتأثر بصفة أساسية بأداء الشركة، فبعد الكشف عن الصناعات الجذابة للاستثمار في أسهمها، فإنّ المحلل المالي يُقيم الأوضاع والمراكز المالية لهذه الشركات التي تنتمي إلى كل هذه الصناعات، لأنّ أيّ تغيرات متوقعة في أرباح الشركة لها تأثير على توزيعات وسعر السهم، فإن كان من المتوقع أن تكون ربحية السهم أكبر من التوقعات الخاصة بالسوق، فإننا نجد أنّ المزيد من المستثمرين لديهم الرغبة في شراء أسهم الشركة، مما يؤدي إلى رفع السعر إلى أعلى، والعكس إذا كان من المتوقع انخفاض ربحية السهم إلى مستوى أقل من توقعات السوق، فإنّ المستثمرين سوف يعرضون أسهم الشركة للبيع مما يؤدي إلى انخفاض السعر.

قد لا يكون أمام المستثمرين الوقت لتحليل الأوضاع المالية للشركات، وبالتالي يتوجهون مباشرة إلى البيانات والمعلومات المنشورة للمساعدة في اختيار الشركات التي يُتوقع منها تحقيق أرباح مستقبلاً، ونقطة البداية بالنسبة لغالبية المستثمرين هي الحصول على البيانات من القوائم المالية للشركات والتي تمّ مراجعتها بواسطة مراجع مستقل ويتم توزيعها على المساهمين، وكذلك التقارير السنوية.

### المطلب الرابع: أوجه الاختلاف بين التحليل الفني والتحليل الأساسي

الجدول الموالي يوضح أهم نقاط الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني:

جدول رقم (3-3): أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف المنشأة.	هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية وحجم التداول وغيرها).
الهدف	- تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض؛ - تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظه المستثمر.	دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات، وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة، لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.
الافتراضات	- أن سوق رأس المال كفاء؛ - يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار.	- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب؛ - العوامل التي تحكم العرض بعضها منطقي والبعض الآخر غير منطقي؛ - أن السوق أفضل متنبئ لنفسه؛ - أن سوق رأس المال غير كفاء.
مصادر البيانات الخاضعة للتحليل	- عوامل اقتصادية عامة مثل: الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية؛ - عوامل متعلقة بالصناعة مثل: دورة حياة المنتج، اتجاهات الصناعة، المنافسة، الجوانب الاقتصادية والتكنولوجية؛ - عوامل متعلقة بالمنشأة مثل: القوائم المالية، تقارير مجلس الإدارة، تقارير مراقب الحسابات.	- عوامل السوق نفس، مثل: • أسعار الأوراق المالية؛ • حجم التداول؛ • عدد الصفقات وحجمها؛ • سلوك المستثمرين؛ • التوقيت الزمني؛ • اتساع السوق؛ • الجو النفسي.

<ul style="list-style-type: none"> <li>• مؤشرات ميول المستثمرين (النفسية)؛</li> <li>• مؤشرات تدفقات الأموال،</li> <li>• مؤشرات هيكل السوق.</li> </ul>	<p>المؤشرات الاقتصادية العامة:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• دورة حياة الصناعة؛</li> <li>• التنبؤ بحالات النمو؛</li> <li>• تحليل ظروف المنافسة؛</li> <li>• تحليل التطورات التكنولوجية؛</li> <li>• القوائم المالية المقارنة؛</li> <li>• تحليل السلاسل الزمنية؛</li> <li>• تحليل النسب؛</li> </ul>	<p>أدوات التحليل الرئيسية</p>
<p>- كثرة عدد المحللين الفنيين يجد من منفعة هذا الأسلوب؛</p> <p>- يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ؛</p> <p>- تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير لتناسب والظروف البيئية المتغيرة.</p>	<p>- تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني؛</p> <p>- توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تُعدها الشركة؛</p> <p>صعوبة متابعة عدد أكبر من الأسهم الفردية مقارنة بالتحليل الفني.</p>	<p>حدود استخدامها</p>

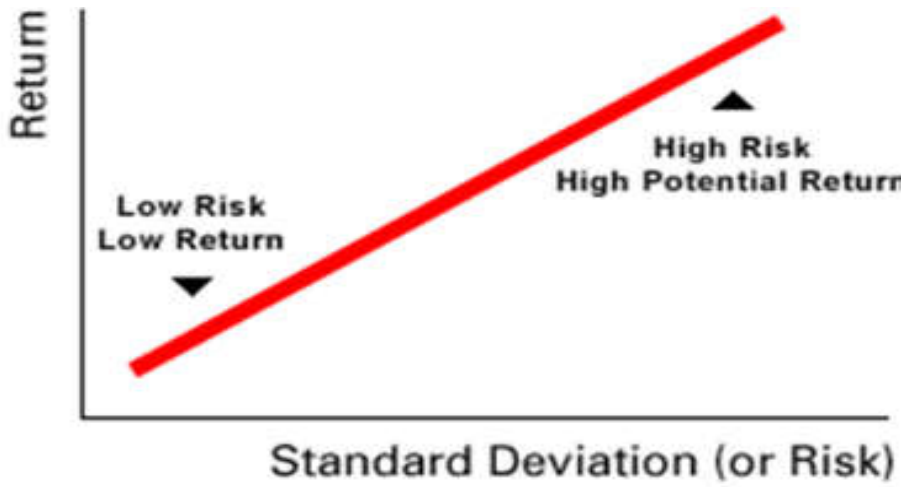
المصدر: حماد طارق عبد العال، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص ص 253-255.

رغم الاختلاف الكبير بين التحليل الفني والتحليل الأساسي إلا أنّهما متكاملان، فالمستثمر بالمنتجات المالية وقبل اتخاذ لقرار البيع أو الشراء أو عدم التداول يحتاج إلى كليهما لترشيد قراراته الاستثمارية.

## المبحث الثاني: إدارة مخاطر المنتجات المالية

لكل استثمار وجهان، وجه يمثل العوائد التي سوف تتحقق من هذا الاستثمار والوجه الآخر يمثل المخاطر التي سيتعرض لها المستثمر عندما يربط أمواله في الاستثمار، ومن القرارات المهمة في هذا المجال هو اختيار الاستثمار الذي تلائم عوائده مخاطره، هذا هو المبدأ العام وهذا هو أيضا المقصود بالمبادلة بين المخاطر والعوائد، بمعنى تحديد حجم العائد المرغوب في الحصول عليه لقاء المخاطر التي يتعرض لها المستثمر.

شكل رقم (3-11): العلاقة بين العائد والمخاطر



Source : <https://efinancemanagement.com/investment-decisions/risk-return-trade-off>

من الشكل السابق يتبين أن عنصرا العائد والمخاطر يرتبطان معا في علاقة طردية، بمعنى أنه كلما ارتفع طموح المستثمر لتحقيق عائد على استثماراته يجب عليه أن يُعد نفسه لتحمل درجة أعلى من المخاطر والعكس صحيح، وبغض النظر عن اتجاهات المستثمرين تجاه المخاطر، فإن أي مستثمر عندما يتخذ قرار الاستثمار في الأصول المالية إنما يسعى إلى المقارنة بين العائد والمخاطر، ويتخذ القرار الاستثماري الذي يضمن له:

- تحقيق أعلى عائد عند مستوى ثابت من المخاطر؛
- أو تحقيق أقل مخاطر عند مستوى ثابت من العائد.

## المطلب الأول: مخاطر المنتجات المالية

كما ذكر سابقا فإن لكل استثمار وجهان، وجه يمثل العائد الذي ستحصل عليه من هذا الاستثمار، ووجه يمثل المخاطر التي ترافق هذا الاستثمار، وسيتم التطرق في هذا المطلب إلى مفهوم كل من: عوائد الاستثمار، المخاطر، وكذا على مصادرها.

### أولا: مفهوم المخاطر

قبل التطرق إلى مفهوم المخاطر يجب أولا التطرق إلى مفهوم عوائد الاستثمار.

#### 1. مفهوم عوائد الاستثمار

العائد هو الهدف الرئيسي من الاستثمار حيث أنّ الاحتفاظ بأموال دون استثمارها يتضمن تكلفة هي تكلفة الفرصة البديلة والتي تتمثل في العائد الذي كان يمكن تحقيقه على هذه الأموال، وبالتالي فإن العائد هو الغاية التي يسعى المستثمر إلى تحقيقها محاولا تعظيم ثروته بقدر ما يستطيع والتخفيف من حدة المخاطر المصاحبة للعائد قدر الإمكان<sup>1</sup>.

وتأخذ عوائد الاستثمار ثلاثة أشكال مهمة هي<sup>2</sup>:

أ. **توزيعات الأرباح:** إذا كانت هذه الأصول تمثل حقوقا في أموال ملكية مثل الأسهم، فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم، لذلك فهو من مالكيها، وحقوقه من حقوق المساهمين.

ب. **الفوائد:** إذا كانت الأصول المالية تمثل أموال اقتراض مثل السندات، فحامل السند مُقرض للشركة التي أصدرت ذلك السند، وقيمة القرض هي قيمة السند فالسند يعطي لحامله الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها من الشركة المقترضة.

ج. **الأرباح الرأسمالية:** التي تنتج عن إعادة بيع الأصول المالية، فحامل السهم أو حامل السند إذا استطاع بيعه بمبلغ يزيد على المبلغ الذي اشتراه به يكون الفرق هو الربح الرأسمالي.

<sup>1</sup> - صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص 62.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، ص 63.

## 2. مفهوم المخاطر

لقد تعدد مفهوم المخاطر بتعدد مجالاتها، لكن سيتم التركيز على التعاريف الخاصة بالجال المالي التي تفيدها في هاته الدراسة، ومنها:

- المخاطر هي "الحالة التي تتضمن احتمالاً لانحراف عن الطريق الذي يوصل إلى نتيجة غير متوقعة أو مأمولة"<sup>1</sup>.
- المخاطر هي "احتمال الفشل في تحقيق العائد المتوقع، أو هي درجة التغير في العائد مقارنة بالمرئود المتوقع الحصول عليه نتيجة لتأثير عناصر متعددة تساهم في تحقيق قيمة التدفقات"<sup>2</sup>.
- المخاطر هي "درجة التقلب في العائد المتوقع، وبتحديد آخر هو أن المخاطر هي احتمال اختلاف العائد الفعلي للاستثمار قياساً بالعائد المتوقع من ذلك الاستثمار، فالأول هو العائد الحقيقي من الاستثمار المتاح، في حين يكون الثاني متوقعاً، إذ قد يتحقق أو لا، وعلى وفق درجة المخاطر، لذلك ففي الحالات التي تنعدم فيها المخاطر تتساوى فيها العوائد المتوقعة مع العوائد الفعلية، وهي حالات نادرة جداً في الحالات الاقتصادية"<sup>3</sup>.
- كما يمكن أن تعرف على أنها "إمكانية حدوث انحراف في المستقبل بحيث تختلف النواتج المرغوب في تحقيقها عما هو متوقع"، أو "عدم التأكد من الناتج المالي في المستقبل لقرار يتخذه الفرد الاقتصادي في الحاضر على أساس نتائج دراسة سلوك الظاهرة الطبيعية في الماضي"<sup>4</sup>.

### ثانياً: مصادر المخاطر

هناك العديد من مصادر المخاطر، منها:

1. **مخاطر سعر الفائدة:** هي التغيرات التي تحدث في العائد على ورقة مالية نتيجة للتغيرات في أسعار الفائدة، حيث أنّ العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وأسعار الفائدة عكسية.
- عند ارتفاع سعر الفائدة في البنوك فإن المستثمرين يفضلون وضع أموالهم في البنوك للحصول على فائدة بدل من استثمارها في الأوراق المالية (ينخفض سعر الأوراق المالية).
- عند انخفاض سعر الفائدة في البنوك فإن المستثمرين يفضلون استثمار أموالهم في الأوراق المالية بدلاً من وضع أموالهم في البنوك (وهنا يزداد الطلب على الأوراق المالية فيرتفع سعرها).

<sup>1</sup> - شاكراً نجاه محمود، استراتيجية إدارة المخاطر في شركات التأمين التعاوني الإسلامي، مجلة جامعة المدينة العالمية، العدد الرابع، السعودية، 2012، ص 58

<sup>2</sup> - دريد كامل ال شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، عمان، الطبعة الثانية، 2009، ص 160.

<sup>3</sup> - حسن السلطان، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، أطروحة ماجستير، جامعة دمشق، 2009، ص 06.

<sup>4</sup> - بلعوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، عدد 7، سنة 2009-2010، ص 332.



2. **مخاطر السوق:** هي التغيرات التي تحدث في العوائد على المنتجات المالية نتيجة للتغيرات في السوق ككل كالركود الاقتصادي أو الحروب أو التضخم.
3. **مخاطر التضخم:** ففي حالة التضخم، يتأثر العائد الحقيقي حتى ولو كان العائد الإسمي مضمون (مثل في حالة السندات الحكومية).
4. **مخاطر الأعمال (مخاطر القطاع):** هي المخاطر الناتجة عن التعامل في صناعة معينة. على سبيل المثال، يمكن أن تواجه شركة محلية لصنع السيارات منافسة قوية من منتجين أجانب. مخاطر القطاع تأتي من تأثير أحد القطاعات بأزمة مالية معينة لا يتأثر فيها باقي القطاعات في الاقتصاد مثل تأثير قطاع الصناعة بالركود الصناعي أما قطاع الخدمات يكون فيه انتعاش اقتصادي.
5. **المخاطر المالية:** هي المخاطر المرتبطة بنسبة الديون المستخدمة في هيكل رأسمال الشركة. إذا كانت نسبة الدين إلى رأس المال كبيرة فإن الشركة تواجه مخاطر إفلاس أو مخاطر تقليل فرص الحصول على ديون أخرى أو مخاطر تقليل فرص الحصول على تسهيلات ائتمانية. أما إذا كانت النسبة عالية فهذا يعني أن الشركة سوف يكون لها القدرة على استغلال الفرص الاستثمارية والقدرة على إصدار أوراق مالية والقدرة على التنوع في حصولها على مصادر الأموال المختلفة.
6. **مخاطر السيولة:** هي مدى صعوبة بيع وشراء هذه الأوراق المالية في السوق الثانوي. مخاطر السيولة يمكن تعريفها بأنها قدرة الشركة على سداد التزاماتها قصيرة الأجل بأقل خسارة، وجميع الشركات تكون معها نقد وأيضا أوراق مالية سريعة السيولة (أي أنّ هذه الأوراق المالية والتي تسمى بأشبه النقد marketable security ممكن أن تبيعها الشركة في أي وقت تحتاج فيه إلى نقد وتمتاز بسهولة بيعها وبأقل خسارة).
7. **مخاطر أسعار الصرف:** هي المخاطر المرتبطة بالتغيرات في أسعار الصرف ولا سيما بالمستثمرين الذين يستثمرون في الأسواق العالمية. تقلبات أسعار الصرف يجب أخذها بعين الاعتبار عند الاستثمار في الأسواق العالمية مثل اختلاف سعر بيع/ وشراء الدينار الأردني مع الين الياباني.
8. **المخاطر السياسية:** تؤثر هذه المخاطر على قرار كل من المستثمر المحلي والأجنبي. دائما ما يلاحظ أنّ الأخبار والسياسات المتفائلة والمتشائمة تؤثر على الأسعار إذا كانت السياسة متفائلة فالأسعار سترتفع، وإذا كانت السياسة متشائمة فإن الأسعار ستنخفض.

9. التغيير في القوانين والتشريعات: يلعب استقرار التشريعات عاملاً مهماً في استقرار الأوضاع الاقتصادية عامة بما ينعكس أثره باتجاه استقرار الأسعار وعدم تعرضها إلى مخاطر الانخفاض، وبالمثل صدور حزمة من التشريعات والقوانين الجديدة المحفزة والمشجعة على الاستثمار مثل زيادة الإعفاءات الضريبية وتشجيع الصادرات، وإعطاء المستثمرين المحليين والأجانب حوافز جديدة يُعش السُّوق ويُقلل من مخاطر الاستثمار والعكس صحيح<sup>1</sup>.

### ثالثاً: مفهوم إدارة المخاطر

هناك العديد من التعاريف التي تطرقت إلى مصطلح إدارة المخاطر، منها:

- عرفها كرزور بأنها: "الوسائل المنظمة لتحديد وقياس المخاطر مع تطوير واختيار وإدارة الخيارات الملائمة للتعامل معها"<sup>2</sup>.
- هناك من عرفها بأنها: "عملية التعرف على الأحداث المسببة للخطر ومعرفة مقدار شدتها ووطئتها وكيفية السيطرة عليها".
- كما ذكر محمد علي أن مصطلح "إدارة المخاطر المالية" يتضمن كافة الأنشطة التي تحاول تغيير شكل العلاقة بين العائد المتوقع ودرجة المخاطرة المرتبطة بتحقيق هذا العائد المتوقع، وذلك بهدف تعظيم قيمة الأصل الذي يتولد عنه هذا العائد<sup>3</sup>.

مما سبق يمكن الاستنتاج أنّ إدارة المخاطر هي عبارة عن منهج أو مدخل علمي للتعامل مع مختلف المخاطر من خلال القدرة العالية على كشف مسبباتها وتحديد طبيعتها وإدارتها بناءً على عدة طرق ليسهل في الأخير معالجتها والسيطرة عليها أو التقليل من حدتها.

إنّ النظام المتكامل لإدارة المخاطر المالية بالمنشأة يعتمد على ثلاث مراحل رئيسية، هي:

1. تحديد المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المنشأة.
2. قياس مستوى الخطر والخسائر المحتملة من حدوثه.
3. استخدام الأساليب أو الأدوات المناسبة لتدنية مستوى الخطر، وتدنية أو منع حدوث الخسائر المحتملة بسببه.

<sup>1</sup> - سليمان أبو صباح، الإدارة المالية، الشركة العربية للتسويق والتوريدات، القاهرة، طبعة 2008، ص 56.

<sup>2</sup> - بلعوز بن علي، مرجع سبق ذكره، ص 335.

<sup>3</sup> - محمد علي محمد علي، إدارة المخاطر المالية، أطروحة دكتوراه، جامعة القاهرة، مصر، 2005، ص 05.

## المطلب الثاني: أدوات قياس مخاطر المنتجات المالية

إنّ قياس وتقييم مخاطر الاستثمار تعد من أهم المتغيرات المؤثرة في قرار الاستثمار المناسب، و لما كانت هذه المخاطر لا يمكن تجنبها كلية فانه يجب العمل على تقييمها للحد من آثارها على العائد المتوقع من الاستثمار، باستخدام العديد من الأساليب التي تُمكن من دراسة و تقييم هذه المخاطر لكل استثمار مُتاح. يُمكن تقسيم أنواع المخاطر إلى نوعين رئيسيين:

- النوع الأول يطلق عليه التقلبات غير المنتظمة أو المخاطر الداخلية وتتواجد نتيجة سياسة داخلية متبعة في إدارة الاستثمارات أو كنتيجة لقرار معين من قبل متخذي القرار بالشركة. "وبشكل عام تشكل درجة المخاطرة ومعدل العائد أهم العوامل المؤثرة على الاستثمار، ولذلك فإن عملية الاستثمار في أي أداة استثمارية تترجم دائما إلى درجة معينة من المخاطرة ومستوى معين من العائد"<sup>1</sup>. ومن خصائص المخاطر غير المنتظمة:

- يمكن تجنبها أو التقليل منها عن طريق التنويع<sup>2</sup>؛

- تقاس بمقاييس التشتت (الانحراف المعياري، التباين، معامل الاختلاف).

- النوع الثاني هو المخاطر المنتظمة ويطلق عليها التقلبات أو المخاطر الخارجية ولا بد من التعامل معها، حيث تنشأ من كون الاستثمار الخاص جزء من النشاط الاقتصادي ككل وبالتالي يتأثر عائدته صعودا وهبوطا بالتغيرات في العائد السوقي وأداء أدواته الاستثمارية المتنوعة. ومعنى آخر هي ذلك الجزء من المخاطر التي يتعرض لها الأصل الاستثماري، والتي تسببها عوامل تؤثر على السوق ككل، لذلك يطلق عليها أيضا مصطلح "مخاطر السوق"<sup>3</sup>. وتتسم المخاطر المنتظمة بالخصائص التالية<sup>4</sup>:

- تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي كله؛

- تؤثر في جميع الشركات العاملة لذلك فإنها تصيب كل الاستثمارات ومن ضمنها الاستثمار في المنتجات المالية؛

- لا يمكن تجنبها بالتنويع؛

- يمكن قياسها بمعامل  $\beta$ .

وسيتم التطرق فيما يلي إلى أهم أدوات قياس المخاطر:

<sup>1</sup> - قمحاوي أباطة عبد الله، بحث بعنوان: أهمية الإشراف والرقابة على سوق التأمين السعودي، مركز البحوث بجامعة الملك سعود، السعودية، ص 21

<sup>2</sup> - Herbert Mayo, Investment : **An Introduction**, THOMSON, United States of America, 2008, P.9

<sup>3</sup> - Michel Albouy, **Finance**, ECONOMICA, Paris, 3<sup>e</sup> ED, 2010, p 60.

<sup>4</sup> - محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص ص 37-38.

### أولاً: الانحراف المعياري والتباين

إنّ المخاطر التي ممكن أن تصيب عوائد المنتجات المالية يمكن حسابها رياضياً وبالتالى اتخاذ قرار أمثل للمغامرة في الفرص الاستثمارية المتاحة بدرجة نسبية من الأمان، ويمكن قياس المخاطر بمقاييس التشتت التي هي أكثر المقاييس انتشاراً وأهمها مقياس التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف، إلا أن التباين هو أفضل المقاييس دقة على الإطلاق، إذا يدرس النتائج المتوقعة وهذا من حيث عدم تجانسها وعلى تشتتها وعلى عدم ثباتها وعلى تعدد احتمالاتها.

يعتبر كل من التباين والانحراف المعياري كمقياسين للمخاطر ويعبر عن التباين بتشتت القيم عن وسطها الحسابي أما الانحراف المعياري فهو الجذر التربيعي للتباين ويحسب التباين لأصل مالي واحد بالطريقة التالية<sup>1</sup>:

$$\delta^2 = \sum_{i=1}^n (K_i - \hat{K}_i)^2 P_s$$

حيث:

$\delta^2$ : التباين.

$K_i$ : العائد المتوقع لمعرفة الحالة الاقتصادية السائدة.

$\hat{K}_i$ : الوسط الحسابي للعوائد المختلفة  $n$ .

$P_s$ : احتمال تحقق الحالة الاقتصادية  $i$ .

### ثانياً: معامل الاختلاف

معامل الاختلاف هو مقياس نسبي للمخاطر، ويكون مناسباً للمخاطرة عند المقارنة بين ورقتين تكون القيمة المتوقعة بينهما متساوية، ولكن عند ما تختلف القيم المتوقعة لهما يكون معامل الاختلاف هو مقياس المخاطرة المناسب حيث يُبين درجة المخاطرة لوحدة من العائد ويحسب بالطريقة التالية:

$$C.V = \frac{\delta}{\hat{K}_i}$$

<sup>1</sup> - عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 120.

حيث:

$\delta_p$ : الانحراف المعياري للعوائد؛

$\hat{K}_i$ : الوسط الحسابي للعوائد.

### ثالثاً: معامل بيتا $\beta$

معامل بيتا  $\beta$  هو مقياس إحصائي للمخاطر المنتظمة، ويقاس حساسية عائد ورقة معينة مع عائد مجموعة من الأوراق المالية في السوق، والتي تشكل محفظة السوق وهو حاصل ضرب معامل الارتباط  $r$  بين العائدين في كل من الانحراف المعياري لعائد الورقة  $\delta_p$  والانحراف المعياري لعائد السوق  $\delta_m$  والذي يعطى بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$COV(K_p.K_m) = r(K_p.K_m) \times \delta_p \cdot \delta_m$$

ومنه يمكن صياغة علاقة بيتا بالمعادلة التالية:

$$\beta = \frac{COV(K_p.K_m)}{\delta_m^2} = \frac{r(K_p.K_m)(\delta_p)(\delta_m)}{\delta_m^2} = \frac{r(K_p.K_m)\delta_p}{\delta_m}$$

حيث<sup>2</sup>:

$\beta$ : يعني معامل بيتا درجة حساسية تقلب العائد المتوقع للسهم مع التقلب الحاصل في محفظة السوق.

$COV(k_p.k_m)$ : يُمثل التباين المشترك بين عائد السوق وعائد الورقة المالية، ويتوقف على علاقة الارتباط

$r(K_p.k_m)$  بين العائدين.

$\delta_p$ : الانحراف المعياري لعائد الورقة المالية.

$\delta_m$ : الانحراف المعياري لعائد السوق.

يتم احتساب معامل بيتا من خلال معلومات تاريخية للعوائد الشهرية لسهم معين ولعائد السوق حيث يقيس

هذا الأخير المخاطر السوقية و المخاطر المنتظمة.

- إذا كان معامل  $\beta=1$  فإن مخاطر السهم تساوي مخاطر السوق.

<sup>1</sup> - محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص 43.

<sup>2</sup> - شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 2012، ص 68.

- إذا كان معامل  $\beta > 1$  فإن مخاطر السهم أكبر من مخاطر السوق.
- إذا كان معامل  $\beta < 1$  فإن مخاطر السهم أقل من مخاطر السوق.
- إذا كان معامل  $\beta = 0$  فإن مخاطر السهم غير مرتبطة بمخاطر السوق.
- إذا كان معامل  $\beta = -1$  فإن مخاطر السهم تكون مساوية لمخاطر السوق، و لكن اتجاه مخاطر السهم في اتجاه تحرك العوائد وهو معاكس لاتجاه السوق، ويتم اختيار القطاع الذي يكون له أعلى رقم قياسي.

### المطلب الثالث: المحفظة المالية

لا توجد في الحياة المالية محفظة مالية مثلى يكونها كافة المستثمرين ويحققون من توظيف أموالهم وفقها الأهداف المسطرة، بل هناك عدد لا نهائي من المحافظ المتاحة، الأمر الذي يحتم على هؤلاء المستثمرين اختيار أفضلها وأقربها إلى توقعاتهم وأهدافهم<sup>1</sup>. وسيتم في هذا المطلب عرض أساسيات حول المحفظة المالية.

#### أولاً: مفهوم المحفظة المالية

المحفظة المالية هي توليفة من الأصول يملكها فرد أو مؤسسة مالية أو هيئة متخصصة في إدارة المحافظ مثل صناديق الاستثمار والبنوك وشركات توظيف الأموال<sup>2</sup>. وهي مكونة من عدة أوراق مالية (أسهم وسندات) مختلفة النوع وتواريخ الاستحقاق. وتهدف المحفظة أساساً إلى تفادي مخاطر الاستثمار التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر عند التركيز على أداة استثمار واحدة، وذلك عن طريق التنوع مع ضمان حد مقبول من الدخل وتحقيق العوائد الإيجابية بالإضافة إلى زيادة القيمة السوقية لرأس المال<sup>3</sup>. والمحفظة المالية الكفؤة هي "المحفظة التي تحقق للمستثمر أعلى عائد متوقع عند مستوى معين من المخاطر، أو تحقق أقل مخاطرة عند مستوى معين من العائد المتوقع"<sup>4</sup>.

وتلخص أهداف المحفظة المالية فيما يلي<sup>5</sup>:

- 1- **درجة عالية من الأمان:** يعني الحفاظ على رأس المال مع ضمان دخل معين، وهذا للحفاظ على القدرة الشرائية لرأس المال، لهذا فهي تشكل من سندات ذات دخل ثابت وأخرى ذات دخل متغير. فمثلاً شركات تأمين الحياة تهتم بضمان انتظام معدل العائد أكثر من اهتمامها بالسيولة، فمحافظها متكونة خاصة من سندات ذات الأجل الطويل.

<sup>1</sup> - جبار محفوظ، الأسواق المالية - الجزء الثالث، مرجع سبق ذكره، ص 71.

<sup>2</sup> - المرجع نفسه، ص 72.

<sup>3</sup> - بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية - تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، العدد 3، سنة 2004، ص 39.

<sup>4</sup> - Frank Fabozzi, **The theory and practice of investment management**, JOHN WILEY, Canada, 2002, P18.

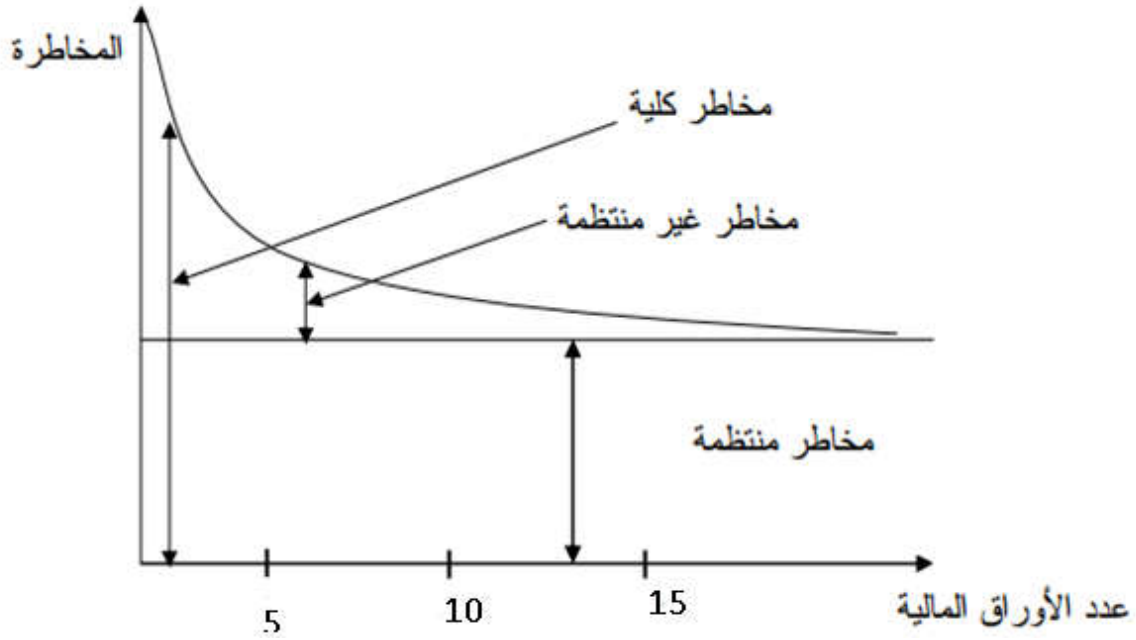
<sup>5</sup> - Jossette Peyrad, **La bourse**, Vuibert, 5 ème edition, 1997, pp 211-212.

2- **التحفظ:** يعني العمل على ضمان قيمة رأس المال، وفي نفس الوقت ضمان دخل معين، فيجب أن تكون المحفظة متنوعة، فالاختيار يكون بين انتظام الدخل ونمو الدخل وبالمثل يجب التحكيم بين دخل قصير المدى ودخل طويل المدى.

3- **النمو:** إذا كان المستثمر يريد شراء منتجات مالية متوسطة الأجل ولم يكن بحاجة إلى السيولة بسرعة، يستطيع استعمال رأس ماله في شراء منتجات مالية ذات أرباح عالية، لكن بالمقابل يمكنه تحمل مخاطر عالية.

والميزة الأساسية لتكوين المحافظ المالية هي **التنوع**، أي تمكين المستثمر من اختيار توليفة أو تشكيلة من الأوراق المالية بهدف تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، مع ضمان حد مقبول من الدخل وتحقيق العوائد الإيجابية<sup>1</sup>.

شكل رقم (3-12): دور التنوع في التقليل من المخاطر غير المنتظمة



المصدر: دريد آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار البيزوري للنشر، الأردن، 2009، ص 111.

يتضح من خلال الشكل السابق أن مجموع المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة يشكل المخاطر الكلية التي يتعرض لها المستثمر بالمنتجات المالية، كما يتضح انخفاض المخاطر غير المنتظمة كلما زاد عدد المنتجات المالية، وهذا معناه إمكانية تخفيض هذه المخاطر عند تنوع محفظة المنتجات المالية؛ ولكن زيادة عدد المنتجات المالية بالتنوع لا تؤثر على المخاطر المنتظمة.

<sup>1</sup> - Marie-Agnès Leutenegger, *Gestion de portefeuille et théorie des marchés financiers*, ECONOMICA, Paris, 3<sup>e</sup> ED, 2010, P 41.

ويوجد العديد من الأسس التي يخضع لها التنوع منها: تنوع جهة الإصدار، تنوع تواريخ الاستحقاق.

- تنوع جهة الإصدار: يقصد بذلك عدم تركيز الاستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، وإنما توزيع الاستثمارات على عدة أوراق مالية تصدرها شركات مختلفة، ويوجد في هذا الصدد أسلوبان شائعان للتنوع وهما التنوع الساذج وتنوع ماركويتز.

- تنوع تواريخ الاستحقاق: تفرض التقلبات في سعر الفائدة على المستثمر توزيع استثماراته بين الأوراق المالية قصيرة الأجل والأوراق المالية طويلة الأجل بشكل يؤدي إلى الاستفادة من مزايا كل منهما وتقليل مخاطر الاستثمار. ويمكن أن نميز بين ثلاثة سياسات لتكوين المحافظ المالية هي<sup>1</sup>:

1. السياسة الهجومية ( أو السياسة غير المتحفظة ) : يبني المستثمر هذه السياسة عندما يكون هدفه الرئيسي جني أرباح رأسمالية بفعل التقلبات الحادثة في أسعار أدوات الاستثمار، بمعنى أن اهتمام المستثمر يكون موجهاً نحو تنمية رأس المال المستثمر أكثر من الاستثمار، و يطلق على هذا النوع من المحافظ ( محافظ رأس المال). و من أفضل أدوات الاستثمار المناسبة لهذا النوع من المحافظ هي الأسهم العادية حيث تشكل 80 % \_ 90 % من قيمة المحفظة، و يلجأ المستثمر إلى اتباع هذه السياسة في الفترات التي تظهر فيها مؤشرات الازدهار الاقتصادي، فعند شراء الأسهم العادية والاحتفاظ بها تتحسن الأسعار وبذلك يحقق المستثمر الأرباح الرأسمالية بمجرد زيادة أسعار تلك الأسهم.

2. السياسة الدفاعية ( السياسة المتحفظة ) : يتبع المستثمر هنا سياسة عكس السياسة الأولى بحيث يكون متحفظاً جداً اتجاه عنصر المخاطرة وذلك بسبب تركيزه الشديد على عامل الأمان، بحيث يعطي المستثمر أهمية كبيرة لأدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت وتشكل قاعدتها الأساسية السندات الحكومية والأسهم الممتازة بنسبة تتراوح بين 60 % \_ 80%.

3. السياسة المتوازنة ( الدفاعية والهجومية ) : يتبنى هذه السياسة غالبية المستثمرين بحيث يتم مراعاة تحقيق توازن نسبي، في المحفظة يؤمن عوائد معقولة عن مستويات معقولة من المخاطرة، لذلك يوزع رأس المال المستثمر على أدوات استثمار متنوعة تتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت في حدود معقولة دون أن تحرمه فرصة تحقيق أرباح رأسمالية في حالة توفرها، وتكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار، أدوات استثمار قصيرة الأجل عالية السيولة مثل أدوات الخزينة مضاف إليها أدوات استثمار طويلة الأجل مثل العقارات، والأسهم العادية والممتازة أو سندات طويلة الأجل ..... إلخ. مثل هذه المحفظة تتيح للمستثمر تحقيق الأرباح الرأسمالية في حالة ارتفاع الأسعار ويستطيع أن يبيع الأوراق

<sup>1</sup> - بن موسى كمال، مرجع سبق ذكره، ص 40.



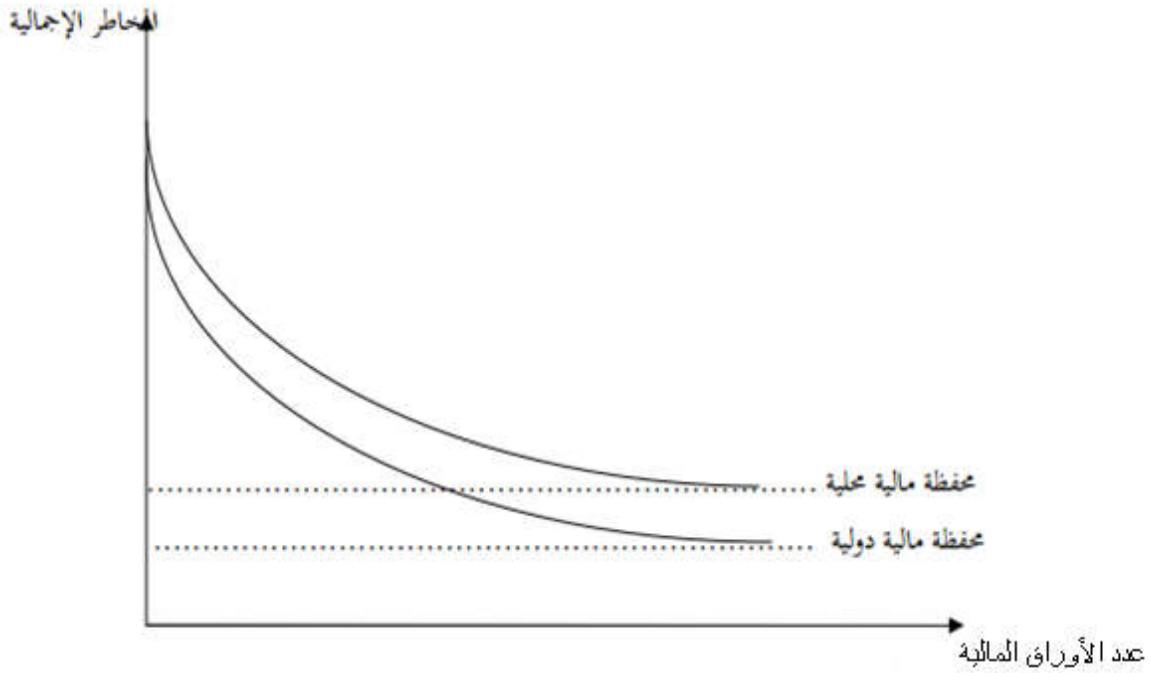
قصيرة الأجل أما في حالة هبوط الأسعار فإن احتواء المحفظة على عقارات وأدوات أخرى سندات طويلة ذات دخل ثابت يخفض على المستثمر إمكانية الخسارة. وعند التكلم عن دور التنويع في التقليل من المخاطر غير المنتظمة، يجب التكلم أيضا عن دور التنويع الدولي في التقليل من المخاطر المنتظمة. عموما يُميز نوعين من أساليب التنويع الدولي للاستثمارات المالية:

**1 - شراء أسهم المؤسسات الدولية:** يوجد العديد من المؤسسات الدولية التي ينجم عن نشاطها تنوعا دوليا لأرباحها وأصولها، ومن خلال هذا التنويع يمكن الحصول على استثمار مالي متكافئ الخصائص مع محافظ مالية مكونة من قيم متنوعة لمؤسسات مستوطنة في دول مختلفة. فالمؤسسة الدولية في حد ذاتها مُشكّلة من مجموعة المؤسسات الفرعية المرتبطة ماليا مع المؤسسة الأم والتي هي مشكّلة تقنيا من توليفة لمجموعة من الأسهم المختلفة في مستوى المخاطرة والمردودية تبعاً لنشاط المؤسسة الفرعية وبيئتها الاقتصادية والجغرافية، وبالتالي فسهم المؤسسة الدولية يمثل وحدة لتوظيف متنوع جغرافياً.

**2 - التنويع الدولي بشراء أسهم أجنبية:** يكون هذا التنويع بشراء أسهم مسعرة في الأسواق الأجنبية، إلا أن هذه الأخيرة حسب ما أقره David Keeley فهي معرضة لخمسة عوائق أمام المستثمر المالي عند تدويل محفظة أسهمه وهي:

- صعوبة الحصول على المعلومات الدقيقة في الخارج، بسبب مشاكل اللغة، نقص في تغطية المحللين الماليين واختلاف المقاييس المحاسبية؛
- صعوبة الإلمام بالتشريعات الجبائية؛
- اختلاف القواعد المتحكمة في العمليات البورصية بشكل ملحوظ من بلد لآخر؛
- الالتزام بمصاريف الوساطة؛
- الاختلاف في درجة السيولة-حجم الأموال المتعامل بها.

الشكل رقم (3-13): دور التنويع الدولي في التقليل من مخاطر المحفظة المالية



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على ما سبق.

من الشكل يتضح أنّ تكوين محفظة مالية دولية (التنويع الدولي) قلل من المخاطر مقارنة بالمحفظة المالية المحلية.

### ثانياً: أنواع المحافظ المالية

يوجد الكثير من أنواع المحافظ المالية في الأسواق المالية، أهمها<sup>1</sup>:

**1- محفظة النمو:** هي محفظة مكونة من أدوات مالية ذات عوائد تنمو بصورة مستمرة، سواء تعلق

الأمر بالتوزيعات أو الأرباح الرأسمالية (فروق الأسعار) في حالة الاستثمار في الأسهم، أو الفوائد والأرباح الرأسمالية في حالة السندات. وعليه فالهدف من هذا النوع من المحافظ هو تحقيق أعلى عائد ممكن، والذي يتوقع أن يتجاوز متوسط العائد للصناعة أو للسوق ككل. غير أنّ المستثمر الذي فضل هذا الشكل من المحافظ هو مستعد لتحمل مستوى أعلى من المخاطرة أيضاً، أو بصورة أدق العلاقة عائد أعلى/مخاطر أعلى. إذ عادة ما يغلب على التشكيلة المختارة طابع أدوات الملكية (الأسهم) وقلة من أدوات المديونية (السندات) الأقل درجة من حيث المخاطر (تذبذب أقل في عائداتها)، وعليه تصبح عملية إدارة المخاطر لهذه المحفظة ذات أهمية أكبر.

**2- محفظة الدخل:** تُعرف محفظة الدخل أيضاً بمحفظة العائد، حيث تركز أكثر على الأصول المالية

التي تتميز بتوزيعات عالية نسبياً على المساهمين والمستثمرين. إذ يهدف المستثمرون من توظيف أموالهم في هذا النوع من المحافظ إلى تحقيق أعلى العوائد وبأقل المخاطر الممكنة بصورة ثابتة ومستمرة. يتوقف اختيار الأوراق المالية المناسبة لهذه المحفظة على سياسة التوزيع للشركات المصدرة

<sup>1</sup> - جبار محفوظ، الأسواق المالية الجزء الثالث، مرجع سبق ذكره، ص ص 73-76.

ومستوى العائد لمختلف الأوراق. من الأمثلة على هذا النوع من التوظيف هو أسهم الشركات الصناعية الثابتة بطيئة النمو ومؤسسات الخدمات العامة وكذا صناديق الاستثمار في العقارات وغيرها، حيث تمثل هذه الأشكال المصادر الهامة للدخول الثابتة والمستقرة نسبياً، على الرغم من تأثرها بالمنح الاقتصادية السائد، خاصة أثناء التراجع الاقتصادي. وهنا تبدو مهارة ودور مدير المحفظة جلياً في اختيار المزيج من تلك الأوراق، والاسترشاد بالتحليل العلمية المناسبة وبيوت الاستشارات والبحوث وغيرها من الهيئات بغرض الوصول في النهاية إلى محفظة تدر عائداً مرتفعاً نسبياً بأقل المخاطر.

**3- المحفظة المختلطة:** المحافظ المختلطة بين النمو والدخل، والتي تعرف أيضاً بالمحافظ المهجنة هي محافظ متنوعة، سواء من حيث طبيعة الأصول المستثمر فيها كالأسهم والسندات والعقارات والسلع والتحف والمعادن الثمينة وغيرها من الأصول، أو من حيث أنها تجمع بين أصول نمو وأصول دخل. كما تحتوي هذه المحافظ على أسهم الشركات الراسخة blue chip stocks وسندات الحكومة والسندات العادية بتواريخ استحقاق مختلفة. وقد تُقسم استثمارات هذه المحافظ بين أدوات الدخل الثابت وأدوات الدخل المتغير بنسب ثابتة إلى حد ما، كأن يقال مثلاً 70% للسندات و30% للأسهم أو 25% للسندات و65% للأسهم و10% للعقارات وهكذا... عادة ما تمتاز هذه المحافظ بالمرونة والاستفادة من مزايا التنوع، لاسيما علاقة الارتباط السالبة بين عوائد مفرداتها.

**4- محفظة المضاربة:** محفظة المضاربة أو محفظة المجازفة حيث تقترب عملية التوظيف في هذا النوع من المحافظ من الميسر أو القمار. إذ تتميز من جهة بأعلى المخاطر الممكنة، ومن جهة أخرى فإنّ العوائد غير مضمونة على الإطلاق. من الأمثلة على ذلك شراء أسهم شركة تحوم حولها شائعات بأنها محل استيلاء، أسهم بعض شركات التكنولوجيا وقطاع الصحة غير الراسخة أو شركة نفط حديثة النشأة، أو غيرها من أسهم الشركات غير المعروفة في السوق منذ مدة معقولة.

**5- المحفظة المتوازنة:** إنّ المحافظ المتوازنة والتي يسميها البعض بالاستثمارات المحافظة، هي محافظ تجمع بين الاستثمارات ذات العائد الثابت مثل السندات والاستثمارات ذات العائد المتغير مثل الأسهم، بحيث يتحقق العائد والنمو من جهة، وتجمع بين الاستثمارات القصيرة (عالية السيولة) ومتوسطة وطويلة الأجل، أي بمختلف الاستحقاقات من جهة ثانية. فهذه التوليفة قادرة على تخفيض المخاطر، خاصة أثناء تدهور وضعية الأسواق المالية. عادة ما يشار إلى المحافظ المتوازنة بمحافظ المتقاعدين retired people، نظراً لثباتها نسبياً.

**6- محفظة السوق:** هي المحفظة التي تتكون من كافة المنتجات المالية المتاحة للمستثمرين في السوق المالية، بحيث يكون وزن كل منتج مالي في تلك المحفظة هو نسبة القيمة السوقية أو الرسمة له إلى القيمة السوقية لمجموع تلك المنتجات المتاحة. من الناحية العملية يعتبر المؤشر العام أو المؤشر الذي

تتكون عينته من معظم وأهم الأسهم المتداولة (S&P 500 مثلاً)، ممثلاً صادقاً للسوق المعنية، أي يعبر بصدق عن تطورها عبر الزمن.

**7- المحفظة الدولية:** المحفظة الدولية أو المحفظة المنوعة دولياً هي تلك المحفظة التي تحتوي على أسهم وسندات وغيرها من المنتجات المالية من دول مختلفة، إضافة إلى المنتجات المالية المحلية. إنّ الهدف الأساسي من هذا التنوع هو بطبيعة الحال تخفيض المخاطر المنتظمة بصورة أفضل من المحفظة التي احتوت على منتجات مالية محلية فقط. فالمحافظ الدولية تتيح ما يعرف بالتنوع الجغرافي وتنوع العملات، إضافة إلى تنوع الأصول المالية. ما يعزز هذا التوجه هو أنّ معظم الأصول المالية المحلية يوجد بينها ارتباط ولو ضعيف مقارنة بالأصول المالية الأجنبية، مع الأخذ بوزن كل من النوعين في المحفظة بعين الاعتبار. ولقد أجمعت العديد من الدراسات على أنّ التنوع الدولي للمحافظ مفيد للمستثمرين من حيث العائد والمخاطر. غير أنّ هذه المحافظ لا تخلو من مخاطر إضافية يجب على المستثمرين ومسيري المحافظ الدولية أخذها في الحسبان. من أهم هذه المخاطر: مخاطر أسعار الصرف، إجراءات (صعوبة) التحويل، المخاطر السياسية، اختلاف معدلات الفائدة، اختلاف السياسات النقدية والمالية وكذا القيود الموضوعية على التجارة الدولية.

### ثالثاً: عائد ومخاطر المحفظة المالية

**1- عائد المحفظة المالية:** إنّ عائد المحفظة المالية يختلف عن عائد الورقة المالية الفردية، فهو عبارة عن مجموع المنافع الإضافية التي تدرها الأوراق المشكلة لها، هذه الأخيرة التي تنتج عندما يكون سعر بيع هذه الأوراق أكبر من سعر شرائها، أو عندما يتم استبدالها بأوراق أخرى وذلك عند الترقية الملائمة<sup>1</sup>. وعائد المحفظة المالية ما هو إلاّ المتوسط المرجح لعوائد الأدوات المالية التي تكونها. وتتمثل عوامل الترجيح في وزن كل أداة مقارنة بمحمل المحفظة، أي القيمة السوقية لكل أداة إلى القيمة السوقية للمحفظة ككل، ويعطى العائد المتوقع للمحفظة المالية بالمعادلة التالية<sup>2</sup>:

$$R_p = w_1 r_1 + w_2 r_2 + \dots + w_n r_n = \sum_{i=1}^n w_i r_i$$

حيث:

$R_p$ : العائد المتوقع على المحفظة p؛

$w_i$ : هو وزن الورقة i في المحفظة؛

$r_i$ : هو العائد على الورقة؛

n: عدد الأوراق في المحفظة.

<sup>1</sup> - محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص 216.

<sup>2</sup> - جبار محفوظ، الأسواق المالية-الجزء الثالث، مرجع سبق ذكره، ص 82.

## 2- مخاطر المحفظة المالية

طبقا لمفهوم المحفظة ونظرية المحفظة، المستثمر في الأوراق المالية في شكل محفظة يتحمل مخاطرة عند بناء المحفظة تختلف عن تلك التي يتعرض لها السهم منفردا، ويعود سبب ذلك إلى وزن مساهمة كل سهم في مخاطرة المحفظة<sup>1</sup>.

وتقاس مخاطر المحفظة المالية بالانحراف المعياري كما يلي<sup>2</sup>:

$$\delta = \sqrt{V} = \sqrt{\sum_{i=1}^n (R_e - r_i)^2 P_i}$$

وهو بذلك يقيس أيضا هل العائد المحقق من البديل الاستثماري الذي تم اختياره أعلى أو أقل من العائد المتوقع أو المتوسط. وعليه فكلما كان الانحراف المعياري صغيرا كلما جاءت العوائد قريبة من العائد المتوقع أو المتوسط، أي قل تشتت تلك العوائد وبالتالي قلت مخاطر الاستثمار المعني.

### المطلب الرابع: نماذج تسعير المخاطر

هنالك العديد من النماذج التي تستخدم لتحديد الموازنة الأفضل بين العائد والمخاطر عند الاستثمار في المنتجات المالية أو المحافظ المالية، ونجد منها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لوليام شارب سنة 1964، والذي يعتمد على معادلة رياضية سهلة الاستخدام والتطبيق، وتتضمن متغير وحيد هو عائد محفظة السوق، ويعتبر هذا النموذج من أهم الاكتشافات في الاقتصاد المالي الحديث، حيث أنه بالرغم من الانتقادات لهذا النموذج ومن ثم ظهور العديد من النماذج الأخرى والتي تعتمد على عوامل متعددة كمصادر للخطر، مثل نظرية المراجحة والتي ظهرت في عام 1976، ومن ثم نموذج فاما وفرنش متعدد العوامل في عام 1993، وعلى الرغم من ظهور العديد من الإضافات والاقتراحات والتعديلات على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية نفسه، إلا أنّ النموذج الأساسي يتمتع بالبساطة والسرعة والسهولة، هذه الميزات التي أبقت هذا النموذج مستخدما إلى اليوم وعلى نطاق واسع من قبل أغلب المختصين في المجال المالي. وسيتم عرض هذه النماذج فيما يلي:

<sup>1</sup> - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي، مرجع سبق ذكره، ص 203.

<sup>2</sup> - جبار محفوظ، الأسواق المالية - الجزء الثالث، مرجع سبق ذكره، ص 88.

### أولاً: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Assets Pricing Model

يُعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) تطوراً لنظرية المحفظة، حيث يوفر هذا النموذج إطار عام لتحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة على كل أنواع الأصول المالية، أي معرفة ما هو العائد الذي يتناسب مع مخاطر أصل مالي ما، وسيتم في هذا العنصر التطرق إلى أساسيات هذا النموذج.

#### 1- فروض نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يقوم نموذج CAPM على عدة فروض تتلخص فيما يلي<sup>1</sup>:

- يركز المستثمرون في تعظيمهم للمنافع من توظيفهم للأموال واختيارهم للمحافظ البديلة على فترة واحدة، وذلك على أساس العائد المتوقع والانحراف المعياري للمحفظة. يساعد هذا الفرض في تقدير العائد الحالي من المخاطر بكيفية أدق؛
- يستطيع المستثمرون الإقراض والاقتراض لأي مبلغ يريدون بسعر فائدة يعادل سعر الفائدة على الأصول الحالية من المخاطر، وأنه لا توجد قيود على البيع على المكشوف للأصول المتاحة؛
- للمستثمرين تقديرات متجانسة فيما يتعلق بالعوائد المتوقعة للأوراق المالية، التباين والتغاير فيما بين تلك الأوراق، أي لهم توقعات متماثلة؛
- تمتاز الأوراق المالية بخاصية التجزئة الكاملة والسيولة العالية، حيث يمكن للمستثمر أن يوظف أمواله في أي سهم مهما كان حجم رأسماله صغيراً؛
- أنه لا توجد تكلفة للمعاملات (الصفقات) ولا ضرائب على العوائد المحققة؛
- نظراً للعدد الهائل من المستثمرين فإنهم لا يؤثرون في أسعار الأوراق المالية المتداولة، فصفقات البيع والشراء التي يقومون بها لا تزعزع الأسعار في السوق المالية؛
- يحصل المستثمرون على المعلومات في نفس الوقت وعلى قدم المساواة وبدون تحمل أي تكلفة، وهذا انعكاس لكفاءة السوق المالية؛
- أن عدد الأوراق المالية المتداولة (الأصول) معروف ومحدد أسهم وسندات مثلاً؛
- المستثمر يبغض المخاطر بطبعه ويسعى لتعظيم العائد، فلو تُخبر بين استثمارين بنفس مستوى المخاطر لاختار أعلاهما عائداً، ولو تُخبر بين استثمارين آخرين يُدران نفس العائد لاختار أقلهما مخاطرة؛
- ويضيف (Brealy & Mayer) فرضاً آخر يتمثل في كون أن أهم خاصية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية كونه يعبر عن عائد أي ورقة مالية انطلاقاً من عائدي استثمارين مرجعيين هما أدونات الخزينة ومحفظة السوق.

<sup>1</sup> - جبار محفوظ، الأسواق المالية - الجزء الأول، مرجع سبق ذكره، ص ص 122-123.

2- الصيغة الرياضية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية

يعكس نموذج تسعير الأصول الرأسمالية العلاقة بين العائد والمخاطرة باستخدام معامل بيتا كمقياس للمخاطرة. وفي هذا النموذج يتحدد معدل العائد المطلوب على الاستثمار الخطر من خلال إضافة علاوة المخاطرة الى معدل العائد الخالي من المخاطرة. إذ أنّ العائد المتوقع لأي أصل مالي يعطى بالعلاقة الخطية التالية<sup>1</sup>:

$$r_i = r_f + \beta_i (r_m - r_f)$$

حيث أنّ:

$r_i$ : معدل العائد المطلوب على السهم  $i$ .

$r_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

$\beta_i$ : معامل بيتا للسهم  $i$ .

$r_m$ : معدل العائد على محفظة السوق.

$(r_m - r_f)$ : علاوة مخاطرة السوق.

مثال:

نفترض أننا نفكر في شراء سهم  $A$ ، عائدته يقدر ب  $r = 0.16$ ، مع العلم أن  $\beta_A = 1.3$ ، وأن عائد الأصل الخالي من المخاطرة هو  $r_f = 0.02$ ، وأنّ العائد المتوقع للسوق هو  $r_m = 0.12$ .

فما هو القرار الأمثل الذي سيؤخذ هل سنقوم بشراء السهم  $A$  أم لا؟

- سيتم أولاً حساب العائد المتوقع للسهم  $A$  باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، أي معرفة العائد الذي يتناسب مع مخاطر السهم  $A$ .

$$r_A = r_f + \beta_A (r_m - r_f)$$

$$r_A = 0.02 + 1.3 (0.12 - 0.02)$$

$$r_A = 0.15$$

إذن فعائد السهم  $A$  الذي سيتناسب مع مخاطره هو  $r_A = 0.15$

<sup>1</sup> - فؤاد عبد الحميد النواجحة، قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين - دراسة تحليلية مقارنة، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، 2014، ص 75.

ونجد أنّ العائد المتوقع للسهم A يقدر بـ  $0.16 > 0.15$  إذن يتم شراء السهم A، وفي حالة وُجد  $r_A$  أكبر من العائد المتوقع أي أن العائد المتوقع لا يتناسب مع مخاطر هذا السهم فإنه يُستغنى عن فكرة شراء هذا السهم.

### 3- انتقادات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

على الرغم من الأهمية الكبيرة للنموذج في تحديد العلاقة بين العائد والمخاطرة، ورغم أنّه مازال مستخدماً حتى يومنا هذا في تقييم أداء المحافظ المالية وتحديد معدل العائد المطلوب، واجه (CAPM) العديد من الانتقادات، ومن بينها<sup>1</sup>:

- يصعب معرفة (حصر) كل قيم معدلات عائد الأصل المالي والسوق المالية، ومن ثم معامل بيتا ذلك أنّ المعلومات ليست متاحة كلياً. فكل الدراسات تبين بأنّ هناك انحرافات لا يستطيع النموذج تفسيرها؛
- توجد دائماً انحرافات بين مخرجات النموذج والملاحظات الميدانية، ولكن الباحثون يرجعون ذلك إلى أنّ المحفظة المعتمدة كمحفظة للسوق ليست هي بالفعل، فهناك أصول مالية أخرى لم يتم أخذها بعين الاعتبار، ونظراً لصعوبة ذلك، يبقى هذا الانتقاد متصل بهذا النموذج؛
- لا يأخذ النموذج بعين الاعتبار التأثيرات الخاصة بأرباح السهم، لأنّ هذه الأخيرة لها تأثير قوي على معامل بيتا (خاصة في المرحلة التي تشمل تاريخ توزيع الأرباح)، خاصة عندما تكون حركة الأصول قوية في السوق (تداول وتجديد وزيادة الأصول المتداولة) مما يزيد من فجوة التأثير؛
- توصلت بعض الدراسات إلى وجود علاقة عكسية بين معدلات عائد الأصول المالية ومعامل بيتا، وهذه النتيجة لا تتوافق مع النموذج (كدراسة فاما وفرانش)، ولكن مثل هذه الدراسات كانت محدودة.

<sup>1</sup> - بدريني عيسى، شريط حسين الأمين، دراسة واقعية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في بورصة الجزائر "سهم أن سي أ روية كنموذج"، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 18، 2017، ص 57.



### ثانياً: نموذج تسعير المراجعة

بعد الانتقادات التي وجهت لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية بسبب اعتماده على فرضيات متعددة مقيدة للتحليل، مما قلل من قيمته عند التطبيق العلمي، كذلك اعتباره بأن معدل العائد المطلوب في السوق يعتمد على عامل واحد فقط وهو مخاطر السوق، بينما يشير الواقع إلى أن معدل العائد يتأثر بمجموعة من العوامل الاقتصادية الأخرى. مما استوجب إيجاد نموذج آخر أكثر تفسيراً وتحليلاً للوضع، وبذلك ظهر نموذج تسعير المراجعة لبحث العلاقة بين العائد والمخاطر، ويعتبر كنموذج بديل لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية<sup>1</sup>.

#### 1- فروض نموذج تسعير المراجعة

قام نموذج تسعير المراجعة على ثلاث فروض أساسية، وهي<sup>2</sup>:

- تتميز أسواق رؤوس الأموال بالمنافسة الكاملة وإمكانية البيع على المكشوف وإجراء المراجعة باستمرار؛
- يسعى المستثمرون لتعظيم ثرواتهم في ظروف التأكد؛
- يتأثر عائد الورقة المالية بمجموعة من العوامل، الأمر الذي يحتم تمثيل تلك العلاقة بنموذج متعدد العوامل أو المتغيرات.

#### 2- الصيغة الرياضية لنموذج تسعير المراجعة

إنّ نموذج تسعير المراجعة يقوم على أكثر من متغير أو هو متعدد العوامل، وبالتالي تأخذ الصيغة الرياضية له الشكل التالي<sup>3</sup>:

$$R_i = R_f + (R_1 - R_f)\beta_{i1} + (R_2 - R_f)\beta_{i2} + \dots + (R_m - R_f)\beta_{im}$$

حيث:

$R_i$ : معدل العائد المتوقع أو المطلوب للسهم I.

$R_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطر.

$\beta_{i1}, \beta_{i2}, \dots, \beta_{im}$ : درجة حساسية السهم لعوامل الخطر.

$R_1, R_2, \dots, R_m$ : معدل العائد لعوامل الخطر.

<sup>1</sup> - عبد اللطيف مصطفى، عبد الله عيشل، العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية في بورصة الدار البيضاء، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، عدد 03، 2017، ص 43.

<sup>2</sup> - جبار محفوظ، الأسواق المالية-الجزء الثالث، مرجع سبق ذكره، ص 129.

<sup>3</sup> - فؤاد عبد الحميد النواحة، مرجع سبق ذكره، ص 78.

### 3- عيوب نموذج تسعير المراجعة

- واجه نموذج تسعير المراجعة العديد من الانتقادات شأنه في ذلك شأن نماذج التسعير الأخرى، منها انتقادات دريمز وغولتكن (Dhrymes, Gultekin) في شكل عدة تحفظات وتساؤلات، منها<sup>1</sup>:
- تظهر في نتائج الاختبارات العديد من معاملات بيتا التي لا تساوي الصفر، بمعنى أنه يمكن اعتبارها عوامل مسعرة ولكن ليس لها معنوية إحصائية، وبالتالي يجب دراسة العوامل بحسب تأثيرها وليس بحسب عددها؛
  - كيف يمكن تحديد عدد العوامل في التحليل العملي؟ فقد أظهرت دراستهم أنه إذا ما تم تجزئة البيانات إلى محافظ ظهر عدد محدود من العوامل المسعرة، ولكن عند إدخال جميع البيانات زاد عدد العوامل بشكل واضح؛
  - القدرة الاستكشافية للنموذج تتفوق على CAPM ولكنها تبقى بدرجة متوسطة.
- كما أن من عيوب نموذج التسعير بالمراجعة أنها تتجاهل أهمية ودور المعلومات المحاسبية في تفسير التغيرات التي تطرأ على عائدات السهم، حيث أن نموذج التسعير بالمراجعة يرى أن العوامل الاقتصادية هي التي تؤثر على عائدات الأسهم<sup>2</sup>.

### ثالثا: نموذج فرانش وفاما (نموذج العوامل الثلاث)

ظهر هذا النموذج من قبل الباحثان الأمريكيان فرانش وفاما سنة 1993، وهو يسمى أيضا بنموذج العوامل الثلاث (عامل السوق، عامل الحجم، عامل القيمة)، وفي هذا العنصر سيتم التعرف على أساسيات هذا النموذج.

### 1- فروض نموذج فرانش وفاما:

يقوم هذا النموذج على افتراض أن خط سوق رأس المال يجب أن يحتوي على ثلاثة عوامل أساسية، العامل الأول هو معامل بيتا للسهم والذي يقيس خطر السوق للسهم، حيث يفترض أن هناك علاقة طردية مهمة ما بين معامل بيتا والعائد المطلوب. أما العامل الثاني فهو حجم الشركة والذي يقاس بواسطة القيمة السوقية لقيمة السهم، حيث يفترض أن الشركات الصغيرة تمتلك خطر أكبر من الشركات الكبيرة، لذا فإن الشركات الصغيرة يكون عائدها المطلوب أكبر من عائد الشركات الكبيرة<sup>3</sup>. أما العامل الثالث فهو القيمة الدفترية مقسومة على القيمة السوقية B/M، حيث يفترض النموذج أنه إذا كانت القيمة السوقية للسهم أكبر من القيمة الدفترية، فإن المستثمر يكون متفائلا حول مستقبل السهم، والعكس صحيح فإذا كانت

<sup>1</sup> - Dhrymes, P. J. Friend, I. and, Gultekin, B. N. "A Critical Re-Examination of the Empirical Evidence on the Arbitrage Pricing Theory", The Journal of Finance, Vol. 39, No. 2, June - 1984, P P 323-324.

<sup>2</sup> - الصعيدي إسماعيل جميل، العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي، جامعة الأزهر- غزة، رسالة ماجستير، 2011، ص 40.

<sup>3</sup> - Clive Gaunt, Size and book to market effects and the Fama French three factor asset pricing model: evidence from the Australian stock market, Accounting & Finance, volume 44, issue 1, 2004, p : 29.

القيمة السوقية للسهم أقل من القيمة الدفترية فإنّ المستثمر يكون متشائماً حول مستقبل السهم<sup>1</sup>، لذا فإنّ الشركات التي تمتلك معدل مرتفع لـ B/M يكون لها عائد أكبر من الشركات التي تمتلك معدل منخفض لـ B/M.

## 2- الصيغة الرياضية لنموذج فرانش وفاما

يمكن صياغة معادلة نموذج فرانش وفاما ذو العوامل الثلاث كالتالي<sup>2</sup>:

$$E(R_i) - R_f = \beta_0 + \beta_1 [ E(R_m) - R_f ] + \beta_2 E(SMB) + \beta_3 E(HML) + \epsilon_i$$

حيث:

$R_i$ : معدل العائد على الورقة  $i$ ؛

$R_f$ : معدل العائد الخالي من المخاطر؛

$\beta_0$ : قيمة ثابتة؛

$R_m$ : معدل العائد المطلوب على الاستثمار في محفظة السوق؛

SMB (Small Minus Big) الفرق بين عائد المحفظة المكونة من أسهم صغيرة وعائد الأسهم الكبيرة (الحجم)؛

HML (Hight Minus Lows) الفرق بين عائد محفظة تمتاز بنسبة عالية من القيمة الدفترية لرأس المال الخاص إلى القيمة السوقية لرأس المال الخاص وعائد محفظة تمتاز بنسبة منخفضة منها؛

$\beta_1$ : حساسية الورقة تجاه التغيرات في معدل العائد لمحفظة السوق؛

$\beta_2$ : حساسية الورقة للفرق الأول، أي استجابتها للحجم؛

$\beta_3$ : حساسية الورقة للفرق الثاني، أي استجابتها لنسبة القيمة الدفترية إلى القيمة السوقية لرأس المال أو الرسملة؛

$\epsilon_i$ : حد الخطأ.

ومنه فنموذج العوامل الثلاث لفرانش وفاما لديه القدرة على تقديم تفسير أفضل للعوائد مقارنة بالنماذج الأخرى (CAPM و نموذج المراجعة)، إلا أنه هو الآخر غير مثالي ولهذا فقد ظهرت العديد من الاقتراحات والتعديلات على النماذج الثلاث ويبقى البحث مستمر للوصول إلى النموذج المثالي الذي يحدد الموازنة الأفضل بين العائد والمخاطر للاستثمار في المنتجات المالية.

<sup>1</sup> - Fama.E and French. K, **The Cross-Section of Expected Returns**, Journal Of Finance, 1992, p : 427.

<sup>2</sup> - John Bracchini & all, **Fama-French Factors: Predictability and Asset Allocation**, 2002, p: 03, available at: [https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453\\_2002/LCLAM/LCLAM.doc](https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453_2002/LCLAM/LCLAM.doc)

### المبحث الثالث: دور الهندسة المالية في تطوير المنتجات المالية

هناك عدد من النظريات حول أسباب وجود ونشوء الابتكار المالي. لكن يمكن تلخيصها في أنها استجابة لقيود معينة تعوق تحقيق الأهداف الاقتصادية، كالربح والسيولة وتقليل المخاطرة. هذه القيود قد تكون قانونية مثل منع عقود أو تعاملات معينة قانوناً، أو قيود تقنية مثل صعوبة نقل منتجات معينة أو تحويل مواد إلى أخرى، أو قيود اجتماعية مثل تفضيل نوع معين من المنتجات على أخرى. فالحاجة لتجاوز هذه القيود لتحقيق الأهداف الاقتصادية هي التي تدفع المتعاملين للابتكار والاختراع، كما هو شأن النشاط البشري في سائر أوجه الحياة الإنسانية.

ويمكن تلخيص حاجة مؤسسات الصناعة المالية لتطوير منتجاتها في النقاط التالية:<sup>1</sup>

- تنوع مصادر الربحية للمؤسسة المالية؛
  - تجنب تقادم المنتجات الحالية للمحافظة على النمو وكما هو معلوم أن لكل منتج دورة حياة وفي مرحلة تشبع السوق يتوقف الطلب على المنتج ويستقر عند أدنى مستوياته؛
  - تقليل مخاطر الاستثمار بتنوع صيغته وقطاعاته؛
  - دعم المركز التنافسي للمؤسسة المالية في السوق؛
  - التطوير المستمر للمنتجات يزيد من خبرة المؤسسة ويقيها في حيوية مستمرة.
- ومنه فالتكلم عن تطوير المنتجات المالية سيقود مباشرة إلى الهندسة المالية، وهذا ما سيتم التطرق إليه في هذا المبحث.

<sup>1</sup> - محمد عمر جاسر، نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة، المحور الثالث: صيغ التمويل الإسلامية وتطوير المنتجات (الخدمات) الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية المقام تحت عنوان " الواقع . وتحديات المستقبل"، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين في الفترة 20-21 مارس 2010 صنعاء - الجمهورية العربية اليمنية، ص 8.

## المطلب الأول: مفهوم الهندسة المالية

لظالما عُرِفَت الهندسة المالية بأنها نواة النظام المالي العالمي ومقياس لأداء الكيانات المالية وفعاليتها وكفاءتها، فالأمم تسعى لتحقيق كفاءة وريادة في اقتصادياتها بتدفق الأموال الطائلة لبناء بيئة مالية قائمة على الهندسة المالية التي من شأنها تعزيز السيولة المالية وتطوير الأدوات المالية وخلق قنوات إيرادية إضافية. حيث دججت الهندسة المالية بين الاقتصاد، والرياضيات، ونظرية الاحتمالات، والاحصاء، تحليل السلاسل الزمنية، بحوث العمليات، ...<sup>1</sup>. وهذا المطلب لتوضيح مفهوم الهندسة المالية.

### أولاً: تعريف الهندسة المالية

هناك العديد من التعاريف التي تطرقت إلى الهندسة المالية منها:

- الهندسة المالية تنطوي على التطوير والتطبيق المبتكر للنظرية المالية والأدوات المالية لإيجاد حلول للمشاكل المالية المعقدة واستغلال الفرص المالية، فالهندسة المالية ليست أداة بل المهنة التي تستخدم الأدوات، وهي تختلف عن التحليل المالي، فمصطلح "تحليل" يعني تشييت الشيء لفهمه أما مصطلح "الهندسة" فيعني بنية<sup>2</sup>.

- الهندسة المالية هي التطوير والتطبيق الخلاق للتكنولوجيا المالية لحل المشاكل التمويلية والاستفادة من الفرص التمويلية.<sup>3</sup>

- الهندسة المالية هي تصميم أنواع جديدة من الأوراق المالية لإشباع حاجات لا تلبها الأوراق القائمة<sup>4</sup>.

- الهندسة المالية هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، إضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل<sup>5</sup>.

ويمكن تقسيم عملية الهندسة المالية إلى خمس خطوات هي:<sup>6</sup>

- **التشخيص:** التعرف على طبيعة المشكلة ومصدرها؛

- **التحليل:** إيجاد أفضل حل للمشكلة في ظل الوضع الحالي للتنظيم، التكنولوجيا، والنظرية المالية. وأفضل حل

مُصمّم هو عادة أداة جديدة (أو مجموعة من الأدوات)، كما يمكن أن يكون وسيط مالي جديد تماماً؛

<sup>1</sup>- Masanobu Taniguchi, Junichi hirukawa, kenichiro TaMaki, **Optimal Statistical Inference in Financial Engineering**, Taylor & Francis Group, 2008, p:xi site:

[http://nozdr.ru/data/media/biblioteka/kolxo3/M\\_Mathematics/MV\\_Probability/MVsa\\_Statistics%20and%20applications/Taniguchi%20M.%20et%20al.%20Optimal%20statistical%20inference%20in%20financial%20engineering%20\(Taylor.%202008\)\(ISBN%209781584885917\)\(368s\)\\_MVsa\\_.pdf](http://nozdr.ru/data/media/biblioteka/kolxo3/M_Mathematics/MV_Probability/MVsa_Statistics%20and%20applications/Taniguchi%20M.%20et%20al.%20Optimal%20statistical%20inference%20in%20financial%20engineering%20(Taylor.%202008)(ISBN%209781584885917)(368s)_MVsa_.pdf)

<sup>2</sup> - Jack Marshall, **What Is Financial Engineering**, ([www.fenews.com/what-is-fe/htm](http://www.fenews.com/what-is-fe/htm)) 26-01-2006.

<sup>3</sup> - عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص145

<sup>4</sup> - تأليف مائير موهين، ترجمة عبد الحكيم أحمد الخزامي، الأسواق والمؤسسات المالية: الفرص والمخاطر، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2007، ص 49.

<sup>5</sup> - فتح عبد الرحمان علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية، مدخل الهندسة المالية الإسلامية، مجلة المصرفي، المجلد 26، بنك السودان، الخرطوم،

ديسمبر 2002، من الموقع: [www.bankofsudan.org](http://www.bankofsudan.org)

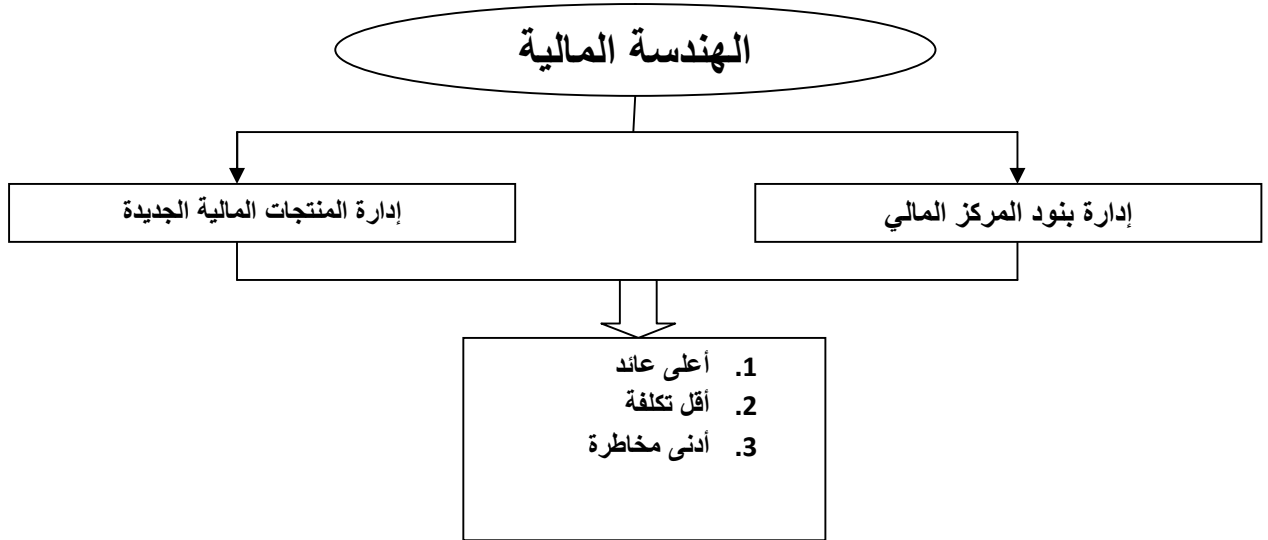
<sup>6</sup> - Robert C.Merton, **A Functional Perspective of Financial Intermediation**, a research in: financial Management, vol 24, 1995, pp: 28-29 <http://www.people.hbs.edu/rmerton/afunctionalperspective.pdf>

- الإنتاج: إنتاج أداة جديدة إما عن طريق الاكتتاب بين طرفي المعاملة، أو عن طريق توليفها من خلال استراتيجية تداول ديناميكية، أو عن طريق تركيبة بينهما معاً؛
  - التسعير: تحديد تكلفة الإنتاج وهامش الربح؛
  - التخصيص: إيجاد أداة تلائم الاحتياجات الخاصة لكل عميل (في معظم الحالات، المشكلة المتناولة تكون ذات صلة بأكثر من عميل واحد)، كما يجب الأخذ بعين الاعتبار المبادلة تكلفة-منفعة في تقرير ما إذا كان إجراء التغييرات المفصلة تناسب كل فرد على نحو أدق.
- مما سبق يمكن القول أنّ الهدف الرئيس للهندسة المالية هو إيجاد منتجات مالية جديدة تُساعد على جعل الأسواق أكثر تكاملاً وكفاءة وأكثر سيولة وبالتالي أكثر استقراراً.

#### ثانياً: فلسفة الهندسة المالية

تتجسد فلسفة الهندسة المالية في تطوير مجموعة من الأدوات المالية الجديدة، تُساعد المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع الظروف فائقة التعقيد وسريعة التغير التي تتسم بها هذه الأسواق في الوقت الحاضر<sup>1</sup>، وترتكز فلسفة الهندسة المالية على التحليل والقرارات الدورية الخاصة بالمنتجات المالية والتبادل والتوافق المختلفة التي تحقق أعلى عائد بأقل مخاطر، ومحاوله تغيير المنتجات المالية وتعديلها لتجنب المخاطر وزيادة العائد (تبديل أسهم بأسهم أو سندات بسندات أو أسهم بسندات أو عملة بأخرى حسب تقلبات وديناميكيات أسواق المال)، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم (3-14): فلسفة الهندسة المالية



المصدر: هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص32.

<sup>1</sup> -هاشم فوزي دباس العبيدي، مرجع سبق ذكره، ص 31.

### ثالثاً: أسباب ظهور الهندسة المالية

يشير بعضهم إلى أهم العوامل التي ساعدت على ظهور مفهوم الهندسة المالية وإنزاله إلى أرض الواقع منها<sup>1</sup>:

#### 1. الاحتياجات المختلفة للمستثمرين وطالبي التمويل:

قامت الوسائط المالية (من بنوك، شركات تأمين، شركات استثمار، وسماسرة...) عموماً لتسهيل تحويل الأموال من وحدات الفوائض النقدية لوحدة العجز المالي، ويُمكن القول بأن هذه المهمة كان من الممكن للأفراد القيام بها بأنفسهم، على الأقل نظرياً، من دون الحاجة لوجود هذه المؤسسات والوسائط المالية. ولكن أصبح من المسلم به الآن أن قيام الأفراد بهذا العمل يؤدي لشيء كثير من عدم الفعالية وقلة في الكفاءة المدركة. وعلى الرغم من ذلك فإن ظهور الاحتياجات الجديدة والمتطورة لوسائل تمويل مختلفة من حيث التصميم وتواريخ الاستحقاق جعل من العسير على هذه الوسائط المالية بصورتها التقليدية ومهامها القديمة من إشباع رغبات المستثمرين والمشاركين في أسواق المال عموماً. ولذلك ظهرت الحاجة للابتكار ولابتداع وسائل جديدة لمقابلة هذه الاحتياجات.

#### 2. تقنية المعلومات ومفهوم السوق العريض:

مما لا شك فيه أن تقنية الحاسوب قد أثرت على القطاع المالي بصورة كبيرة، سواء حدوده ومفهومه أو طريقة عمله. فقد أثر الحاسوب على أشياء أساسية في هذا السوق مثل ماهية النقود نفسها، وعلى أشياء فرعية مستحدثة مثل كيفية عمل التحويلات النقدية بين العملاء. ولكن ظهور شبكات الاتصال بالذات ساعد على تحويل الأسواق العالمية المتعددة والمنفصلة إلى سوق مالي كبير، تنعدم فيه الحواجز الزمانية والمكانية ويصل مداه إلى مدى وصول المعلومة المرسله. ونظراً لأنّ هناك احتياجات مختلفة في أجزاء مختلفة من العالم المترابط بواسطة هذه الشبكات فقد أصبح من السهل تصميم الاحتياجات ومقابلتها بالاعتماد على قاعدة عريضة وواسعة من المشاركين في هذا السوق العالمي الكبير، وبالطبع كلما زاد عدد المشاركين في هذه الأسواق، كلما تمكن مبتكروا ومصممو الأوراق والأدوات المالية من العمل بصورة اقتصادية مقبولة، أي أنهم يجدون مساحة واسعة للحركة وكلما صمموا أو ابتكروا أداة جديدة وجدوا من يطلبها ويقبلها.

#### 3. ظهور مفهومي الكفاءة والفعالية:

يعني مفهوم الفعالية في سوق المال مدى مقدرة السوق على مقابلة احتياجات المشاركين فيه، بينما تعني الكفاءة المدى الذي تستطيع فيه هذه الأسواق مقابلة هذه الاحتياجات بتكلفة قليلة أو بوفورات ملحوظة، وبسرعة ودقة عاليتين وهذين المعيارين (الكفاءة والفعالية) يأخذان أهمية أكبر في حالة توسع قاعدة المشاركين، وتوجه الأسواق عموماً نحو درجات عالية من تجويد وتقديم الخدمات للعملاء ولذلك نجد في هذا الجو أدوات أو وسائل مالية (مثل تبادل أسعار الفائدة) تحل محل طرق تمويل قديمة نسبياً مثل إعادة تمويل القروض.

<sup>1</sup> - عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، محور البحث: التمويل الإسلامي في مقابل التمويل التقليدي، مؤتمر الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع، جامعة الكويت، من 15-16 ديسمبر 2010، ص 03.

- ويمكن تلخيص الأسباب المباشرة لنشأة هذه الأدوات الجديدة فيما يلي:
- أن هذه الأدوات والوسائل المبتكرة تقلل تكاليف المعاملات بين الوحدات المختلفة؛
  - أنه عن طريقها يمكن خلق أنواع جديدة من الأوراق المالية وبذلك يمكن مقاسمة المخاطر بطرق جديدة وإلى أبعاد جديدة؛
  - عن طريقها يمكن التغلب على كثير من العوامل الخارجية المؤثرة مثل تغير قوانين الضرائب والقوانين المنظمة لعمل الأسواق المالية في دولة دون الأخرى.

### المطلب الثاني: مجالات الهندسة المالية وأهدافها

هناك ثلاث مجالات تُحدد نطاق الهندسة المالية وسيتم عرضها في هذا العنصر، إضافة إلى أهم الأهداف الأساسية التي تسعى لتحقيقها.

#### أولاً: مجالات الهندسة المالية

انطلاقاً من تعاريف الهندسة المالية، فإن نطاق الهندسة المالية يتحدد بثلاثة مجالات رئيسية<sup>1</sup>:

- 1- **المجال الأول:** يتمثل في ابتكار أدوات مالية جديدة، مثال ذلك تقديم أنواع مبتكرة من السندات أو الأسهم الممتازة والعادية، وعقود المبادلة، التي تغطي احتياجات منشآت الأعمال...
- 2- **المجال الثاني:** يتمثل في ابتكار عمليات مالية جديدة من شأنها أن تخفض تكاليف المعاملات، مثال ذلك التداول الإلكتروني للأوراق المالية، وابتكار فكرة سمسار الخصم. هذا فضلاً عن الأساليب المبتكرة للاستخدام الكفء للموارد المالية.
- 3- **المجال الثالث:** يتمثل في ابتكار حلول خلاقة مبدعة للمشكلات المالية التي تواجه منشآت الأعمال، مثال ذلك ابتكار الاستراتيجيات الجديدة لإدارة مخاطر الاستثمار، أو أنماط جديدة لإعادة هيكلة منشآت الأعمال للتغلب على مشكلات قائمة، ومن الأمثلة على ذلك عملية تحويل الشركة من النمط المساهم إلى نمط الملكية الخاصة، وتنمية استراتيجيات دفاعية تستخدمها إدارة المنشأة في مواجهة محاولات السيطرة العدوانية من أطراف أخرى.

<sup>1</sup> - عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص 07.



ثانيا: أهداف الهندسة المالية

تسعى الهندسة المالية إلى تحقيق مجموعة من الأهداف، أهمها:

1- التحوط: إنّ المقصود من التحوط هو التقليل من المخاطر التي يمكن أن تحدث<sup>1</sup>. وهناك استراتيجيتين

للتحوط من مختلف المخاطر التي قد تواجه المستثمرين هما<sup>2</sup>:

أ. استراتيجية التحوط باستخدام مركز قصير short hedge: حيث تسمح هذه الاستراتيجية للمستثمر

بأن يبيع أصلا ماليا أو سلعة وفق عقد يُنفذ مستقبلا، فيتجنب مخاطر انخفاض الأسعار من خلال

الاحتفاظ بمركز قصير في السوق المستقبلي، ويحقق بذلك الربح المتمثل في الفرق بين السعر السوقي

للأصل أثناء التنفيذ (السعر المنخفض) وسعر البيع المتفق عليه في العقد (السعر المرتفع).

يُعتبر البيع على المكشوف مثلا على ذلك، حيث يقوم من خلاله المستثمر الذي يتوقع انخفاض القيمة

السوقية لأوراق مالية معينة، باقتراض تلك الأوراق من السمسار، من أجل بيعها في الوقت الحاضر،

على أن يقوم بشرائها عند انخفاض قيمتها، ثم تسليمها للمقرض في الوقت المتفق عليه، وبالتالي يستفيد

المستثمر من قيمة الفرق بين ثمن بيع الورقة المالية و ثمن شرائها.

ب. استراتيجية التحوط باستخدام مركز طويل long hedge: حيث تسمح هذه الاستراتيجية للمستثمر

بأن يشتري أصلا ماليا أو سلعة وفق عقد يُنفذ مستقبلا، فيتجنب مخاطر ارتفاع الأسعار من خلال

الاحتفاظ بمركز طويل في السوق المستقبلي، ويتحقق بذلك الربح المتمثل في الفرق بين السعر السوقي

للأصل أثناء التنفيذ (السعر المرتفع) وسعر البيع المتفق عليه في العقد (السعر المنخفض).

2- المضاربة: "هي عملية تداول الأوراق المالية بهدف تحقيق الربح من توقع الأسعار في المستقبل، اعتمادا

على المعلومات التي يجمعها المضارب ويُجلبها، أو في بعض الأحيان التي يصنعها"<sup>3</sup>.

<sup>1</sup>-Asyraf Wajdi Dusuki, Shabnam Mokhtar, **The Concept and Operations of Swap as a Hedging Mechanism for Islamic Financial Institutions**, International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance, Malaysia,2010,p 3 .

<sup>2</sup> - سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعتها، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005، ص ص: 77-78.

<sup>3</sup> - السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الطبعة الأولى، 2010، ص 112.

### المطلب الثالث: استراتيجيات الهندسة المالية

يُقصد باستراتيجية الهندسة المالية التشغيل الفعال لمصادر واستخدامات الأموال بالإضافة إلى التشغيل الديناميكي للمنتجات المالية الجديدة عن طريق الصفقات التي تعقد لأوامر تنفذ في المستقبل<sup>1</sup>.

تُركز استراتيجية الهندسة المالية على ما يلي<sup>2</sup>:

1. تحديد عناصر القوة الداخلية للمشروع (الأصول المادية والمالية قصيرة الأجل وطويلة الأجل: أصول متغيرة وأصول ثابتة، حقوق الملكية والخصوم طويلة وقصيرة الأجل)؛
2. تحديد فرص الاستثمار والتمويل في أسواق المال وخارج أسواق المال، والتي تعمل على ربط إمكانيات المشروع بتلك الفرص؛
3. تجنب التهديدات والمخاطر المالية في الأدوات المالية مثل تذبذب أسعار الفائدة على السندات والقروض وتغيرات أسعار الصرف والمخاطر الأخرى؛
4. الاستفادة من تغيرات الأسعار في أسواق المال في تعديل محفظة الاستثمار لزيادة العائد وخفض المخاطر؛
5. بناء وإعادة بناء المنظومات المالية لكل من الأجل القصير والأجل البعيد بصفة دورية في ضوء التغيرات الداخلية والخارجية بسوق المال والبيئة والمحيط:

- **إدارة المنظومة المالية اليومية:** وتخص الأوراق المالية والنقدية وأوراق القبض وأوراق الدفع والمقاصة وتبديل السندات والأسهم والفائدة العالية بأقل منها وفروق أسعار العملات، وتهدف المنظومة المالية اليومية إلى الاستفادة من القيمة الزمنية للنقود وتذبذبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة والتسويات بما يزيد من التدفقات المالية الداخلة عن التدفقات المالية الخارجة.

- **إدارة المنظومة المالية قصيرة الأجل:** وتهدف إلى ربط تمويل الأصول المتداولة من مصادر تمويل قصيرة الأجل والإدارة المثالية لكل بنود الأصول والخصوم المتداولة كما تهدف تلك المنظومة أيضا إلى الاستفادة من اتجاهات التغير في أسعار الفائدة وأسعار الصرف ومعدلات التضخم خلال العام الواحد ومن عملياتها: إدارة النقدية، إدارة الحساب الجاري بالبنك، إدارة الأوراق المالية سريعة التسويق، إدارة المخزون التام الصنع ونصف المصنع والمواد الخام، إدارة أوراق القبض والمدينين، إدارة أوراق الدفع والدائنين، إدارة الضرائب والرسوم وإدارة الربحية والمركز الثقافي في الأسواق المالية.

<sup>1</sup> - أوصالح عبد الحليم، فعالية الهندسة المالية في التحول نحو الاقتصاد الأخضر، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة

المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي 5 و 6 ماي 2014، جامعة سطيف 1، ص 13-14

<sup>2</sup> - فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2008، ص 132-133.

- إدارة المنظومة المالية طويلة الأجل: لضمان تمويل الأصول الثابتة (الاستثمارات المادية) من مصادر تمويل طويلة الأجل (حقوق الملكية، الأسهم العادية والممتازة، الخصوم، القروض الطويلة والمتوسطة الأجل) فالاستثمار في الأصول الثابتة كالألات والمعدات والأراضي والمباني وغيرها يحتاج إلى إدارة فعالة في:

- اختيار فرص الاستثمار وقياس العائد؛
- تحديد تكلفة التمويل؛
- تحديد مخصصات الاهتلاك.

### المطلب الرابع: الهندسة المالية الإسلامية

يقصد بالهندسة المالية الإسلامية: " مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار موجّهات الشرع الحنيف"<sup>1</sup>. ويلاحظ أن هذا التعريف مطابق لتعريف الهندسة المالية غير أنه أضاف عنصراً جديداً و هو أنه يأخذ بعين الاعتبار ضرورة أن يكون موافقاً للشرعية الإسلامية.

#### أولاً: خصائص الهندسة المالية الإسلامية

للهندسة المالية الإسلامية عدة خصائص، توجز فيما يلي:

**1- المصدقية الشرعية:** تعني المصدقية الشرعية أن تكون المنتجات الإسلامية موافقة للشرع بأكبر قدر ممكن، وهذا يتضمن ابتعاد الخروج من الخلاف الفقهي قدر المستطاع. إذ ليس الهدف الأساس من الصناعة المالية الإسلامية ترجيح رأي فقهي على آخر، وإنما التوصل إلى حلول مبتكرة تكون محل اتفاق قدر الإمكان. و عليه ينبغي أن نفرق ابتداءً بين دائرة ما هو جائز شرعاً، وبين ما تطمح إليه الصناعة الإسلامية. فالصناعة الإسلامية تطمح لمنتجات وآليات نموذجية إن صح التعبير. بينما دائرة المشروع تشمل ما قد يكون نموذجياً بمقياس العصر الحاضر، وما ليس كذلك. السبب أن الشرع جاء للجميع في كل زمان، وظروف الأفراد و المجتمعات تتفاوت وتباین، فقد لا تكون الحلول النموذجية الآن ملائمة لعصر آخر. بينما الحلول التي تقدمها الصناعة الإسلامية ينبغي أن تكون نموذجاً للاقتصاد الإسلامي، فينبغي اختيار أفضل تلك النماذج وأحسنها تعبيراً عن الإسلام<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> - بن علي بلعوز، عبد الكريم قندوز، استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية، المؤتمر العلمي الدولي السنوي السابع: إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الأردنية، أبريل 2007، ص 02.

<sup>2</sup> - إبراهيم سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي، مركز البحوث، شركة الراجحي المصرفية للاستثمار، ديسمبر 2000، ص16.

2- الكفاءة الاقتصادية: المقصود بها تحقيق مقاصد المتعاملين بأقل قدر ممكن من التكاليف الإجرائية أو التعاقدية<sup>1</sup>. ويمكن زيادة الكفاءة الاقتصادية لمنتجات الهندسة المالية الإسلامية عن طريق توسيع الفرص الاستثمارية في المشاركة في تحميل المخاطر وتخفيض تكاليف المعاملات وكذا تخفيض تكاليف الحصول على المعلومات وعمولات الوساطة والسمسرة<sup>2</sup>.

3- الابتكار الحقيقي بدل التقليد: يعتبر التنوع المتوفر في المنتجات المالية الإسلامية تنوعاً حقيقياً وليس صورياً كما في أدوات الهندسة المالية التقليدية، حيث أنّ كل أداة من أدوات الهندسة المالية الإسلامية لها طبيعة تعاقدية وخصائص تميزها عن غيرها من الأدوات الأخرى، سواء تعلق الأمر بالمخاطر كالضمانات أو التسعير، وهذا من منطلق أنّ المقصود بالهندسة المالية ما يلي مصلحة حقيقية للمتعاملين الاقتصاديين في الأسواق وليس مجرد عقد صوري من العقود الوهمية، وهذا ما يؤكد القيمة المضافة للابتكار<sup>3</sup>.

### ثانياً: أسس الهندسة المالية الإسلامية

تتلخص أهم الأسس العامة للهندسة المالية الإسلامية في:

- **تحريم الربا والغرر:** يقصد بالربا في اللغة الزيادة، والمقصود به هنا الزيادة على رأس المال، أما أدلة تحريمه من الكتاب والسنة فهي كثيرة، نذكر منها قوله تعالى ﴿يا أيها الذين آمنوا اتقوا الله وذروا ما بقي من الربا إن كنتم مؤمنين﴾، وقال رسول الله صلى الله عليه وسلم "اجتنبوا السبع الموبقات" وذكر منها الربا. أما كلمة الغرر في اللغة فهي الخطر، وهو يتضمن أيضاً معنى الخداع والتضليل، والغرر في الاصطلاح هو ما كان مجهول العاقبة والذي لا يدري يحصل أو لا يحصل، ويكون الغرر في المبيع وثمنه<sup>4</sup>.
- **حرية التعاقد:** يقصد بحرية التعاقد إطلاق حرية للناس في أن يعقدوا من العقود ما يرون، وبالشروط التي يشترطون غير مقيدتين إلاً بقيد واحد وهو ألا تشتمل عقودهم على أمور قد نهى عنها الشرع وحرّمها، كأن يشتمل العقد على الربا أو نحوه مما حرّمته الشريعة الإسلامية. فما لم تشتمل تلك العقود على أمر محرّم بنص أو بمقتضى القواعد العامة المقررة التي ترتفع إلى درجة القطع واليقين، فإن الوفاء بها لازم، والعاقدة مأخوذ بما تعهد به، وإن اشتملت العقود على أمر حرّمه الشرع فهي فاسدة، أو على الأقل لا يجب الوفاء بالجزء المحرم منها<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> - المرجع نفسه، ص 17.

<sup>2</sup> - عبد الرحيم عبد الرحمان الساعاتي، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 2، جدة، السعودية، 1999، ص 55.

<sup>3</sup> - علي موسى حنان، محمد الأمين خنيوة، منتجات الهندسة المالية الإسلامية (الواقع والتحديات ومناهج التطور)، الملتقى الدولي الأول حول: الاقتصاد الإسلامي - الواقع .. ورهانات المستقبل، جامعة غرداية، 23-23 فيفري 2011، ص 4.

<sup>4</sup> - هاجر سعدي، لامية لعلام، دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية -العقود المالية المركبة نموذجاً، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، يومي 5 و6 ماي 2014، ص ص 2-3.

<sup>5</sup> - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 20، العدد 2، 2007، ص ص 30-31.

- التيسير ورفع الحرج: أي أن تكون الهندسة المالية من غير عسر أو حرج أي بدون مشقة، فالله جل وعلا جعل باب التعاقد مفتوحا وجعل الأصل فيها من الإباحة ولم يضع من القيود إلا تلك التي تمنع الظلم أو تحرم أكل أموال الناس بالباطل<sup>1</sup>.
- التحذير من بيعتين في بيعة واحدة: تقوم الهندسة المالية الإسلامية أيضا على أساس آخر وهو النهي عن بيعتين في بيعة واحدة، والنهي هنا ينصب على ما كان بين الطرفين، لأنه صلى الله عليه وسلم نهي عن بيعتين في بيعة، والبيعة إنما تكون بين طرفين، فإذا تضمنت بيعتين عُلم أنها بين طرفين، فإذا كانت إحدى البيعتين مع طرف آخر لم تدخل في النهي. وباختصار فإن أي بيعتين بين طرفين تكون محصلتها بيعة من نوع ثالث، ينبغي النظر إليها بمقياس البيعة الثالثة، وفي هذه الحالة يكون الحكم تابعا لحكم البيعة الثالثة، فإن كانت (البيعة الثالثة) ممنوعة شرعا كانت البيعتان كذلك<sup>2</sup>.

### ثالثا: مداخل الهندسة المالية الإسلامية

- تقوم الهندسة المالية الإسلامية أساسا على تطوير المنتجات المالية، باعتباره أحد الأهداف الأساسية للصناعة المالية الإسلامية، ولتحقيق ذلك يتعامل المهندس المالي الإسلامي مع نوعين من المداخل هما: هندسة التحوير وهندسة الإبداع، وسيتم تناولهما فيما يلي<sup>3</sup>:
- هندسة التحوير: وهي عبارة عن استراتيجية لنسخ وتحسين بعض المنتجات المالية التقليدية وتحويلها لتتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية، أي تجريدتها من كل أشكال الربا والغرر والميسر وغيره من المظاهر المحرمة في المالية الإسلامية والتي تتميز بها المنتجات التقليدية، واستعمالها كمنتجات إسلامية بعد إضافة بقية المتطلبات التي يجب على كل منتج إسلامي أن يتصف بها مثل تقاسم الربح والخسارة، وأن تكون مدعومة بأصول مادية asset-backed، وأن تمثل ملكية المستثمر لتلك الأصول، وغيرها من الشروط.
  - هندسة الإبداع: وفي هذه الحالة يقوم المهندس المالي بتصميم أدوات مالية جديدة كليا، وطبعا تتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتستجيب لمتطلبات المتعاملين الذين يرغبون في الاستثمار في تلك الأدوات، أو في التحوط من مخاطر الاستثمار فيها أو التنويع في اتجاه هذا الصنف الجديد نسبيا من الأصول أو غيره من الأهداف. ويتطلب منه أيضا أن تكون تلك المنتجات والعمليات ذات كفاءة اقتصادية وتكلفة معقولة وجذابة للمستثمرين المسلمين وغير المسلمين على حد سواء، سهولة الاستعمال وقادرة على منافسة مثيلاتها التقليدية. وهذا المنهج يتطلب<sup>4</sup>:

<sup>1</sup> - يوداب سهام، صناعة الهندسة المالية الإسلامية: الواقع والتحديات، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد الثامن، ديسمبر 2017، ص 537.

<sup>2</sup> - عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مرجع سبق ذكره، ص 33.

<sup>3</sup> - جبار محفوظ، الأسواق المالية - الجزء الأول، مرجع سبق ذكره، ص 236-237.

<sup>4</sup> - عبد الحليم غربي، الابتكار المالي في البنوك الإسلامية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 09، 2009، ص 235.

- دراسة مستمرة لاحتياجات العملاء والعمل على تطوير الأساليب التقنية والفنية اللازمة لها، وذلك لضمان الكفاءة الاقتصادية للمنتجات المالية الإسلامية؛
- وضع أسس واضحة لصناعة هندسة مالية إسلامية مستقلة عن الهندسة المالية التقليدية؛
- المحافظة على أصالة الصناعة المالية الإسلامية، والسماح لها بالاستفادة من منتجات الصناعة المالية التقليدية ما دامت تفي بمتطلبات المصادقية الشرعية؛
- يؤدي إلى استكمال المنظومة المعرفية للاقتصاد الإسلامي ومواكبته للتطورات الحاصلة؛
- يعتبر هذا المنهج أكثر كلفة، لكن في المقابل أكثر جدوى وأكثر إنتاجية (التكلفة غالباً تكون مرتفعة في بداية التطبيق ثم تنخفض بعد ذلك).

## خلاصة الفصل:

تم في هذا الفصل التعرف على كيفية إدارة مخاطر المنتجات المالية، أساليب تحليلها، وكذا دور الهندسة المالية في تطويرها، وتم التوصل إلى:

- يحتاج المتعاملون في الأسواق المالية إلى استخدام بعض أدوات التحليل التي تساعدهم في القرارات الاستثمارية. أما أكثرها استعمالاً فهي التحليل الفني والتحليل الأساسي؛
  - الاستثمار في المنتجات المالية له وجهان، وجه يُمثل العائد الذي ستحصل عليه من هذا الاستثمار، ووجه يُمثل المخاطر التي تُرافق هذا الاستثمار، وعليه وُجب التعامل مع هذه المخاطر من خلال تحديد طبيعتها (مخاطر منتظمة أو غير منتظمة) وإدارتها ليسهل في الأخير معالجتها والسيطرة عليها أو التقليل من حدتها. وأهم أدوات قياس المخاطر: الانحراف المعياري والتباين - معامل الاختلاف - معامل بيتا. كما توجد عدّة نماذج لتسعير مخاطر المنتجات المالية منها: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، نموذج التسعير بالمراجحة، نموذج العوامل الثلاث؛
  - تتجسد فلسفة الهندسة المالية في تطوير مجموعة من المنتجات المالية الجديدة لإشباع حاجات المتعاملين في الأسواق المالية لا تلبّيها المنتجات القائمة، وتُقسم عملية الهندسة المالية إلى خمس خطوات هي: التشخيص - التحليل - الإنتاج - التسعير - التخصيص.
  - الهندسة المالية الإسلامية هي مجموعة الأنشطة التي تتضمن عمليات التصميم والتطوير والتنفيذ لكل من الأدوات والعمليات المالية المبتكرة، بالإضافة إلى صياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل وكل ذلك في إطار الضوابط الشرعية تلبية لاحتياجات المتعاملين بالمنتجات المالية الإسلامية.
- وبعد التعرف على الأسواق المالية، وعلى أهم المنتجات المالية المتداولة بها، وكيفية إدارة وتطوير هاته المنتجات، سيتم في الفصل الموالي محاولة المقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا ومعرفة أثر إدارة وتطوير المنتجات المالية على تنشيطها.

## الفصل الرابع:

مقارنة بين الأسواق المالية

لكل من الجزائر، المغرب

وتركيا



## الفصل الرابع: مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا

لقد أدت متطلبات التطور الاقتصادي إلى زيادة الحاجة لرؤوس الأموال لتعظيم حاجاته، ويعد رأس المال المحرك الأساسي لجميع العمليات الاقتصادية. والمتعاملون الاقتصاديون مخيرون في توفيرها إما التوجه لاقتصاد الاستدانة "البنوك"، أو اقتصاد السوق المالي.

والتطورات الاقتصادية العالمية الكبيرة كشفت بوضوح التزايد الكبير لأهمية الأسواق المالية، وفي ظل الانتقال التدريجي والمستمر لمعظم الدول نحو اقتصاد السوق، وما يحمله ذلك من تغيرات وتحديات، أضحت لزاما على كل دولة من أجل تحقيق التنمية الاقتصادية والمحافظة على مكانتها أن تولي اهتماما كبيرا للأسواق المالية، وتعمل على تطويرها على جميع المستويات الإدارية، التشريعية، التنظيمية، وكذا المنتجات المالية المتداولة . ومدى قدرة الأسواق المالية على تحقيق أهدافها تحديدا والأهداف الاقتصادية بشكل عام، يعتمد على مدى الكفاءة التي تتصف بها. وأدركت الدول عامة والجزائر خاصة هذا وعملت على مواكبته. حيث ورغبة منها لدخول اقتصاد السوق والاندماج في الاقتصاد العالمي، واستكمالا للإصلاحات الاقتصادية التي تبنتها مع نهاية الثمانينات، فقد سعت جاهدة من أجل إنشاء سوق مالية والعمل على تطويرها وضمان سيرها لتحقيق أهدافها المرجوة .

ولتنشيط السوق المالية الجزائرية عليها الاستجابة للمتغيرات المتلاحقة التي تمر بها الصناعة المالية، والاستفادة من تجارب الأسواق المالية الأخرى، ولهذا تم في هذا الفصل دراسة الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا والمقارنة بينها، والاستفادة من تجارب المغرب وتركيا في تنشيط أسواقها المالية. وتم تقسيم هذا الفصل إلى أربع مباحث كما يلي:

المبحث الأول: السوق المالية الجزائرية؛

المبحث الثاني: السوق المالية المغربية؛

المبحث الثالث: السوق المالية التركية؛

المبحث الرابع: : أثر التنويع ومنتجات الهندسة المالية في تنشيط الأسواق المالية لكل من

الجزائر المغرب وتركيا.

## المبحث الأول: السوق المالية الجزائرية

من خلال هذا المبحث سيتم التطرق إلى واقع السوق المالية الجزائرية، من خلال التعرف على بورصتها وشروط الإدراج فيها، المتدخلون بها، مستوى أدائها، وأخيرا الحكم على مدى عمقها ونضجها حسب جدول لورنس ويديرا في إطار التنسيق مع السياسات الاقتصادية.

### المطلب الأول: بورصة الجزائر

من خلال هذا المطلب سيتم عرض بصورة موجزة الدوافع التي جعلت الجزائر تبادر لإنشاء بورصتها، ومراحل إنشائها، وكذا تقسيمها.

#### أولا: إنشاء بورصة الجزائر

يندرج إنشاء بورصة الجزائر في إطار استراتيجية التنمية التي تبنتها الجزائر باعتبارها أداة أساسية لإرساء قواعد السوق. ويتزامن إنشاء بورصة الجزائر مع الانتقال إلى اقتصاد السوق، ويمكن تبريره بمجموعة من الدوافع<sup>1</sup>:

- تشكل البورصة بديل غير تضخمي لتمويل الاستثمارات، يركز على الاستعمال المباشر لمورد الادخار مهما كانت مصادرها، سواء كانت مؤسساتية أو شعبية، للمقيمين وغير المقيمين؛
- تعتبر البورصة بديلا للمدخرين الذين تتجه اهتماماتهم الاستثمارية باتجاه بدائل أخرى، وخصوصا الاستثمار في العقارات وأنشطة المضاربة. فإنشاء أدوات مالية حديثة تساهم في إعطاء المدخر مكانته في تمويل الاقتصاد؛
- السماح للخبزينة العمومية بالرجوع إلى تقنية جديدة لجمع الادخار من أجل إعادة التمويل؛
- تعتبر البورصة إطارا مناسباً لفتح رأسمال المؤسسات العمومية للمساهمين الخواص سواء كانوا طبيعيين أو معنويين، محليين أو أجنبين؛
- السماح للاقتصاد الوطني بمسايرة التطورات الحاصلة على المستوى العالمي في إطار العولمة.

كل الدوافع السابقة الذكر جعلت لزاما على الجزائر التفكير في إنشاء سوق مالية قادرة على أن تكون قناة وصل بين طالبي وعارضي الأموال.

وتدخل فكرة إنشاء بورصة الأوراق المالية في إطار الإصلاحات الاقتصادية، فقد ظهرت عدة قوانين اقتصادية عام 1988 منها القانون 88-01 الصادر بتاريخ 12 جانفي 1988 المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية وكذا القانون رقم 88-03 المؤرخ في 12 جانفي 1988 والخاص بإنشاء صناديق المساهمة، فقد تم تقسيم رأسمال المؤسسات العمومية الاجتماعي لعدد من الأسهم، ووزعت ما بين صناديق المساهمة، وبذلك تحولت الشركات العامة إلى شركات أسهم، وهو ما لا يمكن تصوره دون إنشاء سوق مالية تتبادل فيها هذه الأسهم.

<sup>1</sup> - ناصر المهدي، الإصلاحات المالية في الجزائر، مجلة آفاق/ العدد: 04 - 2005، ص 45.

ويمكن تقسيم تاريخ نشأة بورصة الجزائر إلى خمس مراحل أساسية كالتالي<sup>1</sup>:

### 1. المرحلة ما قبل سنة 1990 :

نظرا لطبيعة النظام السياسي القائم بالجزائر في ذلك الوقت الذي كان يتبنى الاشتراكية، فإنه لم يكن هناك مبرر لوجود البورصة ولا للقيم المتداولة قبل مرحلة الإصلاحات وتحديدًا قبل سنة 1988، وبعد صدور أولى نصوص الإصلاحات والمتمثلة تحديدا في كل من القانون رقم 88-01 المتعلق بتوجيه المؤسسات العمومية الاقتصادية وكذا القانون رقم 88-03 الخاص بإنشاء صناديق المساهمة، ومع التحضير لنص تشريعي تجاري جديد يتضمن المعطيات الجديدة المتعلقة بالإصلاحات الاقتصادية التي شرع فيها بغية المرور إلى اقتصاد السوق والتي اعتبرت عملية شاقة جدا وتحتاج إلى وقت طويل.

### 2. المرحلة ما بين 1990 و1993:

في هذه المرحلة اتخذت الحكومة عدة إجراءات بعد أن حصلت معظم المؤسسات الحكومية على استقلاليتها مع إنشاء صناديق المساهمة، وبهدف التحضير المادي لأدنى شروط تشغيل سوق تهتم بالأنشطة البورصية في انتظار توفر الشروط الاقتصادية والقانونية، تم إنشاء مؤسسة دعيت شركة القيم المنقولة، ومهمتها تشبه إلى حد بعيد مهمة البورصة في الدول المتقدمة، وقد تأسست هذه الشركة بفضل صناديق المساهمة الثمانية، وقدر رأسمال هذه الشركة بمبلغ 3200.00 دينار، ويتولى مجلس إدارة مكون من ثمانية أعضاء كل يمثل أحد صناديق المساهمة الثمانية إدارة هذه الشركة .

لقد مرت هذه الشركة بوضعية حرجة ناجمة عن ضعف رأس مالها والدور غير الواضح الذي تلعبه، ورغبة في رفع بعض هذه العقبات تم في شهر فيفري 1992 اتخاذ القرار برفع رأس مالها ليصل إلى مبلغ 9.320.000 دج، وكذا تعديل قوانينها الأساسية وعلى الخصوص البنود المتعلقة بتسميتها وموضوعها من اجل التحديد الدقيق والواضح بصفتها بورصة للقيم المتداولة وقد أخذت هذه الشركة رسميا تسمية بورصة القيم المتداولة.

ولقد تم تحضير هذه البورصة لأن تكون جاهزة للتشغيل على المستوى المادي أواخر سنة 1992، يضاف إلى ذلك انه تم صدور ثلاثة مراسيم تنفيذية بتاريخ 28 ماي 1991 تحتص بتبادلات القيم المتداولة، أنواع وأشكال القيم المتداولة، وكذا شروط إصدارها، وأيضا لجنة البورصة.

وبالرغم من كل ما سبق، فإن هذه البورصة لم تشتغل بالمرّة حيث اعترضت انطلاقها العديد من الصعوبات منها:

- المحيط الاقتصادي غير المشجع والتميز بمعدل التضخم وأسعار فائدة مرتفعة؛

- الإطار القانوني الضيق والتميز بتردد السلطات العمومية بشأن خصخصة المؤسسات العمومية الاقتصادية؛

<sup>1</sup> - اوصاف عتيقة، عاشور سهام، مرجع سبق ذكره، ص ص 8-9.

- ينص القانون 88-01 في مادته 22 على أن بيع أسهم المؤسسات العمومية الاقتصادية لا يمكن أن يكون إلا بين هذه المؤسسات نفسها؛
- الوضع المالي السيئة لمعظم المؤسسات العمومية الاقتصادية، حيث تمنعها من الدخول في البورصة، إضافة إلى أنها غير كفؤة؛
- غياب هيئات ومؤسسات التي من اللازم أن تكون أطرافا في البورصة، ساهم بشكل كبير في تأخير تشغيل بورصة القيم؛
- غياب الثقافة البورصية.

### 3. المرحلة ما بين 1993 و1996 :

- وقد تم خلال هذه المرحلة بروز الوضع القانوني التشريعي والتنظيمي للبورصة، ففي غضون عام 1993، تم إصدار مرسومين تشريعيين هما:
- المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أبريل 1993 المتمم والمعدل للأمر المتضمن قانون التجارة.
  - المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بسوق القيم المتداولة.
- وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر، وقد نص المرسوم التشريعي رقم 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تتكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها، حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة.

### 4. المرحلة ما بين 1996 و1998:

- الظهور الفعلي لمؤسسة البورصة ممثلة في شركة إدارة بورصة القيم ولجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة وكذا وسطاء عمليات البورصة.

### 5. المرحلة ما بعد 1998:

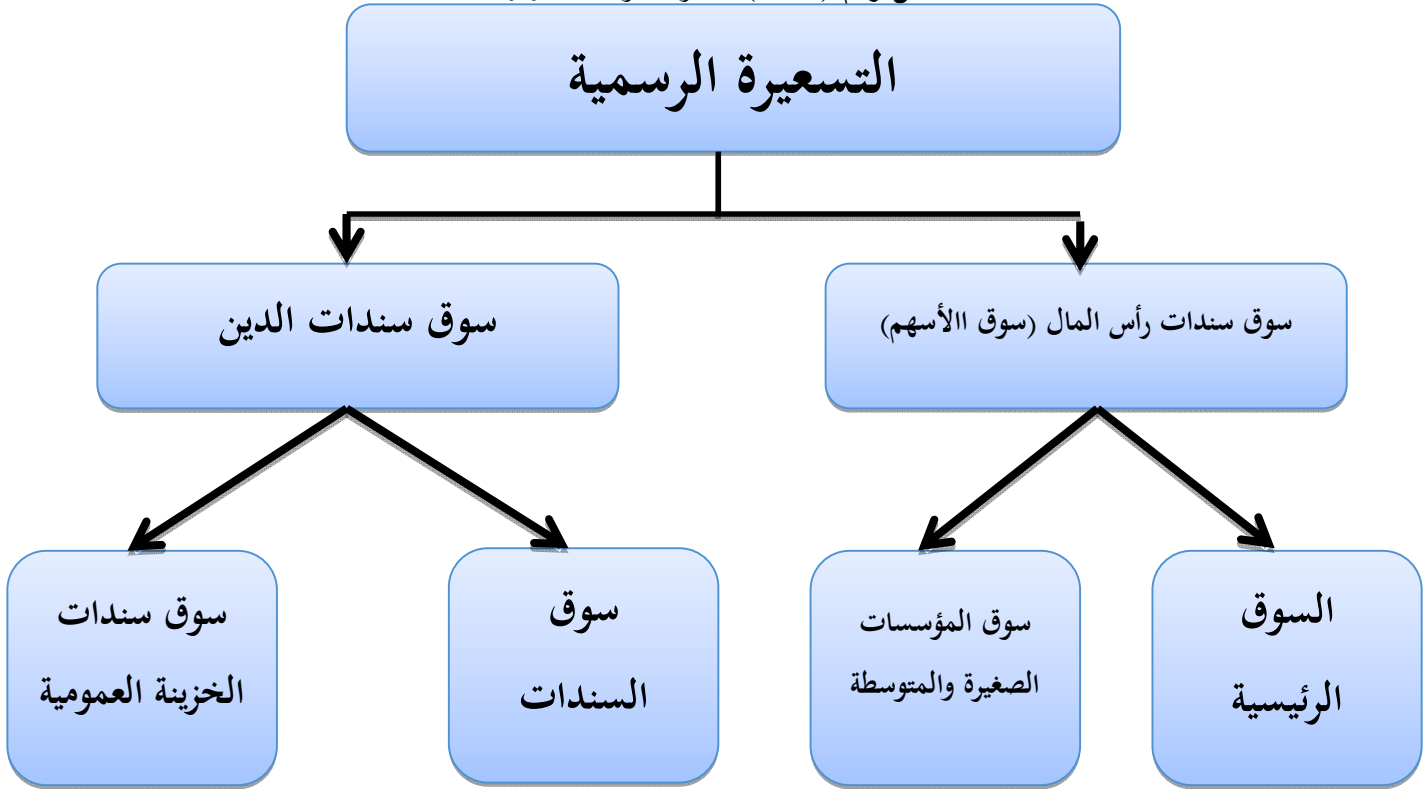
- مثلت هذه المرحلة البداية الفعلية في قبول المؤسسات الاقتصادية وإدخالها في قيد البورصة، وكذا الشروع في عملية التداول المتعلقة بالقيم المنقولة على مستوى بورصة الجزائر.

ثانيا: أسواق بورصة الجزائر

حظيت عملية إنعاش البورصة من خلال تعديل نظامها العام الذي أعدته لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (COSOB)، بتصديق وزارة المالية، إذ نُشر القرار بذلك في الجريدة الرسمية شهر يوليو عام 2012. فتمّ بالتالي اتخاذ جملة من الأحكام الجديدة التي تعيد تنظيم التسعيرة وتسمح بإنشاء سوق مخصصة للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

وفقاً لنظام لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 01-12 المؤرخ في 18 صفر 1433 الموافق 18 نوفمبر 1997 المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة، تشمل التسعيرة الرسمية لبورصة القيم المنقولة سوقا لسندات رأس المال (الأسهم) وسوقا لسندات الدين.

شكل رقم (4-1): أسواق بورصة الجزائر



المصدر: من موقع بورصة الجزائر [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)، تاريخ الإطلاع: 2016-12-14

يتضح من الشكل السابق أن سوق سندات رأس المال (سوق الأسهم) تتكون من سوق رئيسية موجهة للمؤسسات الكبرى وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الموجهة لهذا النوع من المؤسسات. أما سوق سندات الدين فتتكون من سوق لسندات الدين التي تُصدرها الشركات ذات الأسهم والهيئات الحكومية والدولية، وسوق لسندات الخزينة العمومية (OAT) الصادرة عن الدولة.

## الفصل الرابع: مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا

وتوجز شروط الإدراج في السوق الرئيسية وسوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجدول الموالي:

جدول رقم (4-1): شروط الإدراج في سوق الأسهم الجزائرية

الشروط	السوق الرئيسية	سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة
الشكل القانوني	شركة ذات أسهم (S.P.A)	شركة ذات أسهم (S.P.A)
رأس المال الأدنى المدفوع	500.000.000 دج	لا يوجد حد معين
نتائج السنة المالية الأخيرة	رابحة	ليست مطلوبة
الحصة المطروحة للاكتتاب العلني من رأس المال الأدنى	20%	10%
الكشوف المالية المصدقة والمنشورة	للسنوات الثلاثة الأخيرة، على أن تكون نتائج السنة الأخيرة رابحة	للسنتين الأخيرتين، ما لم تحصل على إعفاء من لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها.
هيكل التدقيق المحاسبي الداخلي	مطلوب	مطلوب. تعيين مُرقي البورصة
عدد أصحاب الأسهم يوم الإدراج في البورصة	150 مساهما	50 مساهما أو 3 مستثمرين من المؤسسات

المصدر: موقع بورصة الجزائر [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)، تاريخ الاطلاع: 2017/1/12.

كما يُمكن لشركة مدرجة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة أن تتحول إلى السوق الرئيسية إذا استوفت الشروط التالية:

- التواجد لمدة سنة واحدة في سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة إذا لم تكن الشركة المصدرة قد تشكلت من خلال عملية اللجوء العلني للادخار، وثلاث سنوات للشركات التي تشكلت من خلال عملية اللجوء العلني للادخار؛
- الحصول على موافقة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (قرار التحويل تمنحه لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها ويُنشر في النشرة الرسمية للتسعيرة لبورصة الجزائر)؛
- تلبية شروط القبول في السوق الرئيسية (المذكورة في الجدول السابق).

### ثالثا: المتدخلون في السوق المالية الجزائرية

من خلال هذا العنصر سيتم التطرق إلى أهم المتدخلون في السوق المالية الجزائرية، وهم: الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر (لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة تسيير بورصة القيم المنقولة، المؤتمن المركزي على السندات)، الوسطاء، وكذا المرقيين في البورصة.

#### 1. الهيئات المنظمة لبورصة الجزائر

لضمان السير الجيد لبورصة الجزائر، وتماشيا مع الأنظمة المعمول بها في بورصات العالم، فقد حدد المشرع الجزائري وبشكل دقيق جميع الهيئات المنظمة لها، هي:

##### أ- لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB)

هي عبارة عن سلطة تتمتع بالاستقلالية المالية والإدارية، تم تنصيبها في فيفري 1996، وتتكون من رئيس وستة (6) أعضاء يعينون حسب قدراتهم في المجالين المالي والبورصي لمدة أربع (4) سنوات. وتمثل المهمة الأساسية لهذه اللجنة في:

- تنظيم ومراقبة السوق لتحقيق جملة من الأهداف، والتي تتمثل خصوصا في حماية المستثمرين في الأوراق النقدية والمالية؛
- ضمان الشفافية والتسيير الجيد لسوق الأوراق المالية.

##### ب- شركة تسيير بورصة القيم المنقولة

تأسست هذه الشركة لأول مرة بتاريخ 9 أكتوبر 1990 تحت تسمية " شركة القيم المنقولة " وذلك من خلال الجمعية العامة لصناديق المساهمة الثمانية، لتصبح في 25 ماي 1997 بتسمية "شركة إدارة بورصة الأوراق المالية"، " شركة تسيير بورصة القيم المنقولة " بموجب القانون رقم 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003. تتخذ شركة تسيير بورصة القيم المنقولة شكل شركة ذات أسهم مكونة من الوسطاء في عمليات البورصة، وتعمل تحت وصاية لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وتقوم بالتسيير العملي واليومي للمعاملات التي تجري حول الأوراق المالية المتداولة في البورصة، ونشر المعلومات الخاصة بها، وهي بذلك تسهر على احترام قواعد تنظيم السوق وسيرها.

وتبرز أهمية شركة تسيير بورصة القيم المنقولة في نشر المعلومات الخاصة بها والتأكد من شرعية المعلومات التي يقوم بها الوسطاء، إضافة إلى التسيير الفعلي للمعاملات التي تدور حول القيم المتداولة، وكذلك دعم الاقتصاد الوطني.

كما تتمثل المهام الأساسية لشركة تسيير بورصة القيم المنقولة فيما يلي:

- تسجيل مفاوضات الوسطاء في عمليات البورصة؛
- إصدار نشرة رسمية لتسعيرة البورصة تحت مراقبة اللجنة؛
- نشر المعلومات الخاصة بالصفقات في البورصة؛
- تسيير نظام التفاوض في الأسعار وتحديداتها؛
- تنظيم عمليات مقاصة للمعاملات حول القيم المنقولة؛
- التنظيم المادي لمعاملات البورصة واجتماعاتها؛
- التنظيم العملي لادخار القيم المنقولة في البورصة.

### ج- المؤتمن المركزي على السندات

لقد تم تأسيس هذه الهيئة بموجب القانون 03-04 المؤرخ في 17 فيفري 2003 وهي شركة ذات أسهم، يتكون رأسمالها المقدر بـ 65 مليون دينار جزائري من مساهمات مؤسسية، و تتمثل مهام هذه الهيئة فيما يلي:

- حفظ السندات، والذي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين؛
- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى حساب آخر؛
- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بها؛
- التقييم القانوني للسندات؛
- نشر معلومات متعلقة بالسوق.

## 2. الوسطاء

حدد المرسوم التشريعي رقم 10/93، المعدل والمتمم، المؤرخ في 23 مايو 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة وضع الوسطاء في عمليات البورصة، ومنحهم السلطة الحصرية للتداول على القيم المنقولة في البورصة. وتقوم لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها بتنظيم ومتابعة ومراقبة نشاط الوسطاء في عمليات البورصة، كما أتمها الجهة التي تمنحهم الاعتماد. ويطلب الوسطاء في عمليات البورصة الاعتماد في فئة من الفئات المحددة التي حددتها لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها (انظر لائحة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها رقم 96-03 بتاريخ 17 صفر 1417 الموافق 3 يوليو 1996 بشأن شروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة والتزاماتهم ومراقبتهم، الفصل 1 القسم 1 المادة 2).

ويُمارس نشاط الوسيط في عمليات البورصة من قبل الأفراد أو الشركات ذات الأسهم الحاصلين على اعتماد اللجنة.



يُكلف الوسطاء في عمليات البورصة بتوفير الخدمات الاستثمارية المالية المحددة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المعدل والمتمم المؤرخ في 23 مايو 1993، وهي :

- توظيف القيم المنقولة والمنتجات المالية للجهة المصدرة؛
- التداول في السوق لحساب زبائنهم؛
- تسيير حافظة السندات بموجب تفويض؛
- نشاط البيع والشراء كطرف مقابل؛
- عمليات الترويج المتصلة بأحد الأنشطة المذكورة أعلاه؛
- وقد تم توسيع نشاط الوسطاء في عمليات البورصة ليشمل مجالات جديدة مثل ضمان الأداء الجيد للمعاملات المالية، وإرشاد المستثمرين...

وتضمنت السوق المالية في الجزائر سنة 2017 تسع وسطاء في عمليات البورصة يمثلون البنوك التالية: بنك الفلاحة والتنمية الريفية BADR ، وبنك التنمية المحلية BDL ، وبنك الجزائر الخارجي BEA ، والبنك الوطني الجزائري BNA ، والصندوق الوطني للتوفير والاحتياط-بنك CNEP-Banque ، والقرض الشعبي الجزائري CPA ، والبنك الخاص بي ان بي باريسا الجزائر BNP Paribas El dajazair ، سوسيتي جينيرال، تل ماركسس. والجدول الموالي يلخص نشاط الوسطاء في عمليات بيع وشراء المنتجات المالية:

الفصل الرابع: مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا

جدول رقم (4-2): نشاط الوسطاء في عمليات بورصة الجزائر (حجم التداول) للفترة 2015-2017

2017				2016				2015				السنة
ب.ز.	ب.غ.ز.	ش.ز.	ش.غ.ز.	ب.ز.	ب.غ.ز.	ش.ز.	ش.غ.ز.	ب.ز.	ب.غ.ز.	ش.ز.	ش.غ.ز.	حجم التداول الوسطاء
15484	0	643	0	17544	0	2575	0	7073	0	8087	0	بنك الفلاحة والتنمية الريفية
13959	0	0	0	2038	0	0	0	3712	0	0	0	بنك التنمية المحلية
43833	0	6344	0	24114	0	2048	0	25349	0	2095	0	بنك الجزائر الخارجي
290152	0	392902	0	650432	0	727982	0	34072	0	101629	0	بي أن بي باربا الجزائر
39249	0	8223	0	14835	0	14499	25	14474	0	6467	0	الصندوق الوطني للتوفير والاحتياط - بنك
45812	0	11207	25000	44067	0	5377	0	91291	0	5287	0	القرض الشعبي الجزائري
4505	0	803	0	6878	0	11558	0	15555	0	10134	0	البنك الوطني الجزائري
14151	0	0	18024	4099	0	198	0	--	--	--	--	سوسيتي جينرال
1051	0	4999	0	0	0	0	0	--	--	--	--	تل ماركتس
ش.غ.ز: شراء لغير الزبائن      ش.ز: شراء للزبائن      ب.غ.ز: بيع لغير الزبائن      ب.ز: بيع للزبائن												

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير الشهرية لبورصة الجزائر، من الموقع: [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)، تاريخ الإطلاع: 2018/07/20

يتضح من الجدول أنّ نشاط الوسطاء في عمليات البورصة الجزائرية ضعيف جدا، هذا ما يبينه حجم التداول للسنوات 2015 2016 و 2017، وخير مثال تل ماركتس والذي لم يسجل أي عمليات تداول سنة 2016

رغم إدراجه كوسيط في نفس السنة، وهذا راجع بشكل أساسي إلى عدم توفر الوعي المالي للمجتمع الجزائري من جهة، وإلى قلة المنتجات المالية المتوفرة في البورصة الجزائرية ( عدد الشركات المدرجة في البورصة الجزائرية هي 5 فقط) من جهة أخرى.

### 3. الراعي في البورصة (المرفي)

هو مستشار مرافق للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة لمدة، ويكلف بمساعدتها أثناء إصدار سندات(سندات رأس مال أو سندات دين) في تحضير عملية القبول والتأكد باستمرار من أنها تحترم التزاماتها القانونية والتنظيمية في مجال الإعلام، كما يلي:

- **مرحلة ما قبل الإدراج:** يجب على المؤسسة الصغيرة والمتوسطة تعيين مرفي البورصة لمساعدتها، عند إصدار سندات، في إعداد عملية القبول. وهو يشهد، من خلال توقيعه على المذكرة الخاضعة لتأشيرة لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها، بأنه بذل العناية الواجبة وأن المعلومات الواردة في المذكرة مطابقة للواقع على حد علمه، وأنّ المذكرة لا يشوبها إغفال من شأنه أن يؤثر على الفهم والإدراك لما هو وارد فيها؛

- **مرحلة الإدراج:** يجب على الشركة أن تبرم مع مرفي البورصة اتفاقية يتم إعدادها وفقا للنموذج الذي حددته لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها لمدة سريان لا تقل عن سنتين اثنتين، يُتفق عليها بين الطرفين. ويجب إخطار لجنة تنظيم عمليات البورصة ومراقبتها في حال إنهاء الاتفاقية، فتصبح المؤسسة الصغيرة والمتوسطة ملزمة على الفور بتعيين مرفي البورصة جديداً؛

- **مرحلة ما بعد الإدراج:** يُكلف المرفي في البورصة بمراقبة المؤسسة الصغيرة أو المتوسطة، وضمن وفائها الدائم بالتزاماتها القانونية والتنظيمية فيما يتعلق بإدائها بالمعلومات المطلوبة. في حال حدوث تقصير من قبل المؤسسة المصدرة ينبغي للمرفي في البورصة أن يذكرها بالتزاماتها ويقدم لها المشورة اللازمة لتصويب الوضع.

كما أنه يجب أن يكون وسيطا معتمدا في عمليات البورصة، أو بنكا، أو مؤسسة مالية أو شركة استشارة في المالية والقانون واستراتيجية المؤسسات تتمتع بالتجربة الكافية في مجال هيكلية الرأس المال والإدماج وشراء المؤسسات، ومسجلة ومعترفا بها من لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة.

ومن بين المتدخلين في السوق المالية أيضا **المستثمرون المؤسسيون:** يُحدد المشرع الجزائري بهيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة، البنوك، المؤسسات المالية، شركات التأمين، شركات رأسمال الاستثمار، صناديق الاستثمار، والشركات المسيرة للأصول<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> - نظام رقم 01-12 مؤرخ في 12 يناير سنة 2012 يعدل و يتم النظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 و المتعلق بالنظام العام لبورصة

القيم المنقولة. من الموقع: [www.cosob.org](http://www.cosob.org)

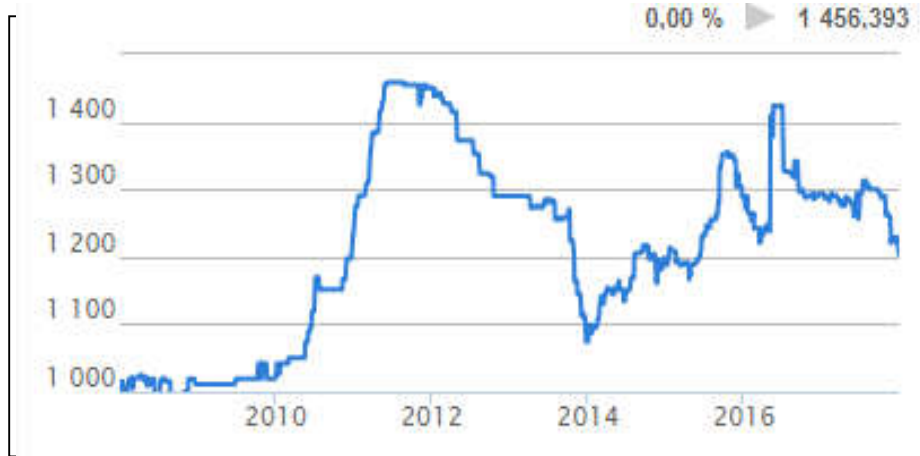
### المطلب الثاني: أداء السوق المالية الجزائرية

يعتبر أداء السوق المالية الجزائرية هزيلا إذا ما قارناها بمثيلاتها في دول مجاورة؛ كالسوق المالية لتونس، وسوق الدار البيضاء، وسوق عمان، والتي تسجل نتائج إيجابية وتساهم بفعالية في التنمية الاقتصادية. وسيتم في هذا المطلب عرض واقع السوق المالية الجزائرية، من خلال التطرق إلى المعايير المستخدمة لقياس نشاط الأسواق المالية.

#### أولا: تطور مؤشر دزاير أندكس

إن لكل سوق مالية مؤشر مركب من منتجاتها المالية المتداولة فيها، ليعكس وضعية التداول فيها، والسوق المالية الجزائرية كغيرها من الأسواق لها مؤشر يدعى دزاير أندكس. يضم مؤشر دزاير أندكس لسنة 2017 أسهم 5 شركات هي: أليانس للتأمينات الناشطة في قطاع التأمينات، مؤسسة التسيير الفندقي الأوراسي الناشطة في قطاع السياحة، أن سي أ روية الناشطة في قطاع الصناعات الغذائية، مجمع صيدال الناشط في القطاع الصيدلاني، وبيوفارم لصناعة الأدوية. وتتم عملية تسيير وحساب مؤشر دزاير أندكس من قبل رسمي المقصورة لشركة تسيير بورصة القيم، ويتم حسابه باتباع مبدأ ترجيح الرسملة العائمة للسوق، بحيث يكون وزن كل قيمة متضمنة في المؤشر موافقة لعدد الأسهم القابلة للتداول لكل شركة مدرجة بالبورصة، ويتم حساب المؤشر اعتمادا على أسعار قيم العينة عند الإغلاق في نهاية كل حصة تداول، على أساس 1000 نقطة ابتداء من تاريخ 03 جانفي 2008<sup>1</sup>.

الشكل رقم (4-2): تطور مؤشر دزاير أندكس للفترة الممتدة من 2008-2017



المصدر: من موقع بورصة الجزائر [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)، تاريخ الاطلاع: 2018-1-2

من الشكل السابق يتضح أن مؤشر دزاير أندكس وصل إلى أعلى قيمة له في سنة 2011، وهذا راجع لتداول أسهم شركة أليانس للتأمينات التي أدرجت في بورصة الجزائر سنة 2010، وارتفاع سعر أسهم باقي الشركات

<sup>1</sup> - بلنيطح ريم، اختبار نموذج السير العشوائي في بورصة الجزائر- تحليل سلوك المؤشر **Dzair Index** للفترة 2008-2015، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 17، ص 270.

## الفصل الرابع: مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا

المدرجة في البورصة. ثم شهد المؤشر انخفاض حاد سنة 2014 وهذا راجع لانخفاض حجم التداول في الأسهم والسندات. وعاد للارتفاع مجددا سنة 2016 وهذا بسبب إدراج شركة جديدة وهي بيوفارم لصناعة الأدوية، وبهذا سجل مؤشر دزايير أندكس 1422.89 نقطة. ليعود للانخفاض مجددا سنة 2017 بسبب تراجع حجم التداول ليسجل المؤشر في نهاية شهر ديسمبر من نفس السنة 1225.68 نقطة، وبهذا يسجل انخفاض بنسبة 13.86%.

### ثانيا: حجم السوق المالية الجزائرية

لمعرفة حجم السوق المالية الجزائرية سيتم الاعتماد على معدل رسمتها وكذا عدد الشركات المدرجة ببورصتها.

#### 1. معدل رسملة السوق

إنّ رسملة السوق المالية الجزائرية عرفت تذبذبا في قيمتها بين الارتفاع والانخفاض في الفترة 2005-2017، حيث بلغت أقصى ارتفاع لها سنة 2016 بمبلغ 45 778 197 740,00 دج، كما يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم (3-4): الرسملة السوقية للجزائر في الفترة 2005-2017

السنة	الرسملة السوقية دج	التغير (%)
2005	10 400 000 000	----
2006	6 710 000 000	-35.48
2007	6 460 000 000	-3.72
2008	6 500 000 000	0.62
2009	6 550 000 000	0.77
2010	7 900 000 000	20.61
2011	14 967 744 130	89.46
2012	13 028 721 575	-12.95
2013	13 819 991 460	6.07
2014	14 793 245 795	7.04
2015	15 429 078 190	4.29
2016	45 778 197 740	196.7
2017	40 587 792 120	-11.34

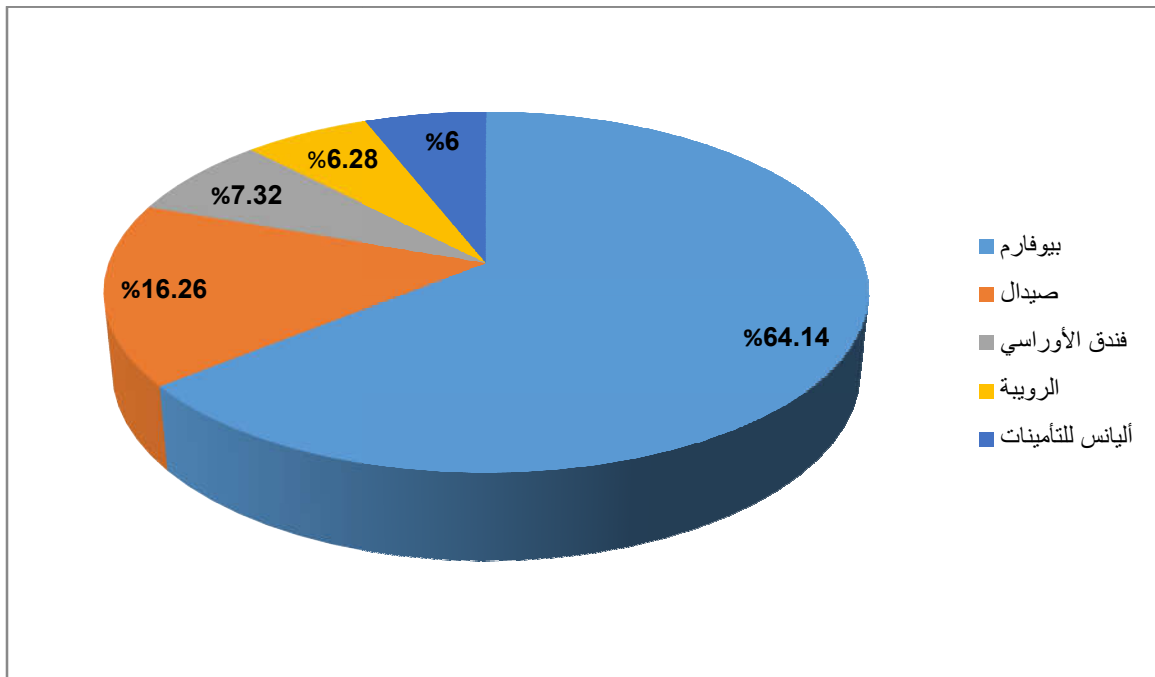
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات بورصة الجزائر، تاريخ الاطلاع: 2-1-2018

## الفصل الرابع: مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا

من الجدول رقم (3-4)، يُلاحظ أنّ الرسملة السوقية للسوق المالية الجزائرية عرفت تذبذب بين الارتفاع والانخفاض خلال فترة الدراسة 2005-2017، وتعود أهم التغيرات إلى مايلي:

- سنة 2006، شهدت الرسملة السوقية انخفاض حاد بنسبة 35% مقارنة بسنة 2005، وهذا راجع لانسحاب شركة رياض سطيف من البورصة؛
- سنة 2011، شهدت الرسملة السوقية ارتفاع بنسبة 89.46% مقارنة بسنة 2010، وهذا راجع لتداول أسهم شركة أليانس للتأمينات، والتي أصدرت 1.804.511 سهم بمبلغ إصدار قدره 1.433.787.970 دج؛
- سنة 2016، شهدت الرسملة السوقية ارتفاع بنسبة 196.7% مقارنة بسنة 2015، ويرجع هذا إلى إدراج شركة بيوفارم، والتي طرحت 20% من أسماؤها للاكتتاب، وهذا بإصدار 5.104.375 سهم بقيمة إجمالية قدرها 6.252.859.375 دج.

شكل رقم (3-4): توزيع الرسملة السوقية للجزائر لسنة 2017



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات بورصة الجزائر

يتضح من الشكل السابق أنّ شركة بيوفارم للمواد الصيدلانية تستحوذ على غالبية الرسملة السوقية بنسبة 64.14% رغم حداثة إدراجها في بورصة الجزائر، تليها شركة صيدال بنسبة 16.26%، فندق الأوراسي بنسبة 7.32%، ثم شركة أن سي أ روية بنسبة 6.28%، وأخيرا شركة أليانس للتأمينات بنسبة 6%.

جدول رقم (4-4): معدل رسملة السوق المالية الجزائرية في الفترة 2005-2017

السنة	الرسملة السوقية دج	النتاج المحلي(مليون دج)	معدل رسملة السوق %
2005	10 400 000 000	7 561 984	0.14
2006	6 710 000 000	8 501 635	0.08
2007	6 460 000 000	9 352 886	0.07
2008	6 500 000 000	11 043 704	0.06
2009	6 550 000 000	9 968 025	0.07
2010	7 900 000 000	11 991 564	0.07
2011	14 967 744 130	14 519 808	0.10
2012	13 028 721 575	15 843 023	0.08
2013	13 819 991 460	16 570 000	0.08
2014	14 793 245 795	17 731 000	0.08
2015	15 429 078 190	18 227 468	0.08
2016	45 778 197 740	17 406 432	0.26
2017	40 587 792 120	18 906 600	0.21

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول رقم (4-3)، والتقارير السنوية لبنك الجزائر على الموقع: [www.bank-of-algeria.dz](http://www.bank-of-algeria.dz) ، تاريخ الإطلاع: 2018-08-24.

يتضح من الجدول السابق أن معدل رسملة السوق في سنة 2005 قدر بـ 0.14 %، ثم انخفض في السنوات الموالية وهذا راجع لخروج شركة رياض سطيف من البورصة، وكذا تذبذب أسعار الأسهم المتداولة في البورصة، ليعاود الارتفاع سنتي 2016-2017 ليصل إلى 0.26% - 0.21% على التوالي، وهي أعلى قيم يسجلها معدل رسملة السوق الجزائرية خلال فترة الدراسة، وما نلاحظه أن معدل رسملة السوق منخفض جدا وهذا ما يعكس ضيق حجم السوق المالية الجزائرية، مما يعني أنّ بورصة الجزائر غير قادرة على توفير التمويل اللازم للاقتصاد، وبذلك فهي لم تحقق الهدف الرئيسي لإنشائها والمتمثل في توفير التمويل، ويمكن إرجاع ذلك إلى حداثة إنشائها وقلة الشركات المدرجة فيها وضعف الوعي المالي للمجتمع الجزائري.

## 2. عدد الشركات المدرجة:

سجل عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر 5 شركات سنة 2017، مقارنة بـ 3 شركات كانت مدرجة سنة 2005، هذا ما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم (4-4): عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر للفترة 2017-2005



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات بورصة الجزائر. تاريخ الاطلاع: 2-3-2018

يتضح من الشكل أنّ عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر تراوح ما بين ثلاثة شركات وسبعة شركات وهذا خلال الفترة 2017-2005، وهذا بين شركات مصدرة للأسهم وشركات مُصدرة للسندات، ونجد أنّ التداول في بورصة الجزائر سنة 2017 وحتى نهاية 2018 يقتصر على القيم المنقولة الخمسة التالية: سهم مؤسسة الأوراسي، سهم مؤسسة صيدال، سهم مؤسسة أليانس لتأمينات، سهم مؤسسة رويبة، وسهم بيوفارم، والتي تشكل المحفظة المالية لأي مستثمر. في الوقت الذي تسجل فيه البورصات العربية كبورصة مسقط أكثر من 130 شركة.

كما أنّ لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة أنهت إلى علم الجمهور بأن بتاريخ 20 جانفي 2016، أشرت على المذكرة الإعلامية بدخول شركة الإسمنت لعين الكبيرة في البورصة و هذا عبر رفع رأسها بنسبة 35. وتندرج هذه العملية في إطار تنفيذ لائحة مجلس مساهمات الدولة ، المصادق عليها بتاريخ 21 جانفي 2014، والمتعلقة بدخول (08) ثماني مؤسسات عمومية في البورصة.



ثالثا: سيولة السوق المالية الجزائرية

لمعرفة درجة سيولة السوق المالية الجزائرية يُستخدم مؤشرين هما: معدل قيمة التداول ومعدل دوران الأسهم، وستتطرق لهما فيما يلي:

1. معدل قيمة التداول:

معدل قيمة التداول في بورصة الجزائر يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم (4-5): تطور معدل التداول في بورصة الجزائر للفترة 2005-2017

السنوات	معدل التداول (%)
2005	0.00006
2006	0.00176
2007	0.01027
2008	0.01103
2009	0.00900
2010	0.00559
2011	0.00221
2012	0.00425
2013	0.00061
2014	0.00084
2015	0.00091
2016	0.00462
2017	0.0016

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة والجدول رقم (4-4).

من الجدول السابق يُلاحظ أنّ أعظم معدل تداول حققته بورصة الجزائر كان سنة 2008، وقدّر بـ 0.01103%، وهو معدل ضعيف جدا. وهذا دليل على ركود السوق المالية الجزائرية وضعفها، وكذا ضعف في سيولة الاقتصاد الجزائري عامة.

## 2. معدل دوران الأسهم

بغية معرفة مدى سيولة السوق، يتم حساب معدل دوران الأسهم. حيث يقيس هذا المؤشر مدى نشاط السوق وحركة التداول للقيم المنقولة فيها. ففي الحالات التي يشهد فيها المعدل ارتفاعا تسجل البورصة زيادة في سيولتها، أما في الحالات العكسية فإن السوق تعتبر عندئذ منقوصة السيولة ولا تشجع على الاستثمار فيها. ويلخص الجدول الموالي تطور هذا المعدل للسوق المالية الجزائرية:

جدول رقم (4-6): تطور معدل دوران الأسهم للسوق المالية الجزائرية في الفترة 2005-2017

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
معدل الدوران %	0.04	2.23	14.87	18.75	13.69	8.48	2.15	5.17	0.73	1.01	8.16	1.76	0.74

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير لجنة تنظيم ومراقبة البورصة والجدول رقم (4-4)

يتضح من الجدول السابق أنّ هناك تذبذب في قيمة معدل دوران الأسهم بين ارتفاع وانخفاض، حيث حقق أدنى قيمة له سنة 2005 وقدرت بـ 0.04%، وحقق أعلى قيمة له سنة 2008 وقدرت بـ 18.78%، إنّ انخفاض هذا المعدل يعني صعوبة تحويل الأسهم إلى نقدية بسرعة وبأقل تكلفة، وبالتالي فنقول أنّ تكلفة المعاملات في السوق المالية الجزائرية مرتفعة، والسيولة منخفضة جدا، وانخفاض هذا المعدل يرجع إلى صغر عدد البائعين والمشتريين في السوق حيث لا يمكنهم بيع المنتجات المالية وشراؤها بسهولة، وإلى محدودية المنتجات المالية المتداولة في السوق نتيجة وجود عدد ضئيل من المتدخلين. وهذا مؤشر أيضا على ضعف وركود السوق المالية الجزائرية.

### المطلب الثالث: جدول لورنس وييدرا للحكم على مدى عمق ونضج السوق المالية الجزائرية في إطار التنسيق مع السياسات الاقتصادية

لقد ذُكر في المبحث الأول من الفصل الأول بأنّ السوق المالية تمر بأربعة مراحل للوصول إلى مرحلة النضج، وهذا ما وضحه جدول لورنس وييدرا، والذي حدد أربعة مراحل كالتالي: المرحلة الأولى وهي عدم وجود سوق أو وجود سوق صغير الحجم للمنتجات المالية، المرحلة الثانية وهي مرحلة مبدئية لتطوير السوق المالية، المرحلة الثالثة حيث تكون السوق المالية متطورة لكن لم تصل إلى مرحلة التطور الكامل، والمرحلة الرابعة حيث تكون السوق المالية ناضجة. وتُعتبر السوق المالية جزء من النشاط الاقتصادي وهي بذلك تتأثر بنوعية السياسات المتبعة، وتُعتبر السياسة النقدية إحدى هذه السياسات، والتي قد يكون لها تأثير على أداء السوق المالية<sup>1</sup>. وللحكم على مدى عمق ونضج أي سوق مالية، وإضافة إلى مؤشرات قياس نشاط السوق المالية السابق التطرق لها في الفصل الأول سيُعمد على متغيرين هما: الرملة السوقية للتعبير عن النمو في السوق المالية، وعرض النقد للتعبير عن السياسة النقدية.

ومن المعروف بأن البنوك المركزية هي التي تتحكم في عرض النقد، وبالتالي فالسياسات النقدية التوسعية أو الانكماشية التي تتبعها هذه البنوك ستؤثر بلا شك على أسعار الفائدة، وبالتالي اتجاهات الأسعار في أسواق الأسهم<sup>2</sup>.

ولقد اختلف الاقتصاديون في تحديد أثر التغيير في عرض النقد على سوق الأوراق المالية. حيث يرى الاقتصاديان فريدمان وشوارتز أنّ هناك أثر إيجابي بين عرض النقد وأسعار الأوراق المالية، فزيادة المعروض النقدي (مع ثبات المطلوب منها) سيؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة مما يشجع على القيام بالاستثمار وبالتالي زيادة الانتاج وانخفاض البطالة الذي سيؤدي إلى خلق الدخول وبالتالي زيادة الطلب الذي ينعكس على زيادة الطلب على المنتجات وبالتالي زيادة أرباح الشركات الذي بدوره ينعكس على ارتفاع مستوى الأوراق المالية، والذي يؤدي إلى زيادة القيمة السوقية<sup>3</sup>. في حين يرى بعض الاقتصاديين أمثال كيران Keran أنّ هناك أثر سلبي بين عرض النقد وأسعار الأوراق المالية، حيث يفسر ذلك بأنّ زيادة عرض النقود قد يكون له أثر سلبي يتمثل في احتمال حدوث تضخم يؤدي في النهاية إلى زيادة في الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمرون وبالتالي انخفاض الأسعار<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> - بشير الزغي، تأثيرات العوامل الاقتصادية الكلية في المؤشر العام لأسعار السهم في سوق عمان، مجلة دراسات العلوم الإدارية، مجلد 27، جامعة الأردن، 2000، ص 327.

<sup>2</sup> - سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم - حالة سلطنة عمان، دار الراية، الطبعة الأولى؛ الأردن؛ 2013؛ ص 27.

<sup>3</sup> - Mohammad Salam Al-Shiab, **The Enfluence of Monetary and Fiscal policies on The Capital Market : a Vector Autoregressive(VAR) Model**, Journal of Administration and Economic Sciences, Qassim University, Vol1 N0 2,2008, p2

<sup>4</sup> - بن شني عبد القادر، أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في الجزائر، مجلة المالية والأسواق، جامعة مستغانم، المجلد 2، العدد 3، ص 89.

## الفصل الرابع: مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا

وسيتم فيما يلي توضيح العلاقة بين السياسة النقدية والسوق المالية للجزائر، حيث تم الاعتماد على المعروض النقدي لتمثيل السياسة النقدية، والرسمة السوقية لتمثيل السوق المالية، والجدول الموالي يوضح تطور المعروض النقدي الجزائري والرسمة السوقية للسوق المالية الجزائرية خلال الفترة 2005-2017.

جدول رقم (4-7): تطور المعروض النقدي الجزائري والرسمة السوقية للسوق المالية الجزائرية خلال الفترة 2005-2017.

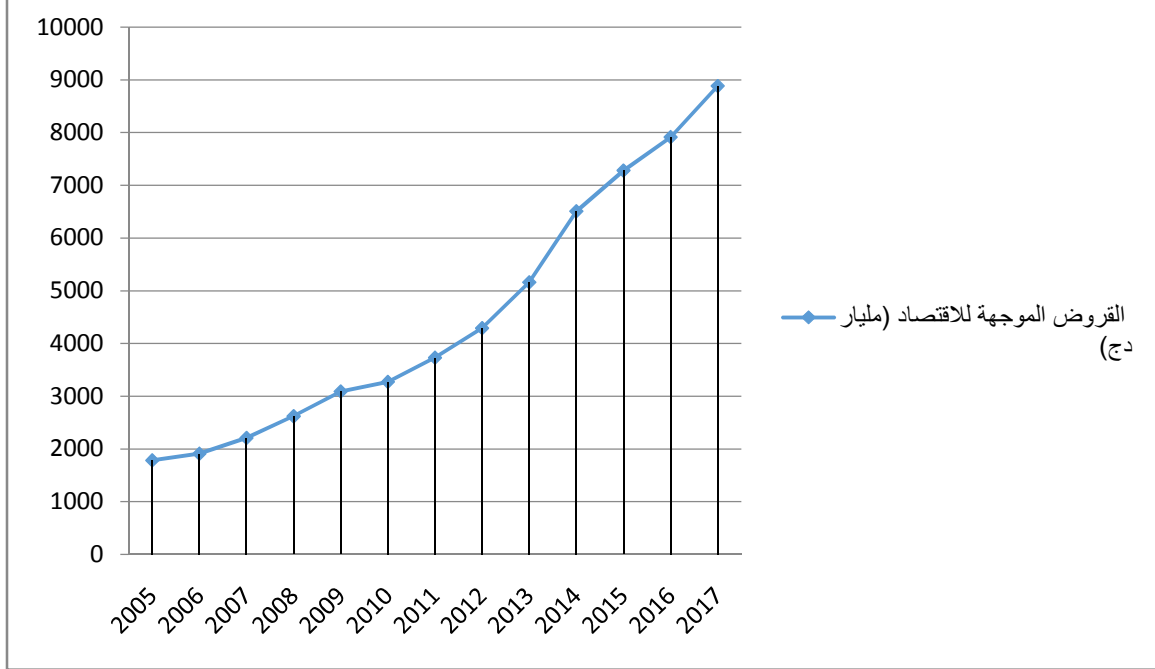
السنوات	المعروض النقدي $MS_A$ (مليار دج)	الرسمة السوقية $MC_A$ (مليار دج)
2005	4070.1	10.4
2006	4827.6	6.71
2007	5994.6	6.46
2008	6955.9	6.50
2009	7173.1	6.55
2010	8162.8	7.90
2011	9929.2	14.97
2012	11015.1	13.03
2013	11941.5	13.82
2014	13686.7	14.79
2015	13704.5	15.43
2016	13816.3	45.78
2017	14974.6	40.59

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول رقم (4-3) والتقارير السنوية للبنك المركزي الجزائري على الموقع: [www.bank-of-algeria.dz](http://www.bank-of-algeria.dz)، تاريخ الاطلاع: 20-12-2018.

يتضح من الجدول السابق أنّ قيمة الرسمة السوقية للسوق المالية الجزائرية صغيرة جدا مقارنة بالمعروض النقدي الجزائري خلال الفترة 2005-2017، فرغم التزايد المستمر للمعروض النقدي الجزائري خلال فترة الدراسة إلا أنّ الرسمة السوقية للسوق المالية الجزائرية تبقى ضعيفة جدا، حيث سجلت أعلى قيمة لها سنة 2016 وقدرت بـ 45.78 مليار دينار جزائري أي نسبة 0.33% من المعروض النقدي لتلك السنة، وهذا يعني أنّ الزيادة في المعروض النقدي الجزائري لم توجه إلى السوق المالية الجزائرية، أي لشراء المنتجات المالية، حيث أنّ معظم الشركات الناشطة في الاقتصاد الجزائري ليست مدرجة في بورصة الجزائر، كما أنّها تعتمد على أساليب تمويل أخرى منها

الاقتراض من البنوك. والشكل الموالي يوضح قيمة القروض الموجهة للاقتصاد الجزائري خلال الفترة 2005-2017:

شكل رقم(4-5): القروض الموجهة للاقتصاد الجزائري خلال الفترة 2005-2017



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك الجزائر، تاريخ الاطلاع: 10-12-2018

يتضح من الشكل السابق التزايد المستمر للقروض الموجهة للاقتصاد خلال فترة الدراسة (2005-2017)، حيث كانت تساوي 1779.8 مليار دينار جزائري سنة 2005 لتصل إلى 8880 مليار دينار جزائري سنة 2017، وتُمثل هذه القيمة (8880مليار) نسبة 59.3% من المعروض النقدي وهذا ما يدل على أنّ الاقتصاد الجزائري أغلب تمويله عن طريق الاقتراض من البنوك وليس السوق المالية. وإضافة إلى مجاء في المطلب السابق، حيث وُجد أنّ أداء السوق المالية الجزائرية ضعيف جدا، إضافة للعدد الصغير للمنتجات المالية المتداولة فيها (أوراق خمسة شركات)، يمكن الحكم عليها بأنها في المرحلة الأولى أي سوق صغير الحجم للأوراق المالية.

## المبحث الثاني: السوق المالية المغربية

في هذا المبحث سيتم التطرق إلى واقع السوق المالية المغربية، من خلال التعرف على بورصتها وشروط الإدراج فيها، المتدخلون بها، وكذا التعرف على مستوى أدائها.

### المطلب الأول: بورصة الدار البيضاء (كازيلانكا)

سيتم في هذا المطلب عرض نشأة بورصة الدار البيضاء والإصلاحات التي مستها، تقسيمها، شروط الإدراج فيها، وكذا أهم المتدخلون في السوق المالية المغربية، وهم: الهيئة المغربية لسوق الرساميل، شركات البورصة، الجمعية المهنية لشركات البورصة، هيئة الإيداع المركزي أو ما يسمى ماروكليز.

#### أولاً: نشأة بورصة الدار البيضاء

تعود مرحلة تأسيس بورصة الدار البيضاء إلى سنة 1929، وكانت تحمل آنذاك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة"، والأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عملية الصرف دفع بالسلطات حينئذ إلى تحسين و تقنين تنظيم وسير هذه السوق. ففي سنة 1948، حل مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة، غير أن تنظيم السوق كان يحول دون اجتذاب المدخرين في وقت كان الاستثمار في البورصة يلقى اهتماما متزايدا، وقد تم وضع مبادرة إصلاحية سنة 1967 لتدارك هذا العجز وأصبح للسوق المالي المغربي بورصة خاصة تخضع لتنظيم قانوني وتقني. وإثر هذه المبادرة وتحديدا سنة 1986، شرعت المغرب في تطبيق برنامج للتقويم الهيكلي استغرق عشر سنوات، وقد مكّنها هذا البرنامج من تعزيز التوازنات الأساسية والتحكم في مشكلة الدين والتضخم. وبعد سبع سنوات أي في سنة 1993، شهدت سوق البورصة إصلاحا جذريا لاستكمال وتعزيز المكتسبات السابقة، فتم إصدار و المصادقة على ثلاث نصوص مؤسّسة، و هي<sup>1</sup>:

- قانون رقم 1-93-211 متعلق ببورصة القيم؛
  - قانون رقم 1-93-212 متعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من قبل الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب على العموم؛
  - قانون رقم 1-93-213 متعلق بالهيئات المكلفة بالتوظيف الجماعي للقيم المنقولة.
- ويسعى هذا الإصلاح إلى تحديث البورصة من خلال:
- إنشاء مجلس القيم المنقولة للسهر على حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة؛
  - الترخيص لشركات البورصة كوسطاء متخصصين وجعلها الوحيدة المؤهلة والمعتمدة لإجراء صفقات القيم المنقولة المدرجة؛

<sup>1</sup> - متوفر على موقع بورصة الدار البيضاء:

<http://www.casablanca-bourse.com/bourseweb/Ar/content.aspx?IdLink=110&Cat=1>

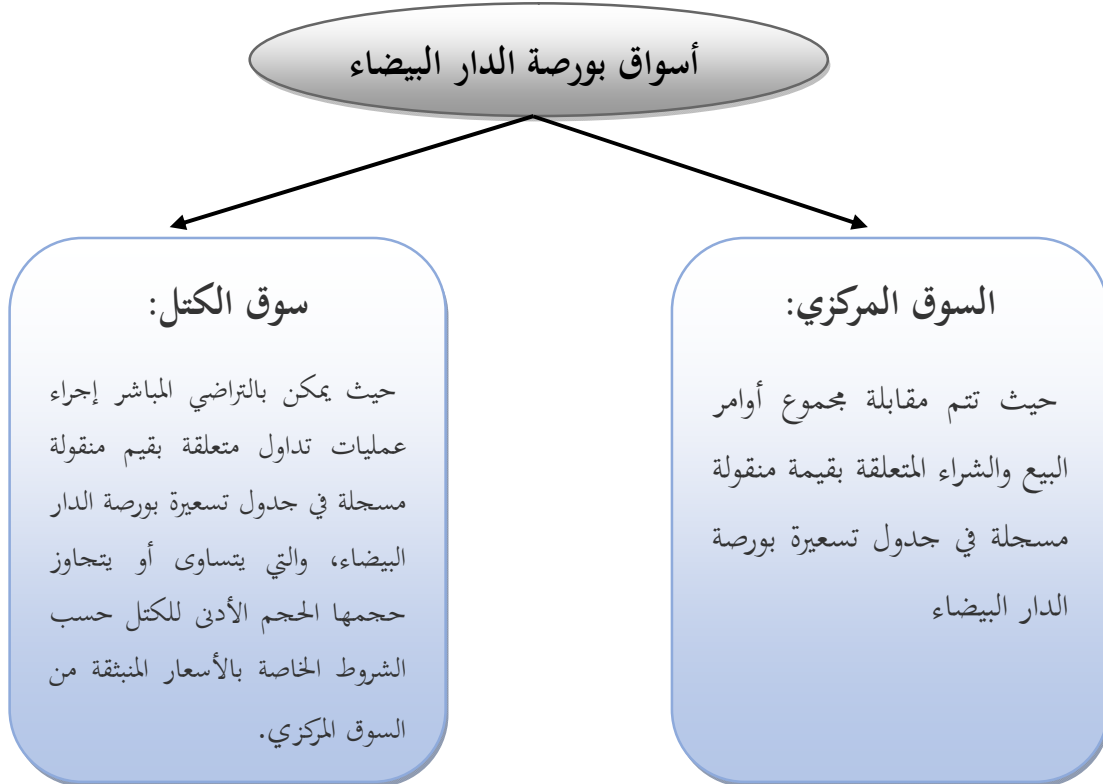
- إنشاء هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، وهم وسطاء ماليون تتلخص مهمتهم في إدارة محافظ القيم المنقولة حسب مبدأ تنويع المخاطر؛
- إنشاء شركة بورصة الدار البيضاء للقيم (SBVC)، وهي شركة خاصة تتمثل مهمتها في تسيير بورصة القيم، ويملك رأسمالها شركات البورصة المرخص لها بخصص متساوية.
- ومن أجل رفع فعالية السوق، بات إجباريا على الشركات المدرجة في البورصة نشر البيانات المالية والمحاسبية الخاصة بها ابتداء من سنة 1993، وقد تم شطب 10 شركات من جدول التسعيرة إثر رفضها تطبيق المقتضيات الجديدة المنصوص عليها.
- وفي سنة 1997، تحسن تنظيم سوق البورصة بعد صدور القانون رقم 34.96 الذي قام بتعديل واستكمال القانون رقم 1-211-93 المتعلق ببورصة القيم، وبعد أن قضى القانون رقم 35.96 بإحداث هيئة إيداع مركزية في أكتوبر من سنة 1998، ومنذ ذلك التاريخ شهدت بورصة الدار البيضاء انتعاشا ملحوظا. وفي سنة 2000، تم تغيير اسم شركة بورصة الدار البيضاء للقيم ليصبح بورصة الدار البيضاء. وفي سنة 2007، بادرت بورصة الدار البيضاء إلى إعادة تصميم هويتها مواكبة للتحويلات الهامة التي تشهدها.
- أما من حيث تنظيم السوق، فقد اتخذت عدّة تدابير، أهمها<sup>1</sup>:
- في مارس 1997 انطلاق نظام التسعير والتداول الإلكتروني؛
- في نوفمبر 1998 تعويض السوق الرسمي وسوق التفويت المباشر بالسوق المركزي وسوق الكتل؛
- في ماي 2001 اعتماد لامركزية التداول الإلكتروني، وتحويل عمليات البيع والشراء إلى مقرات شركات البورصة، وكذا تقليص مدة الإتمام النظري الخاص بعمليات البورصة من خمس إلى ثلاث أيام؛
- في جانفي 2002 تم إطلاق المؤشرات الجديدة مازيومادكس، والمؤشرات القطاعية، ومؤشرات المردودية، ومؤشرات العملات، ثم الأخذ ابتداء من ديسمبر 2004 بالقيمة السوقية للرأسمال العائم (الرسملة) في طريقة حساب هذه المؤشرات؛
- في مارس 2002 اعتماد نظام خاص بضمان حسن إتمام العمليات، وإلغاء سوق القطع الذهبية المسعرة في البورصة؛
- في أبريل 2004، بدأ تنفيذ القانون رقم 01.52 المعدل للقانون 1-93-211 الصادر بتاريخ 21 سبتمبر 1993 والمتعلق ببورصة القيم، ليتم بذلك تبسيط شروط الإدراج في البورصة، وإحداث خمسة أسواق للتداول: ثلاثة أسواق للأسهم، وسوق للسندات وسوق آخر للرساميل؛
- في ماي 2005، تطبيق المعايير الجديدة للمكوث في جدول التسعيرة؛

<sup>1</sup> - من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير بورصة الدار البيضاء.

- في ماي 2007، تم إصدار قوانين جديدة متعلقة بالظواهر المعتبرة بمثابة قانون رقم 1-93-211 المتعلق ببورصة القيم، وقانون رقم 93-122-1 المتعلق بمجلس القيم المنقولة وبالمعلومات اللازم تقديمها من طرف الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم وكذا القانون رقم 03 26. المتعلق بالعروض العمومية في سوق البورصة؛
- في مارس 2008، اعتماد النسخة 900 لنظام التسعير الإلكتروني؛
- في ديسمبر 2008، أنشأت بورصة الدار البيضاء لجنة متابعة من أجل تعديل النظام الإداري للشركة، واعتماد مجلس إدارة وإدارة عامة عوض النمط المعتمد منذ سنة 2000 في شكل إدارة جماعية ومجلس رقابة؛
- في أبريل 2009، تم الاعتماد الفعلي لنظام حوكمة يركز على مجلس إدارة وإدارة عامة.

#### ثانيا: أسواق بورصة الدار البيضاء

تضم بورصة الدار البيضاء سوقين سوق مركزي وسوق الكتل. كما يوضحه الشكل التالي:  
شكل رقم (4-6): أسواق بورصة الدار البيضاء





1. **السوق المركزي:** هي سوق متركزة توجهها أوامر البيع والشراء، ويتم تسعير قيمة منقولة ما على هذه السوق وفق نظام التسعير المستمر أو الثابت حسب سيولة القيمة المنقولة.
2. **سوق الكتل:** تتم صفقات الكتل بالتراضي المباشر، ويتم تحديد الحجم الأدنى للكتل بالنسبة لكل قيمة منقولة حسب تطور المعايير خلال فترة معينة تحددها بورصة الدار البيضاء، فلا يمكن أن يقل الحجم الأدنى للكتل عن عتبة دنيا تحددها بورصة الدار البيضاء لكل نوع من القيم المنقولة، وتصدر نشرة بذلك في نشرة التسعيرة.

والجدول الموالي يلخص حجم السوق المركزي وسوق الكتل للسنوات 2015-2017 حسب عدد المعاملات:

جدول رقم (4-8): توزيع الحجم حسب عدد المعاملات للسنوات 2015-2017

المؤشرات	2015	2016	2017	التغير السنوي %
السوق المركزي	130,329	187,337	231,289	54.4
الأسهم	130,277	187,306	224,289	54.4
سندات الاقتراض	52	31	7	-77.4
سوق الكتل	148	137	150	9.5
الأسهم	130	120	128	6.7
سندات الاقتراض	18	17	22	29.4
المجموع العام	130,477	188,685	289,381	54.4

المصدر: التقرير السنوي لسنة 2017 لبورصة الدار البيضاء، ص 40.

يتضح من الجدول أنّ حجم السوق المركزي قد حقق ارتفاع سنة 2017 مقارنة بسنتي 2015 و 2016، حيث قدر التغير بنسبة 54.4% مقارنة بسنة 2016، وهذا راجع لزيادة عدد المعاملات سنة 2017 مقارنة بالسنوات التي سبقتها. أما حجم سوق الكتل فقد حقق هو الآخر ارتفاع قدره 9.5% مقارنة بسنة 2016، وهذا راجع لزيادة عدد المعاملات في هذه السوق. وبالنظر إلى عدد المعاملات في كلا السوقين تبين أنّ السوق المركزي كان أكثر نشاطا من سوق الكتل.

أما فيما يخص شروط الإدراج في بورصة الدار البيضاء، فتلخص في الجدول الموالي:

## الفصل الرابع: مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا

جدول رقم (4-9): شروط الإدراج في أسواق الأسهم المغربية (السوق الرئيسي، سوق التطوير، سوق النمو) وفي سوق السندات المغربية.

الشروط الأساسية للإدراج في أسواق الأسهم			
سوق النمو	سوق التطوير	السوق الرئيسي	
الشركات ذات النمو السريع	الشركات المتوسطة الحجم	الشركات الكبرى	حجم الشركات
لم يتم وضع أي حد أدنى	لم يتم وضع أي حد أدنى	50 مليون درهم	رؤوس الأموال الذاتية الدنيا
1 مليون	أكثر من 50 مليون درهم	لم يتم وضع أي حد أدنى	رقم المعاملات الأدنى
1	2	3	عدد السنوات المالية المصادق عليها
غير إلزامية	غير إلزامية	نعم (إذا كانت للشركة شركات تابعة)	الحسابات الموطدة
الشروط الإضافية:			
30000 سهم	100000 سهم	250000 سهم	عدد الأسهم الأدنى اللازم إصدارها
10 ملايين درهم	25 مليون درهم	75 مليون درهم	المبلغ الأدنى للإصدار
شروط الإدراج في سوق السندات المغربية			
الجهة المصدرة:			
2		عدد السنوات المالية المصادق عليها	
نعم (إذا كان للشركة فروع)		الحسابات الموطدة	
إصدار السندات:			
20 مليون درهم		المبلغ الأدنى اللازم إصداره	
سنتان		مدة الاستحقاق الدنيا	

المصدر: موقع بورصة الدار البيضاء، تاريخ الاطلاع: 2-4-2015

ثالثا: المتدخلون في السوق المالية المغربية

لضمان السير الجيد لبورصة الدار البيضاء، وتماشيا مع الأنظمة المعمول بها في بورصات العالم، توجد مجموعة من الهيئات المتدخلة في تنظيم وسير البورصة، توجز فيما يلي:

1. **الهيئة المغربية لسوق الرساميل:** هي مؤسسة عمومية تتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلالية المالية، وهي تمثل سلطة السوق، وتتولى المهام التالية:

- حماية الادخار المستثمر في القيم المنقولة أو أي توظيف آخر عن طريق طرح أوراق مالية للاكتتاب العام؛

- السهر على تزويد المستثمرين بالمعلومات الخاصة بالقيم المنقولة، مع التحقق من أنّ الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب العام يقومون بإعداد ونشر جميع المعلومات القانونية والتنظيمية اللازمة؛

- السهر على حسن سير سوق القيم المنقولة من خلال ضمان الشفافية والنزاهة والسلامة؛

- ضمان احترام ومراعاة مختلف المقتضيات القانونية والتشريعية المنظمة للسوق المالي.

2. **شركات البورصة:** تمّ تأسيس شركات البورصة سنة 1995 بمقتضى القانون رقم 1-93-211

الصادر بتاريخ 21 سبتمبر 1993، وتمّ الترخيص لها من طرف وزارة الاقتصاد والمالية، عددها 17 شركة نهاية سنة 2017. وتحتكر هذه الشركات السمسرة في سوق البورصة. ويتمثل نشاطها في تنفيذ الصفقات على القيم المنقولة، إيداع وحفظ الأوراق المالية، إدارة محافظ القيم المنقولة بمقتضى وكالة، وتنشيط القيم المنقولة المدرجة للتداول. فضلا عن ذلك، عند إجراء عمليات الإدراج في البورصة تساعد شركات البورصة الأشخاص المعنويين الذين يطرحون أوراقهم المالية للاكتتاب لدى العموم على إعداد وثائق المعلومات الموجهة للعموم وعلى جمع طلبات الاكتتاب.

3. **الجمعية المهنية لشركات البورصة:** هي جمعية مهنية تضم مجموع شركات البورصة التي تعمل في

سوق البورصة المغربية، وتتجلى مهمتها في:

- المساهمة في تطوير والنهوض بمهن شركات البورصة والخدمات الاستثمارية في السوق المالية المغربية؛

- تمثيل أعضائها لدى باقي المتدخلين في السوق ولدى السلطات العمومية.

4. **ماروكليز:** هو هيئة الإيداع المركزي للأوراق المالية بالمغرب، وقد تمّ إنشاؤها بمقتضى القانون رقم

35-96 الصادر بتاريخ 9 جويلية 1997، وهي الهيئة التي أسست نظام تحويل القيم المنقولة من

الشكل العيني إلى الشكل الرمزي الإلكتروني. وتتجلى مهامها في: حفظ وتداول وإدارة الأوراق المالية في الحسابات الجارية لأعضائها.

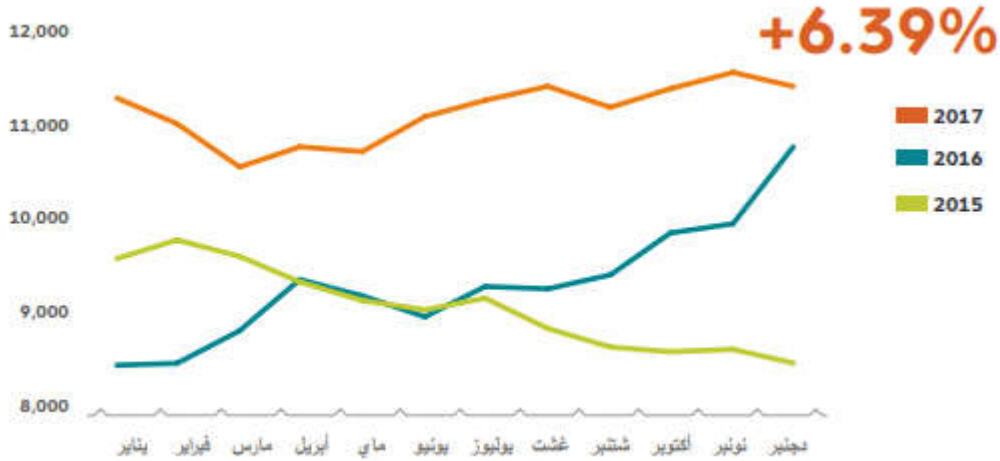
### المطلب الثاني: أداء السوق المالية المغربية

تُعد السوق المالية المغربية الأولى مغاريا، حيث أصبحت ساحة مالية ذات جاذبية. وشكّل تحويل بورصة الدار البيضاء إلى شركة مساهمة محطة هامة في مسار بناء نظام سوق جديد قادر على الاستجابة لاحتياجات الجهات المصدرة والمستثمرين المحليين والأجانب، وكذا بناء سوق تلعب دورا فعالا في تمويل الاقتصاد المغربي. وسيتم في هذا المطلب عرض أداء السوق المالية المغربية، من خلال التطرق إلى بعض المعايير المستخدمة لقياس نشاط الأسواق المالية.

#### أولا: تطور المؤشرات الرئيسية لبورصة الدار البيضاء

لبورصة الدار البيضاء عدة مؤشرات تعكس وضعية التداول فيها، إلا أنّ مؤشر مازي العائم ومؤشر FTSE CE Morocco 15 هما الأكثر استخداما من طرف المتعاملين في هذه البورصة. حيث مؤشر مازي العائم هو مؤشر عام يشمل جميع القيم المنقولة من نوع الأسهم، أما مؤشر FTSE CE Morocco 15 فهو مؤشر يضم أسهم الشركات الرئيسية الكبرى الـ 15 مصنفة حسب القيمة السوقية<sup>1</sup>.

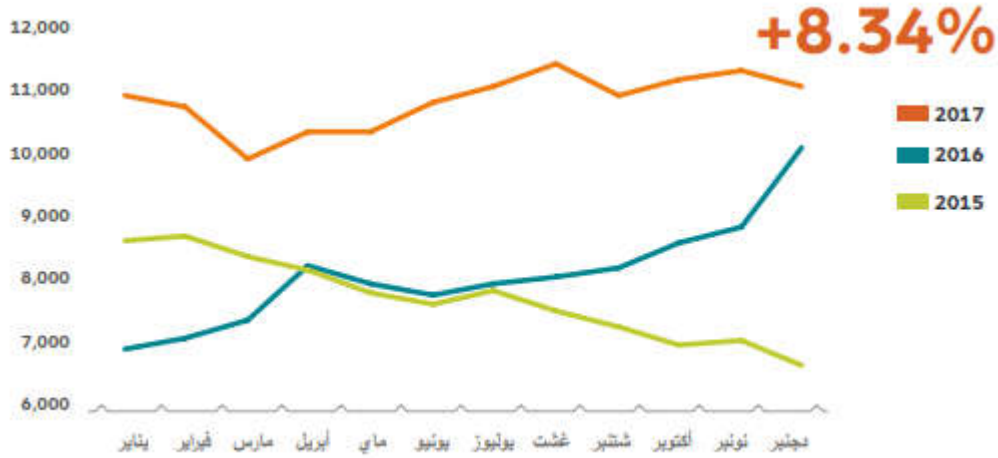
شكل رقم (4-7): التطور الشهري لمؤشر مازي العائم للفترة 2015-2017



المصدر: التقرير السنوي لـ 2017 لبورصة الدار البيضاء، ص37.

<sup>1</sup> - من موقع بورصة الدار البيضاء: [www.casablanca-bourse.com](http://www.casablanca-bourse.com)، تاريخ الاطلاع: 2-4-2015.

شكل رقم (4-8): التطور الشهري لمؤشر FTSE CE Morocco 15 للفترة 2015-2017



المصدر: التقرير السنوي لـ 2017 لبورصة الدار البيضاء، ص37.

بعدما سجلت بورصة الدار البيضاء سنة 2015 انخفاض كلا المؤشرين، حيث سجل مؤشر مازي العائم انخفاض بنسبة 7.2% وسجل مؤشر FTSE CE Morocco 15 انخفاض بنسبة 15.8%<sup>1</sup>، وكان سبب الانخفاض تأثر الأسواق بالنتائج المنشورة من طرف الشركات المدرجة في البورصة (11 تحذير حول النتائج لسنة 2015). يتضح من الشكلين السابقين تحسن في أداء كلا المؤشرين، حيث سجل مؤشر مازي العائم أدنى مستوى له شهر جانفي (8,899)، ثم ارتفع ليسجل أعلى مستوى له شهر ديسمبر (11,644). أما مؤشر FTSE CE Morocco 15 فسجل أدنى مستوى له شهر جانفي أيضا (7,669)، ثم ارتفع ليصل شهر ديسمبر إلى أعلى مستوى له (10,717). وبذلك أغلقت بورصة الدار البيضاء السنة المالية 2016 على ارتفاع مازي العائم بنسبة 30.46%، وبنسبة 44.36% مؤشر FTSE CE Morocco 15<sup>2</sup>، ويرجع هذا إلى ارتفاع حركية أسواق الأسهم في بورصة الدار البيضاء. وكذا إدراج شركة جديدة (مرسى المغرب) بإصدار 29,358,240 سهم بقيمة 1.9 مليار درهم<sup>3</sup>. وواصل المؤشرين تحقيق نتائج إيجابية خلال سنة 2017 حيث أغلقت بورصة الدار البيضاء السنة المالية 2017 على ارتفاع مؤشر مازي العائم بنسبة 6.39% وبنسبة 8.34% مؤشر FTSE CE Morocco 15، وهذا راجع لارتفاع حركية أسواق الأسهم في كل من السوق المركزي وسوق الكتل.

<sup>1</sup> - التقرير السنوي لـ 2015 لبورصة الدار البيضاء، ص27.

<sup>2</sup> - التقرير السنوي لـ 2016 لبورصة الدار البيضاء، ص35.

<sup>3</sup> - المرجع السابق، ص39.

ثانيا: حجم السوق المالية المغربية

يُقاس حجم السوق كما ذكر سابقا بمؤشرين هما: معدل رسملة السوق وعدد الشركات المدرجة في البورصة، وسيتم التطرق لكل منهما لمعرفة حجم السوق المالية المغربية.

1. معدل رسملة السوق

عرفت بورصة الدار البيضاء تذبذبا في القيمة السوقية بين الارتفاع والانخفاض في الفترة المدروسة، وقد حققت أعلى قيمة لها سنة 2017 وقدرت بـ 627 مليار درهم، كما يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم (4-10): الرسملة السوقية لبورصة الدار البيضاء في الفترة 2005-2017

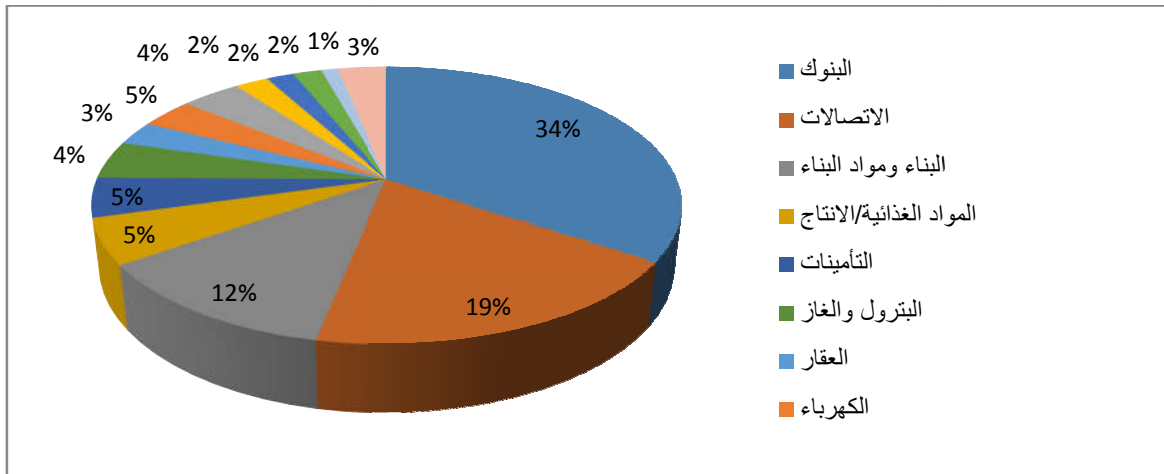
التغير %	الرسملة السوقية (مليار درهم)	السنوات
-----	252.3	2005
65.3	417.1	2006
40.5	586.3	2007
9.3-	531.8	2008
4.3-	508.9	2009
13.7	579.0	2010
10.8-	516.2	2011
13.7-	445.2	2012
1.3	451.1	2013
7.38	484.4	2014
6.42-	453.3	2015
28.6	583.0	2016
7.55	627	2017

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة الدار البيضاء، تاريخ الاطلاع: 5-7-2018

من الجدول رقم (4-10)، يُلاحظ أنّ القيمة السوقية للسوق المالية المغربية:

- حققت ارتفاع في السنتين 2006 و 2007، وهذا راجع بدرجة أولى إلى إدراج شركات جديدة في بورصة الدار البيضاء؛

- انخفضت القيمة السوقية في سنتي 2008 و2009، وهذا راجع لتصحيح أسعار القيم المنقولة، ولطّف من هذا الانخفاض إدراج شركات جديدة في البورصة، والسبب الثاني للانخفاض هو الأزمة المالية العالمية والتي أثرت على الاقتصاد العالمي ككل؛
  - ارتفعت القيمة السوقية مرة ثانية سنة 2010، وهذا راجع للأداءات الإيجابية التي سجلتها قطاعات البنوك، الاتصالات والعقار؛
  - عادت للانخفاض مرة ثانية سنتي 2011 و2012، وهذا راجع للاضطرابات السياسية والاقتصادية والمالية التي زعزعت المنطقة والبلدان الأوروبية المجاورة كونها تعتبر من الشركاء التجاريين المهمين بالنسبة للمغرب؛
  - ارتفعت القيمة السوقية مرة ثانية سنتي 2013 و2014، ويرجع هذا إلى الأداءات الإيجابية التي سجلتها قطاعات البنوك والاتصالات والبناء ومواد البناء، والتي تستحوذ الحصة الأكبر من الرسملة الإجمالية لهذه الفترة؛
  - انخفضت القيمة السوقية سنة 2015، ويرجع هذا الانخفاض بالخصوص إلى الأداءات السلبية للقطاعات التي تمثل غالبية رسملة السوق، كما ساهم شطب تسعير سند الشركة العامة العقارية المقومة بما يقارب 8 مليارات درهم في هذا التراجع؛
  - عادت القيمة السوقية للارتفاع سنتي 2016 و2017، وهذا راجع إلى الأداءات الإيجابية التي سجلتها قطاعات البنوك والاتصالات والبناء ومواد البناء والتي تستحوذ على الحصة الأكبر من الرسملة الإجمالية. إضافة إلى إدراج شركة جديدة "مرسى المغرب" عن طريق طرح 40% من أسماها للاكتتاب، حيث قامت بإصدار 29,358,240 سهم بسعر 65.00 درهما للسهم الواحد، بعدد مكتبتين 18434<sup>1</sup>.
- شكل رقم (4-9): توزيع رسملة بورصة الدار البيضاء حسب قطاع النشاط لسنة 2017



المصدر: التقرير السنوي لـ 2017 لبورصة الدار البيضاء، ص39.

<sup>1</sup> - التقرير السنوي لـ 2016 لبورصة الدار البيضاء، ص39.

## الفصل الرابع: مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا

يتضح من الشكل السابق أن قطاعات البنوك والاتصالات والبناء ومواد البناء هي القطاعات التي تمثل غالبية رسملة البورصة بنسب 34%-19%-12% على التوالي.

جدول رقم (4-11): معدل رسملة السوق المالية المغربية في الفترة 2005-2017

السنة	الرسملة السوقية (مليار درهم)	الناتج المحلي (مليار درهم)	معدل رسملة السوق %
2005	252.3	552.6	45.65
2006	417.1	603.7	69.09
2007	586.3	647.5	90.54
2008	531.8	716.9	74.18
2009	508.9	748.4	67.99
2010	579	784.6	73.79
2011	516.2	820.0	62.95
2012	445.2	847.8	52.51
2013	451.1	897.9	50.23
2014	484.4	925.3	52.35
2015	453.3	988.0	45.88
2016	583	1016.4	57.35
2017	627	1063.3	58.97

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على جدول رقم (4-10)، والتقارير السنوية لبنك المغرب المركزي ([www.bkam.ma](http://www.bkam.ma))، تاريخ الاطلاع: 20-9-2018.

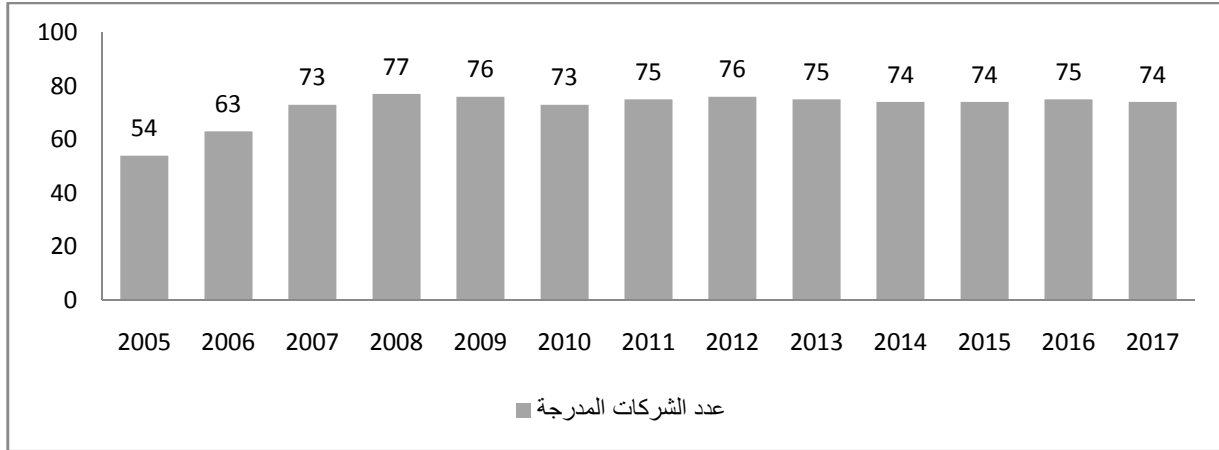
كما ذكر في الفصل الأول فإن معدل رسملة السوق مرتبط مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر، وكلما كانت النسبة مرتفعة فهذا يدل على أن الأفراد يتعاملون بالمنتجات المالية لتمويل النشاط الحقيقي. ويتضح من الجدول السابق أن معدل رسملة السوق في الفترة المدروسة قد حقق أعظم قيمة له في سنة 2007 حيث قدر بـ 90.54%، وحقق أدنى قيمة له سنة 2005 حيث قدر بـ 45.65%. وبالتالي يمكن القول أن حجم السوق المالية المغربية معتبر نسبيا.



## 2. عدد الشركات المدرجة:

ارتفع عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء ليصل إلى 74 شركة سنة 2017، مقارنة بـ 54 شركة كانت مدرجة سنة 2005، هذا ما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم (4-10): عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء للفترة 2005-2017



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير صندوق النقد العربي والبنك الدولي. تاريخ الاطلاع: 1-1-2018.

يتضح من الشكل السابق أنّ عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء تراوح ما بين 54 شركة و 77 شركة وهذا خلال الفترة 2005-2017، وقد سجل عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء سنة 2017 بـ 74 شركة. وإذا ما قورن هذا العدد مع عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر (5 شركات) نقول أنّ حجم السوق المالية المغربية معتبر، أما إذا قورن بعدد الشركات المدرجة في بورصات دول أخرى مثل بورصة مصر 250 شركة دون التحدث عن البورصات العالمية الكبرى، نقول بأنّ حجم السوق المالية المغربية صغير نسبيا وفي حاجة إلى مزيد من التطوير.

### ثالثا: سيولة السوق المالية المغربية

تُقاس سيولة السوق بمؤشرين كما سبق الذكر وهما: معدل قيمة التداول، معدل دوران الأسهم. وسيتم التطرق لمعدل قيمة التداول للسوق المالية المغربية، ومعدل دوران أسهمها في هذا العنصر.

#### 1. معدل قيمة التداول:

معدل قيمة التداول في بورصة الدار البيضاء يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم (4-12): تطور معدل التداول للسوق المالية المغربية في الفترة 2005-2017

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
معدل قيمة التداول %	12,66	14,36	29,32	14,88	8,52	6,54	4,04	3,55	3,03	2,77	2,90	2,89	6,20

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير بورصة الدار البيضاء، تاريخ الاطلاع: 20-8-2018.

من الجدول السابق يتضح أنّ أعظم معدل تداول حققته بورصة الدار البيضاء كان سنة 2007، وقدّر بـ 29.32%، أما سنوات 2014 و2015 و2016 فقد حقق أدنى المعدلات قدّرت بـ 2.77% و2.90% و2.89% على التوالي، ليرتفع إلى 6.2% سنة 2017، وهي معدلات ضعيفة إذا ما قورنت بمعدلات التداول في بورصات أخرى. وهذا يعني بأنّ حجم التداول في بورصة الدار البيضاء صغير، وبالتالي ضعف في سيولة الاقتصاد المغربي.

#### 2. معدل الدوران

لمعرفة مدى نشاط السوق المالية المغربية، سيستخدم معدل دوران أسهمها، والجدول الموالي يلخص معدل دوران الأسهم للفترة 2005-2017.

جدول رقم (4-13): تطور معدل دوران الأسهم للسوق المالية المغربية في الفترة 2005-2017

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
معدل الدوران %	15.88	35.15	41	29.89	46.54	8.83	6.18	6.43	6	5.72	6.39	6.27	6.3

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير البنك الدولي وتقارير بورصة الدار البيضاء، تاريخ الاطلاع: 20-8-2019

يتضح من هذا الجدول أنّ هناك تذبذب في قيمة معدل دوران الأسهم بين ارتفاع وانخفاض، حيث حقق أدنى قيمة له سنة 2014 وقدّرت بـ 5.72%، وحقق أعلى قيمة له سنة 2009 وقدّرت بـ 46.54%، إنّ انخفاض هذا المعدل يعني صعوبة تحويل الأسهم إلى نقدية بسرعة وبأقل تكلفة، وبالتالي يمكن القول عن سيولة السوق المالية المغربية بأنها ضعيفة مقارنة ببورصات أخرى.

### المطلب الثالث: جدول لورنس وبيدرا للحكم على مدى عمق ونضج السوق المالية المغربية في إطار التنسيق مع السياسات الاقتصادية

للحكم على مدى عمق ونضج السوق المالية المغربية، وإضافة لمعايير قياس نشاط سوقها المالية والتي تم التطرق لها في المطلب السابق، سيتم فيما يلي توضيح العلاقة بين المعروض النقدي للمغرب كأداة من أدوات السياسة النقدية والرسملة السوقية لسوقه المالية، والجدول الموالي يوضح تطور المعروض النقدي للمغرب والرسملة السوقية للسوق المالية المغربية خلال الفترة 2005-2017.

جدول رقم (4-14): المعروض النقدي للمغرب والرسملة السوقية لسوقه المالية للفترة 2005-2017

السنوات	المعروض النقدي $MS_m$ (مليار درهم)	الرسملة السوقية $MC_m$ (مليار درهم)
2005	474.81	252.3
2006	555.45	417.1
2007	644.76	586.3
2008	714.68	531.3
2009	747.34	508.9
2010	904.5	579.0
2011	962.8	516.2
2012	992.2	445.2
2013	1022.8	451.1
2014	1086.2	484.4
2015	1148.0	453.3
2016	1202.4	583.0
2017	1268.5	627

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على من إعداد الباحثة بالاعتماد على جدول رقم (4-10) والتقارير السنوية لبنك المغرب، على الموقع: <http://www.bkam.ma/ar/content/view/full/14431>، تاريخ الاطلاع: 7-9-2018

يتضح من الجدول السابق وجود علاقة طردية بين المعروض النقدي والرسملة السوقية للسوق المالية المغربية خلال فترة الدراسة، حيث سجلت الرسملة السوقية للسوق المالية المغربية 252.3 مليار درهم سنة 2005 لما كان المعروض النقدي 474.81 مليار درهم، وبارتفاع المعروض النقدي لـ 1268.5 مليار درهم سنة 2017 سجلت السوق المالية المغربية رسملة سوقية قدرها 627 مليار درهم. لكن توجد بعض الانحرافات، حيث ورغم ارتفاع المعروض النقدي إلا أنه سُجل انخفاض في قيم الرسملة السوقية للسوق المالية المغربية، وتعود هذه الانحرافات

لمتغيرات أخرى غير المعروض النقدي والتي سبق التطرق إليها، كالأزمة المالية سنتي 2008-2009 إضافة إلى تصحيح أسعار القيم المنقولة المسجلة بها، الاضطرابات السياسية والاقتصادية والمالية سنتي 2011-2012 والتي كان لها تأثير على المغرب، إضافة للأداءات السلبية للقطاعات التي تمثل غالبية رسملة السوق لسنة 2015. كما يمكن القول بعدم وجود علاقة مباشرة ووحيدة بين المعروض النقدي المغربي والرسملة السوقية للسوق المالية المغربية، وكذا أنّ المعروض النقدي يمارس تأثيرا شديدا على عوامل أخرى كسعر السهم مثلا، أين نجد هذا الأخير قد يحدد ويفسر بشكل أوضح التغير في الرسملة السوقية، حيث أنّ زيادة المعروض النقدي يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، وانخفاضه يؤدي إلى انخفاض أسعارها.

يوجد أيضا سعر الفائدة كأداة من أدوات السياسة النقدية، والذي بدوره يؤثر على أسعار المنتجات المالية. حيث من الناحية النظرية يؤثر سعر الفائدة سلبا على أداء السوق المالية، وذلك لأنّ الزيادة في سعر الفائدة من شأنه أن يجعل المستثمرين يتجنبون المخاطر العالية بالاستثمار في سوق الأسهم مثلا، وميلهم للاستثمار في الأصول ذات المخاطر المنخفضة التي تحمل فائدة ثابتة مثل الودائع الثابتة وشهادات الادخار وأذونات الخزينة<sup>1</sup>. وبالتالي ستنخفض أسعار الأسهم نتيجة انخفاض الطلب عليها، والعكس صحيح في حال انخفاض سعر الفائدة فإنّ ذلك يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم وبالتالي زيادة أسعارها.

والجدول الموالي يلخص القرارات المتخذة من قبل البنك المركزي المغربي الخاصة بأسعار الفائدة.

جدول رقم (4-15): القرارات المتخذة بالنسبة لأسعار الفائدة في المغرب خلال الفترة 2005-2017

السنة	سعر الفائدة الرئيسي
2005	3.25%
2006	3.25%
2007	3.25%
2008	رفع من 3.25% إلى 3.50%
2009	تخفيض من 3.50% إلى 3.25%
2010	3.25%
2011	3.25%

<sup>1</sup> - French, K.R., Schwert, G.W. and Stanbaugh, R.F. "Expected Stock Returns and Volatility", Journal of Financial Economics, (1987), Vol. 19 Issue 1, pp. 3-29.

## الفصل الرابع: مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا

خفض من 3.25% إلى 3%	2012
3%	2013
خفض من 3% إلى 2.75% ثم إلى 2.50%	2014
2.50%	2015
خفض من 2.50% إلى 2.25%	2016
2.25%	2017

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك المغرب المركزي، تاريخ الاطلاع: 10-9-2018

يتضح من الجدول أنّ سعر الفائدة خلال فترة الدراسة (2005-2017) لا يتميز بالمرونة الكافية، وهذا دليل على أنّ السوق المالية المغربية لا يمكن إدراجها لا في المرحلة الرابعة أي سوق مالية ناضجة ولا في المرحلة الثالثة أي سوق مالية متطورة لم تصل إلى مرحلة التطور الكامل، وهذا لأنّ في كلا المرحلتين أسعار الفائدة تتميز بالمرونة الكبيرة، على عكس ما لوحظ في الجدول، كما لا يمكن إدراجها في المرحلة الأولى أي عدم وجود سوق أو وجود سوق صغير الحجم للأوراق المالية، وهذا لأنّ المغرب قد قامت باتخاذ مجموعة من القرارات التي تبعتها عن المرحلة الأولى، ومنها<sup>1</sup>: إدراج السندات الممثلة للديون الخاصة على المقاولات الصغيرة جدا والصغيرة والمتوسطة ضمن الضمانات المقبولة في عمليات السياسة النقدية (في 27 مارس 2012)، تنفيذ أول عملية إقراض مضمون بسندات خاصة موجهة للمقاولات الصغيرة جدا والصغيرة والمتوسطة (في 13 ديسمبر 2012). وبالتالي وإضافة لما تم التطرق إليه حول أداء السوق المالية المغربية في المطلب السابق يمكن الحكم على أنّ السوق المالية المغربية تندرج ضمن المرحلة الثانية، أي في مرحلة مبدئية لتطوير السوق المالية.

<sup>1</sup> - بنك المغرب، التقرير السنوي المرفوع إلى الملك لسنة 2016، ص 144.

### المبحث الثالث: السوق المالية التركية

يُعتبر الاقتصاد التركي أكبر سبع عشر اقتصاد على مستوى العالم<sup>1</sup>، وخامس أكبر اقتصاد بالمقارنة مع الاتحاد الأوروبي في عام 2017. ويُعتبر المناخ الاستثماري في تركيا ثاني أكبر مناخ يتعرض للإصلاحات بين دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية من حيث القيود المفروضة على الاستثمارات الأجنبية المباشرة منذ عام 1997<sup>2</sup>. واحتلت تركيا سنة 2016 المرتبة الثامنة في أوروبا من حيث القيمة المتداولة في سوق الأسهم بقيمة 1014 مليار ليرة، والمرتبة الثالثة من حيث القيمة المتداولة في سوق أوراق الدين بقيمة 11367 مليار ليرة<sup>3</sup>. وتُعتبر أكثر أسواق الأسهم سيولة في أوروبا، حيث احتلت سنة 2017 المرتبة الأولى في أوروبا والمرتبة الثالثة عالميا من حيث سرعة دوران الأسهم<sup>4</sup>. وتعتبر السوق المالية التركية من الأسواق القادرة على المنافسة على الصعيد الدولي، وهذا لأدائها الإيجابي الذي حققته، والذي سيوضح في هذا المبحث.

#### المطلب الأول: بورصة إسطنبول

سيتم في هذا المطلب عرض نشأة بورصة إسطنبول، تقسيمها، وإلى أهم المتدخلون في السوق المالية التركية، وهم: مجلس أسواق رأس المال التركية، جمعية أسواق رأس المال، وكالة السجل التجاري، ومؤسسات وسيطة مرخص لها بالعمل في السوق المالية التركية.

#### أولا: نشأة بورصة إسطنبول

تعود أصول أسواق الأوراق المالية المنظمة في تركيا إلى النصف الثاني من القرن 19، حيث تم إنشاء أول سوق للأوراق المالية خلال الفترة العثمانية في 1866 تحت اسم «Deraadet Tahvilat Borsasi» أي بورصة إسطنبول للسندات، والتي اعتبرت كفرصة من قبل العديد من المستثمرين الأوربيين الذين توقعوا عوائد مرتفعة من هذه الأوراق المالية. وبعد تأسيس الجمهورية أتاح قانون الأوراق المالية والصرف الأجنبي رقم 1447 الذي صدر سنة 1929 إنشاء سوق منظم لتداول الأوراق المالية تحت اسم " بورصة إسطنبول للأوراق المالية والصرف الأجنبي"، ويعتبر سوق إسطنبول للأوراق المالية (ISE) هو المؤسسة الوحيدة في تركيا لتداول الأوراق المالية، والتي تم تأسيسها سنة 1985<sup>5</sup>، لتتيح تداول الأسهم والسندات والأذون، سندات القطاع الخاص، الأوراق المالية الأجنبية، الشهادات العقارية وكذلك الأوراق المالية الدولية. وفي الوقت الحاضر، فإن السوق المالية التركية لديها

<sup>1</sup> - Price water house Coopers, **Listing in Borsa İstanbul A detailed analysis**, 2016, p 3, sur le site: <https://www.pwc.com.tr>

<sup>2</sup> - وكالة دعم وتشجيع الاستثمار، أهم عشرة أسباب للاستثمار في تركيا، من الموقع: <http://www.invest.gov.tr>

<sup>3</sup> - بورصة إسطنبول، التقرير السنوي لـ2016، ص26.

<sup>4</sup> - بورصة إسطنبول، التقرير السنوي لـ2017، ص4.

<sup>5</sup> - الإطار القانوني لبورصة إسطنبول، من الموقع: <http://www.borsaistanbul.com>، تاريخ الاطلاع: 4-3-2016.

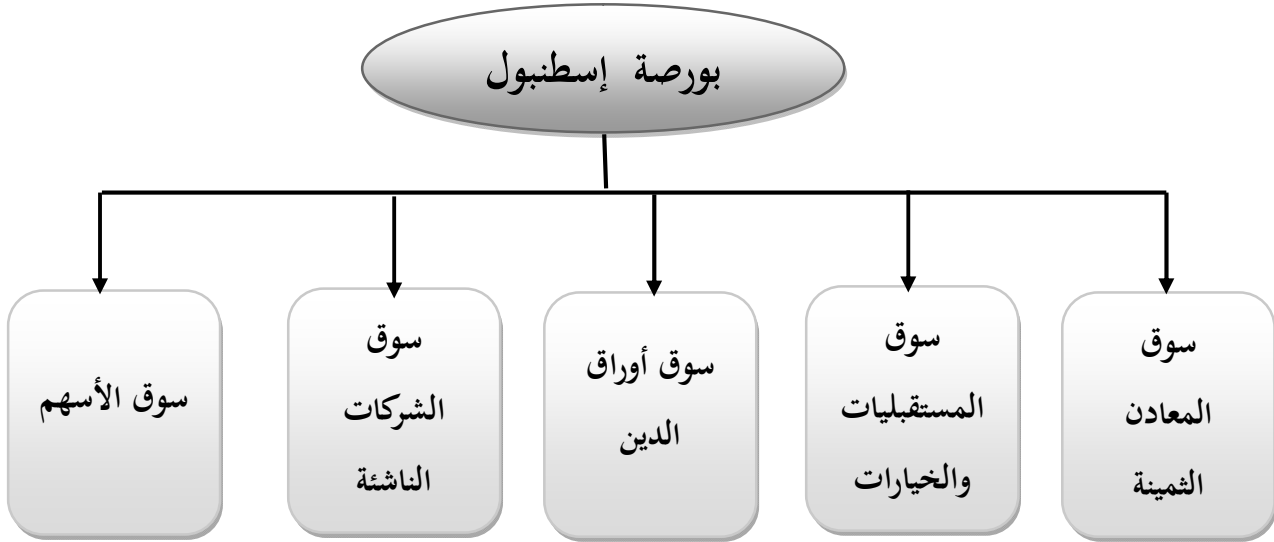
القدرة على المنافسة على المستوى الدولي من حيث الأدوات، المؤسسات والبنية التحتية التشريعية، ولديها أيضا ميزة الإدراج بين الأسواق المالية الرئيسية في العالم.

ولقد شهدت السوق المالية التركية تغييرا كبيرا من الناحية القانونية، حيث نجد قانون أسواق رأس المال رقم 2499، وقانون-المرسوم رقم 91 فيما يتعلق بتبادل الأوراق المالية (الأول هو القانون الذي ينظم تقريبا كل جانب من جوانب أسواق رأس المال التركية كقانون تشريعي، ويشكل الثاني الأساس القانوني للأسواق المنظمة في تركيا، بما في ذلك بورصة إسطنبول)، تم إلغاؤه بموجب قانون أسواق رأس المال رقم 6362 الذي تم سنه مؤخرا. حيث أصدر القانون رقم 6362 كقانون للإصلاح، وفي محاولة لتحقيق الانسجام بين تنظيم أسواق رأس المال التركية واتفاقات الاتحاد الأوروبي، وتحسين اندماج أسواق رأس المال التركية مع الأسواق العالمية، وتعزيز قدرتها على المنافسة<sup>1</sup>.

### ثانيا: أسواق بورصة إسطنبول

توفر بورصة إسطنبول الفرصة للاستثمار في مختلف المنتجات، في بيئة تجارية منظمة وشفافة وموثوق بها للمستثمرين المحليين والدوليين، مع قدراتها التكنولوجية الحديثة، حيث تتم كل المعاملات إلكترونيا. وتضم بورصة إسطنبول خمسة أسواق، كما يوضحه الشكل التالي:

#### شكل رقم (4-11): أسواق بورصة إسطنبول



المصدر: من موقع بورصة إسطنبول، تاريخ الاطلاع: 4-3-2016

<sup>1</sup> - المرجع نفسه.

يتضح من الشكل السابق، أنّ بورصة إسطنبول تضم خمسة أسواق وهي: سوق الأسهم، سوق الشركات الناشئة، سوق أوراق الدين، سوق المستقبلات والخيارات، وسوق للمعادن الثمينة.

### ثالثا: المتدخلون في السوق المالية التركية

لضمان السير الجيد للسوق المالية التركية، وتماشيا مع الأنظمة المعمول بها في الأسواق المالية العالمية، نجد مجموعة من الهيئات المتدخلة في تنظيم وسير السوق المالية التركية، توجز فيما يلي:

1. مجلس أسواق رأس المال التركية: تأسس مجلس أسواق رأس المال التركية (CMB) سنة 1981،

وهو السلطة التنظيمية والرقابية الوحيدة لتنظيم ومراقبة أمان وشفافية واستقرار أسواق رأس المال التركية، وحماية حقوق المستثمرين، بهدف ضمان مشاركة فعالة وواسعة النطاق من قبل جمهور المستثمرين. وقد قام بوضع لوائح تفصيلية لتنظيم الأسواق وتطوير أدوات ومؤسسات سوق رأس المال على مدى السنوات التسع عشرة الماضية في تركيا<sup>1</sup>. وتتلخص مسؤولياته وصلاحياته في:

- تعزيز حماية المستثمرين؛
- تحديد الشروط والمبادئ التي تنظم عمليات التدقيق والتقييم للمنظمات التي يحكمها قانون أسواق رأس المال؛
- التعاون مع مؤسسات التنظيم لتلبية متطلبات التشريعات الوطنية والدولية ولضمان الاستقرار المالي؛
- وضع المبادئ المرتبطة بشهادات الكفاءة المهنية والتعليمية للموظفين المعيّنين من قبل شركات مساهمة ومؤسسات سوق رأس المال وتأسيس مراكز تدريب؛
- وضع القواعد التي يجب أن تلتزم بها الكيانات التي ستقدم استشارات للاعبين سوق رأس المال،
- تحديد مبادئ تشغيل منصة الإفصاح العام من خلال الطلبات والإعلانات؛
- تنسيق أنظمة تكنولوجيا المعلومات لشركات المساهمة وأسواق المال والمؤسسات ذاتية التنظيم؛
- تعيين أعضاء بصفة مؤقتة في المناصب الشاغرة بمجلس مدراء شركات المساهمة العامة؛
- اعتماد معايير الأسواق المالية الدولية وإدماجها في اللوائح؛
- تعزيز البنية التحتية للأسواق المالية.

<sup>1</sup> - الصفحة الرئيسية لمجلس أسواق رأس المال التركية، من الموقع: <http://www.cmb.gov.tr>، تاريخ الاطلاع: 4-3-2016.



2. جمعية أسواق رأس المال (TCMA): هي هيئة ذاتية التنظيم، أنشئت سنة 2001 من قبل قانون

السوق المالية، وأعضاؤها هم البنوك وشركات الوساطة وشركات إدارة الأصول، وصناديق الاستثمار

التي يؤذن لها بعمليات السوق المالية التركية. وتتلخص مهامها في:

- وضع تدابير السلامة التي تهدف إلى منع المنافسة غير المشروعة؛
- تُساعد في حل النزاعات الناشئة عن عمليات خارج البورصة بين أعضائها أو بين أعضائها والمستثمرين؛
- تقوم بإجراء أبحاث لتطوير السوق المالية؛
- تُراقب التطورات المهنية، والتغيرات في القواعد والأنظمة وإبلاغ أعضائها؛
- تُقدم برامج تدريبية للمتخصصين في السوق؛
- تقوم بتصميم وتنفيذ برامج تعليمية للمستثمرين.

3. وكالة السجل التجاري (CRA): أنشأت هذه الوكالة سنة 2001، وهي المسؤولة عن تسجيل

منتجات الأسواق المالية والحقوق المرفقة بها على شكل إلكتروني، مع احترام المصدرين والمؤسسات

الوسيط وأصحاب الحقوق.

4. المؤسسات الوسيطة المرخص لها بالعمل في السوق المالية: يوجد في السوق المالية التركية

العديد من المتدخلين، وهم: بيوت السمسرة وعددها 80، البنوك التجارية وعددها 27، بنوك

الاستثمار والتنمية وعددها 10، بنوك المشاركة وعددها 5، بيوت سمسرة المعادن النفيسة وعددها

19، شركات إنتاج وتسويق المعادن النفيسة وعددها 15، مكاتب العملات وعددها 43، شركات

قطاع الجواهرات وعددها 526.

### المطلب الثاني: أداء السوق المالية التركية

تُعتبر السوق المالية التركية من الأسواق الناشئة التي أوجدت لها مكانة بين الأسواق الجاذبة للمستثمرين الأجانب، لما حققته من نتائج وأداءات إيجابية. وسيتم في هذا المطلب عرض أداء هذه السوق، من خلال التطرق إلى بعض المعايير المستخدمة لقياس نشاط الأسواق المالية.

#### أولاً: تطور مؤشر BIST 100

هناك العديد من المؤشرات التي يستخدمها المستثمر للتعرف على أداء السوق المالية التركية، لكن أكثرها استخداماً هو مؤشر BIST 100، ويتكون هذا المؤشر من 100 شركة مختارة من بين الشركات التي يُداول أسهمها في السوق المالية التركية، وفقاً للمعايير المحددة مسبقاً من قبل بورصة إسطنبول، ويتضمن مؤشر BIST100 مؤشري BIST50 و BIST 30.

شكل رقم (4-12): تطور مؤشر BIST 100 خلال الفترة 2005-2017



المصدر: من الموقع <https://fr.investing.com/indices/ise-100>، تاريخ الاطلاع: 4-4-2018.

يتضح من الشكل السابق تذبذب مؤشر BIST100 بين ارتفاع وانخفاض في الفترة الممتدة من 2005 إلى 2017، حيث حقق أدنى مستوى له في فيفري 2009 قَدَّر بـ 24026.59 نقطة، وهذا بسبب الأزمة المالية العالمية التي أثرت على الاقتصاد العالمي ككل، لكن القطاع المالي التركي أثبت مرونة خلال الأزمة المالية وكذلك في الفترة التي تلت الأزمة، وذلك بفعل الإصلاح الهيكلي الذي طبقتته الحكومة في أعقاب الانهيار المالي الخاص بالبلاد في أوائل عام 2000. ليعود المؤشر للارتفاع ويحقق أعلى مستوى له في ديسمبر 2017 وقَدَّر بـ 115333.01 نقطة. وقد حقق المؤشر سنة 2017 ارتفاعاً بنسبة 47.6% مقارنة بسنة 2016.

ثانيا: حجم السوق المالية التركية

لمعرفة حجم السوق المالية التركية، سيتم في هذا العنصر التطرق إلى مؤشري معدل رسملة السوق المالية التركية وعدد الشركات المدرجة في بورصتها.

1. معدل رسملة السوق

عرفت بورصة إسطنبول تذبذبا في الرسملة السوقية بين الارتفاع والانخفاض في الفترة المدروسة، وقد حققت أعلى قيمة لها سنة 2014 وقدرت بـ 627 مليار ليرة تركية، كما يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم (4-16): الرسملة السوقية لتركيا في الفترة 2005-2017

السنوات	الرسملة السوقية (مليار ليرة)	التغير %
2005	218	----
2006	230	5.50
2007	336	46.08
2008	182	45.83-
2009	350.7	92.69
2010	472.5	34.73
2011	381	19.36-
2012	553	45.14
2013	504	8.86-
2014	627	24.40
2015	416	33.65-
2016	405	2.64-
2017	427	5.43

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير مجلس أسواق رأس المال التركية. [www.cmb.gov.tr](http://www.cmb.gov.tr)، تاريخ الاطلاع: 2018-08-12.

من الجدول رقم (4-16)، يتضح أنّ القيمة السوقية للسوق المالية التركية:

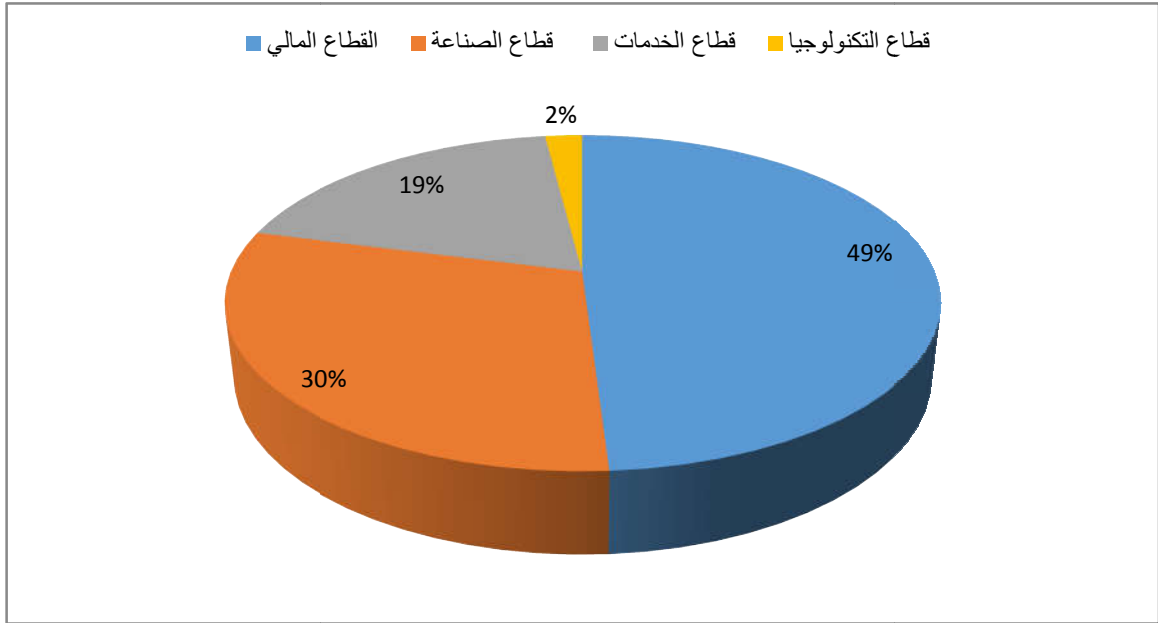
- حققت ارتفاع في السنتين 2006 و2007، وهذا راجع بدرجة أولى إلى إدراج شركات جديدة في بورصة إسطنبول؛

- انخفضت القيمة السوقية سنة 2008، وهذا راجع للأزمة المالية العالمية والتي كان لها آثار سلبية على

الاقتصاد العالمي؛

- ارتفعت القيمة السوقية مرة ثانية سنتي 2009 و 2010، وهذا راجع للأداءات الإيجابية التي سجلتها القطاعات المشاركة في البورصة، وكذا مرونة القطاع المالي التركي خلال الأزمة المالية العالمية، بفضل الإصلاح الهيكلي المطبق أوائل سنة 2000، وإدراج 22 شركة جديدة في بورصة إسطنبول؛
- عادت للانخفاض مرة ثانية سنة 2011، وهذا راجع للاضطرابات السياسية والاقتصادية والمالية التي زعزعت المنطقة والبلدان الأوربية؛
- ارتفعت القيمة السوقية مرة ثانية سنة 2012، ويرجع هذا إلى الأداءات الإيجابية التي سجلتها القطاعات المشاركة في البورصة، وكذا إدراج 41 شركة جديدة في بورصة إسطنبول؛
- انخفضت القيمة السوقية سنة 2013، ويرجع هذا إلى انخفاض أداء القطاعات التي تمثل غالبية رسملة السوق؛
- ارتفعت القيمة السوقية مرة ثانية سنة 2014، وهذا راجع للأداءات الإيجابية للقطاعات الممثلة لغالبية رسملة السوق، وإدراج شركة جديدة؛
- انخفضت القيمة السوقية سنتي 2015 و 2016، وهذا بسبب خروج بعض الشركات من بورصة إسطنبول، وتراجع الاستثمار الأجنبي نتيجة ازدياد التدخل الحكومي في الشأن الاقتصادي، وكذا الأزمات السياسية الداخلية نتيجة المسألة الدستورية.
- عادت القيمة السوقية للارتفاع سنة 2017، وهذا بسبب الأداءات الإيجابية للقطاعات التي تمثل غالبية رسملة السوق، وإدراج 22 شركة جديدة.

شكل رقم (4-13): توزيع رسملة بورصة إسطنبول حسب قطاع النشاط لسنة 2017



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقرير السنوي 2017 لجمعية أسواق رأس المال التركية، من الموقع: [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr)، تاريخ الإطلاع: 12-12-2018.

يتضح من الشكل السابق بأن القطاع المالي يستحوذ على الحصة الأكبر من رسملة البورصة لسنة 2017 بنسبة 49%، يليه قطاع الصناعة وقطاع الخدمات وقطاع التكنولوجيا بنسب 30% - 19% - 2% على التوالي. والجدول الموالي يوضح معدل رسملة السوق المالية التركية للفترة 2005-2017:

جدول رقم (4-17): معدل رسملة السوق المالية التركبية في الفترة 2005-2017

السنة	القيمة السوقية (مليار دولار)	الناتج المحلي (مليار دولار)	معدل رسملة السوق %
2005	162.8	501.4	32.46
2006	163.7	552.4	29.63
2007	289.9	675.7	42.90
2008	119.6	764.3	15.64
2009	235.9	644.6	36.59
2010	307.5	771.8	39.84
2011	201.9	832.5	24.25
2012	309.6	873.9	35.42
2013	236.5	950.6	24.87
2014	268.5	934.1	28.74
2015	189.8	859.7	22.07
2016	174.2	863.7	20.16
2017	233.4	851	28

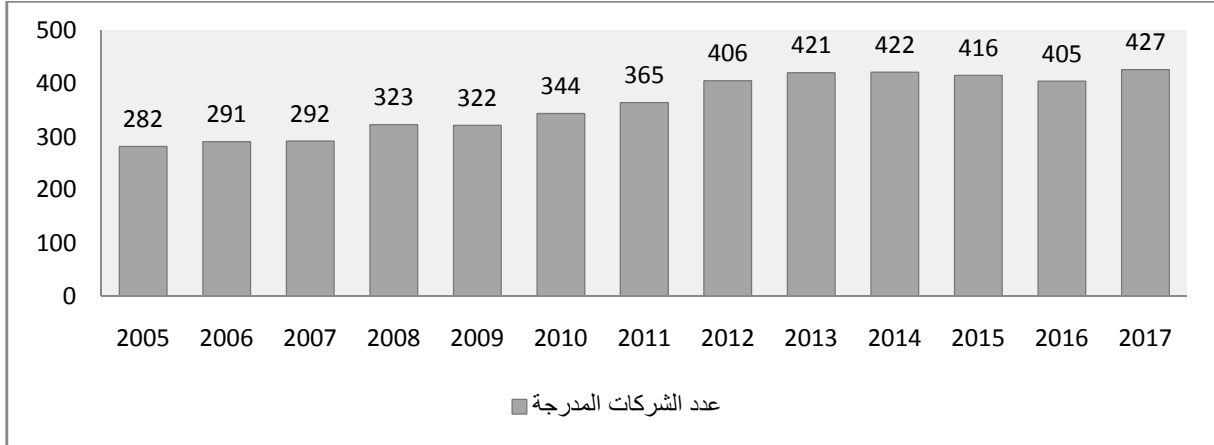
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول رقم (4-16) وبيانات البنك الدولي - تاريخ الاطلاع: 6-8-2018.

يتضح من هذا الجدول أنّ معدل رسملة السوق في الفترة المدروسة قد حقق أعظم قيمة له في سنة 2007 حيث قدر بـ 42.9%، وحقق أدنى قيمة له سنة 2008 حيث قدر بـ 15.64%. أما سنة 2017 فقدّر بـ 27.43%، وبالتالي يمكن القول أنّ حجم السوق المالية التركبية معتبر نسبيا. خاصة إذا ما قورن بمعدل رسملة السوق الجزائرية والذي قدر سنة 2017 بـ 0.21%.

## 2. عدد الشركات المدرجة:

ارتفع عدد الشركات المدرجة في بورصة إسطنبول ليصل إلى 427 شركة سنة 2017، مقارنة بـ 282 شركة كانت مدرجة سنة 2005، هذا ما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم (4-14): عدد الشركات المدرجة في بورصة إسطنبول خلال الفترة 2005-2017



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لمجلس أسواق رأس المال التركية. تاريخ الاطلاع: 6-8-2018.

يتضح من الشكل أنّ عدد الشركات المدرجة في بورصة إسطنبول تراوح ما بين 282 و 427 شركة وهذا خلال الفترة 2005-2017، وقد سجل عدد الشركات المدرجة في بورصة إسطنبول 427 شركة سنة 2017. وإذا ما قورن هذا العدد مع عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر (5 شركات)، وعدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء (74 شركة)، يمكن القول أنّ حجم السوق المالية التركية كبير نسبياً، أما إذا قورن بعدد الشركات المدرجة في بورصات دول أخرى مثل بورصة طوكيو (3535 شركة) وغيرها من البورصات الكبيرة، وبالتالي يمكن القول بأنّ حجم السوق المالية التركية لازال في حاجة إلى مزيد من التطوير.

## ثالثاً: سيولة السوق المالية التركية

تُقاس سيولة السوق بمؤشرين كما سبق الذكر هما: معدل قيمة التداول ومعدل الدوران. وسيتم التطرق لمعدل قيمة التداول للسوق المالية التركية، ومعدل دوران منتجاتها المالية في هذا العنصر.

### 1. معدل قيمة التداول:

معدل قيمة التداول في بورصة إسطنبول يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم (4-18): تطور معدل التداول للسوق المالية التركية للفترة 2005-2017

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
معدل قيمة التداول %	41.35	42.66	50.19	30.29	50.88	55.15	46.60	45.50	45.46	46.29	48.71	37.86	47.26

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لبورصة إسطنبول، تاريخ الاطلاع: 9-10-2017

## الفصل الرابع: مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا

من الجدول السابق يتضح أنّ أدنى معدل تداول كان سنة 2008 وقدر بـ 30.29%، وأعظم معدل تداول حققته بورصة إسطنبول كان سنة 2010 وقدر بـ 55.15%، أما سنة 2017 فقد حققت معدل تداول 47.26%، واحتلت بورصة إسطنبول بهذه النسبة المرتبة الثالثة بين الأسواق المالية الناشئة، بعد كل من الصين وكوريا والبرازيل.

### 2. معدل الدوران

لمعرفة مدى نشاط السوق المالية التركية، سيتم التطرق إلى معدل دوران أسهمها، والجدول الموالي يلخص معدل الدوران للفترة 2005-2017

#### جدول رقم (4-19): تطور معدل دوران أسهم السوق المالية التركية للفترة 2005-2017

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
معدل الدوران %	158.5	141.3	129.7	135.1	178.7	150.6	115.8	113.1	161.8	139.5	184.8	165.1	166.9

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لمجلس أسواق رأس المال التركية، تاريخ الاطلاع: 6-8-2018

يتضح من الجدول أنّ هناك تذبذب في قيمة معدل الدوران بين ارتفاع وانخفاض، حيث حقق أدنى قيمة له سنة 2012 وقدرت بـ 113.1%، وحققت أعلى قيمة له سنة 2015 وقدرت بـ 184.8%، وقدر سنة 2017 بـ 166.9%، واحتلت بورصة إسطنبول بهذه النسبة المرتبة الثالثة عالميا والأولى أوريا. وبهذا تعتبر السوق المالية التركية ذات سيولة كبيرة مما جعلها قادرة على المنافسة على الصعيد الدولي.



### المطلب الثالث: جدول لورنس وبيدرا للحكم على مدى عمق ونضج السوق المالية التركية في إطار التنسيق مع السياسات الاقتصادية

للحكم على مدى عمق ونضج السوق المالية التركية، وإضافة لمعايير قياس نشاط سوقها المالية والتي تم التطرق لها في المطلب السابق، سيتم توضيح العلاقة بين المعروض النقدي لتركيا كأداة من أدوات السياسة النقدية والرسملة السوقية لسوقها المالية، والجدول الموالي يوضح تطور المعروض النقدي لتركيا ورسملة سوقها خلال الفترة 2005-2017.

جدول رقم (4-20): تطور المعروض النقدي التركي والرسملة السوقية للسوق المالية التركية للفترة 2005-2017

السنوات	المعروض النقدي MS <sub>T</sub> (مليار دولار)	الرسملة السوقية MC <sub>T</sub> (مليار دولار)
2005	38.5	162.8
2006	48.5	163.7
2007	56.26	289.9
2008	70.8	119.6
2009	80.02	235.9
2010	95.84	307.5
2011	108.53	201.9
2012	122.14	309.6
2013	148.38	236.5
2014	166.07	268.5
2015	196.63	189.8
2016	229.36	174.2
2017	230.98	233.4

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول رقم (4-16) وبيانات البنك المركزي التركي، على الموقع: <https://www.tcmb.gov.tr/wps/wcm/connect/EN/TCMB+EN/Main+Menu/Publications/Reports>، تاريخ الاطلاع: 12-2018-08.

يتضح من الجدول السابق أنّ هناك علاقة طردية بين المعروض النقدي والرسملة السوقية للسوق المالية التركية خلال فترة الدراسة، حيث سجلت الرسملة السوقية للسوق المالية التركية 162.8 مليار دولار سنة 2005 لما كان المعروض النقدي 38.5 مليار دولار، وبارتفاع المعروض النقدي لـ 230.98 مليار دولار سنة 2017

## الفصل الرابع: مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا

سجلت السوق المالية التركية رسملة سوقية قدرها 233.4 مليار دولار. لكن يوجد بعض الانحرافات، حيث ورغم ارتفاع المعروض النقدي إلا أنه سُجل انخفاض في قيم الرسملة السوقية للسوق المالية التركية، وتعود هذه الانحرافات لمتغيرات أخرى غير المعروض النقدي والتي سبق التطرق إليها، كالأزمة المالية سنة 2008، والاضطرابات السياسية والاقتصادية والمالية التي زعزعت المنطقة والبلدان الأوربية سنة 2011، وخروج بعض الشركات من بورصة إسطنبول نتيجة الأزمات السياسية الداخلية وكان هذا سنتي 2015 و2016، والتي كان لها أثر سلبي على الرسملة السوقية للسوق المالية التركية. كما يمكن القول بعدم وجود علاقة مباشرة ووحيدة بين المعروض النقدي لتركيا والرسملة السوقية لسوقها المالية، حيث أنّ المعروض النقدي يمارس تأثيرا شديدا على عوامل أخرى كسعر السهم مثلا، أين نجد هذا الأخير قد يحدد ويفسر بشكل أوضح التغير في الرسملة السوقية، حيث أنّ زيادة المعروض النقدي يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، وانخفاضه يؤدي إلى انخفاض أسعارها.

سيتم أيضا عرض تطور سعر الفائدة بتركيا باعتباره أداة من أدوات السياسة النقدية، وله تأثير على أسعار المنتجات المالية كما ذكر سابقا فيما يلي:

جدول رقم (4-21): معدل الفائدة لتركيا في الفترة 2005-2017

السنوات	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
معدل الفائدة (%)	13.5	17.5	15.75	15	6.5	6.5	5.75	5.5	4.5	8.3	7.5	8	8

المصدر: من موقع [www.statista.com/statistics/418843/turkey-key-interest-rates/](http://www.statista.com/statistics/418843/turkey-key-interest-rates/)، تاريخ الاطلاع: 2018-4-15.

يتضح من هذا الجدول أنّ معدل الفائدة خلال فترة الدراسة (2005-2017) يتميز بالمرونة، وبالتالي فإنه يمكن استبعاد السوق المالية التركية عن المرحلة الأولى والمرحلة الثانية من جدول لورنس وبيدرا، وبقيت إما أن تُدرج في المرحلة الثالثة أي سوق مالية متطورة لم تصل إلى مرحلة التطور الكامل أو في المرحلة الرابعة أي سوق مالية ناضجة. وإضافة لما تم التطرق إليه حول أداء السوق المالية التركية في المطلب السابق، نجد أنّ سوق أوراق الدين تأخذ حصة الأسد من حجم التداول في السوق المالية التركية بنسبة 66%<sup>1</sup>، كما أنّها تتميز بسيولة كبيرة وهي خاصية تابعة للمرحلة الرابعة من جدول لورنس وبيدرا (توفير درجة عالية من السيولة لأدوات الدين من خلال السوق المالية)، وبالتالي يمكن الحكم على أنّ السوق المالية التركية تندرج ضمن المرحلة الرابعة، أي سوق مالية ناضجة.

<sup>1</sup> - التقرير السنوي لبورصة إسطنبول لسنة 2017، ص 32.

## المبحث الرابع: أثر التنوع ومنتجات الهندسة المالية في تنشيط الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا

تسعى كل من الجزائر المغرب وتركيا لتنشيط وتطوير أسواقها المالية، غير أن تحقيق ذلك يختلف من دولة لأخرى. حيث تدل معايير قياس نشاط الأسواق المالية أنّ السوق المالية الجزائرية ضعيفة وراكدة، أما المغربية لازالت بحاجة إلى مزيد من التطوير، مقارنة بالسوق المالية التركية التي أصبحت قادرة على المنافسة على الصعيد الدولي.

وعلى ذلك سيتم التطرق في هذا المبحث لنقاط التشابه ونقاط الاختلاف بين الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا، وأثر إدارة وتطوير المنتجات المالية على تنشيط هاته الأسواق.

### المطلب الأول: مقارنة بين أداء كل من السوق المالية للجزائر والمغرب وتركيا

فيما يلي جدول يقارن بين الأسواق المالية للدول محل الدراسة، من حيث أهم مؤشرات قياس أداء الأسواق المالية، بالاعتماد على ما جاء في المباحث الثلاث من هذا الفصل.

جدول رقم (4-22): مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا

وجه المقارنة	السوق المالية الجزائرية	السوق المالية المغربية	السوق المالية التركية
أداء مؤشر السوق المالية لسنة 2017	مؤشر دزاير أندكس: % 13.86-	مؤشر مازي العائم: % 6.39+ مؤشر FTSE CE Morocco 15: %8.34+	مؤشر BIST 100: % 47.6+
معدل الرسملة السوقية (%)	0.21	58.97	27.43
عدد الشركات المدرجة سنة 2017	5 شركات	74 شركة	427 شركة
معدل قيمة التداول لسنة 2017	% 0.0016	% 6.20	% 47.26
معدل الدوران لسنة 2017	% 0.74	% 6.3	% 166.9
مدى عمق ونضج السوق المالية	المرحلة الأولى: سوق صغير الحجم للأوراق المالية.	المرحلة الثانية: مرحلة مبدئية لتطوير السوق	المرحلة الرابعة: سوق مالية ناضجة.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المبحث الأول والثاني والثالث من هذا الفصل.

## الفصل الرابع: مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا

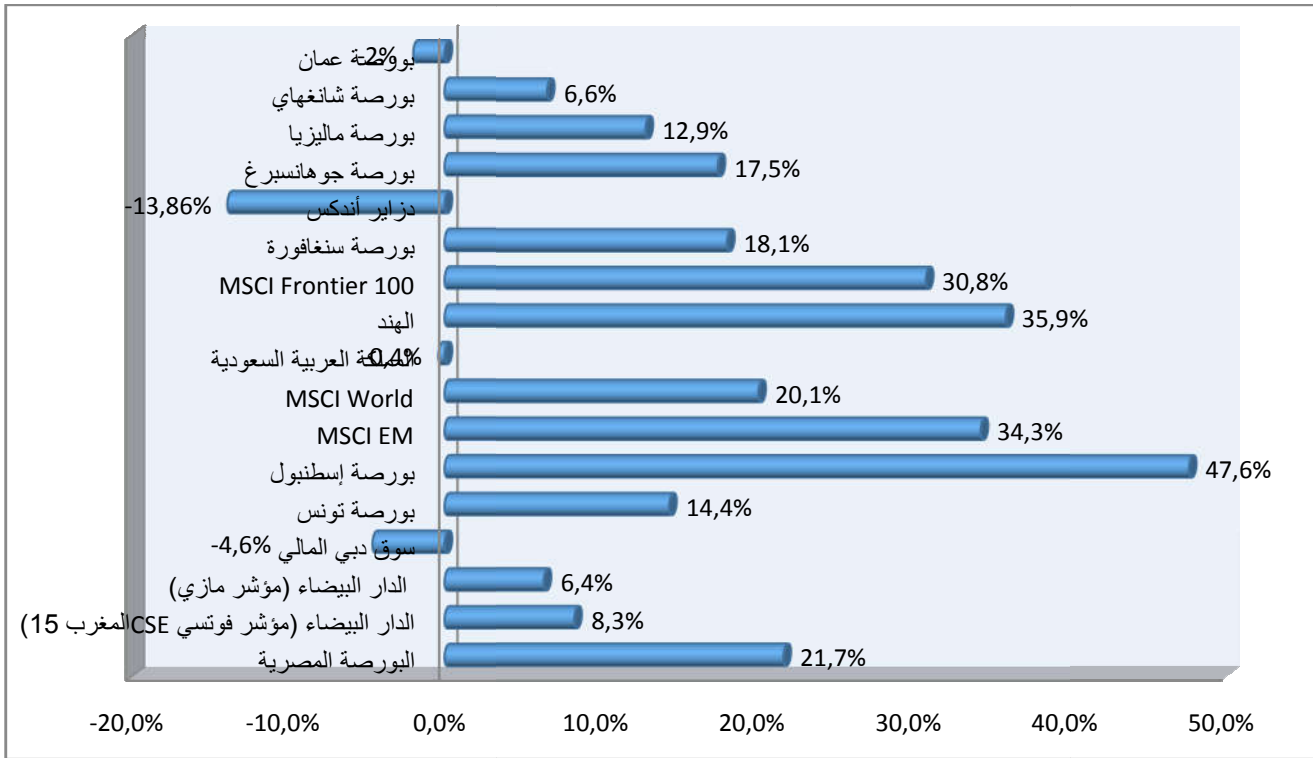
من الجدول يتضح الاختلاف الكبير في درجة نشاط وتطوير السوق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا، حيث تبين الإحصاءات المدرجة في الجدول نمو وتطوير ونشاط السوق المالية التركية مقارنة بالسوق المالية لكل من الجزائر والمغرب. وسيتم التطرق لكل معيار على حدا فيما يلي:

### أولاً: من حيث أداء المؤشر

لقد ذُكر في المبحث الأول والثاني والثالث من هذا الفصل أكثر المؤشرات استخداماً من طرف المتعاملين في كل من بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء وبورصة إسطنبول، حيث وُجد أنّ مؤشر دزائر أندكس هو المؤشر الوحيد لبورصة الجزائر، ومؤشري مازي العائم ومؤشر FTSE CE Morocco 15 هما الأكثر استخداماً من طرف المتعاملين في بورصة الدار البيضاء، ومؤشر BIST 100 في بورصة إسطنبول.

ويوضح الشكل الموالي تطور مؤشرات البورصات الناشئة ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا لسنة 2017:

شكل رقم (4-15): تطور مؤشرات البورصات الناشئة ومنطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا لسنة 2017



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقرير السنوي لـ 2017 لبورصة الدار البيضاء، ص36، و المبحث الأول من الفصل الرابع.

يتضح من الشكل السابق أنّ مؤشر بورصة الدار البيضاء حقق أداءً إيجابياً، حيث سجل مؤشر مازي العائم ارتفاعاً بنسبة 6.39%، ومؤشر FTSE CE Morocco 15 ارتفاعاً بنسبة 8.34%. ويرجع هذا كما ذكر سابقاً إلى ارتفاع حركية أسواق الأسهم في كل من السوق المركزي وسوق الكتل، وكذا إدراج شركة (مرسى المغرب). ومؤشر بورصة إسطنبول سجل هو الآخر ارتفاعاً بنسبة 47.6%، ويرجع هذا إلى ارتفاع حركية أسواق

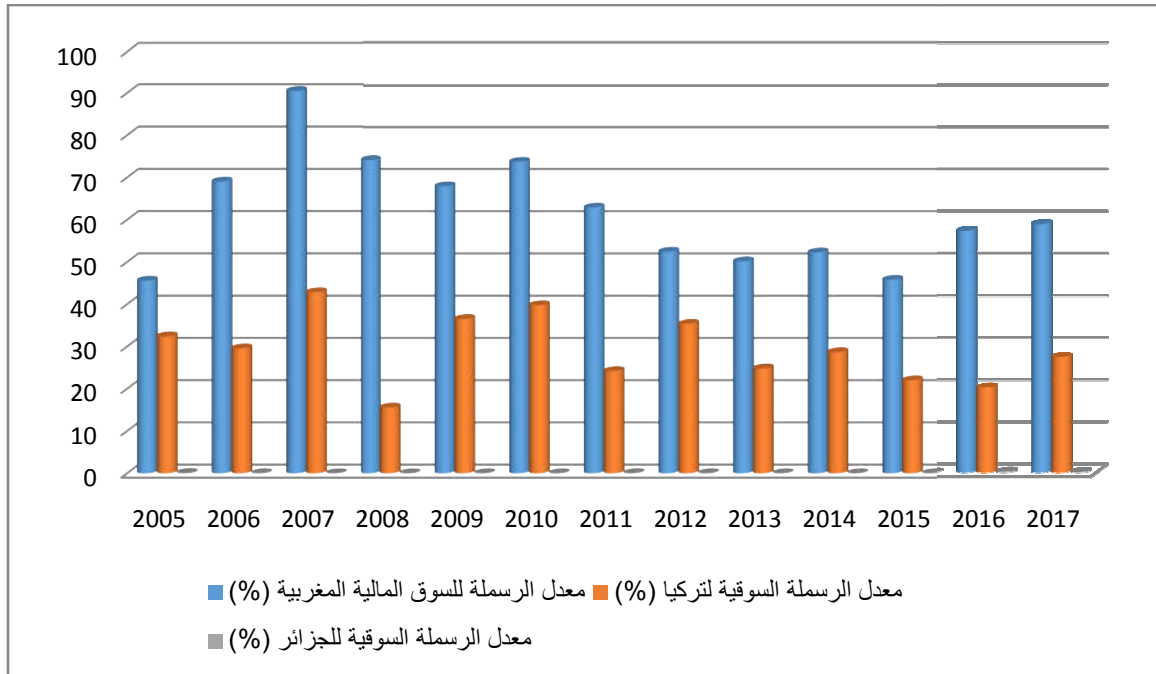
## الفصل الرابع: مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا

بورصة إسطنبول وخاصة سوق أوراق الدين. أما مؤشر دزائر أندكس فسجل انخفاض بنسبة 13.86 %، وهذا بسبب تراجع تداول المنتجات المالية المدرجة ببورصة الجزائر، مقارنة بسنة 2016 التي شهدت بعض الحركة بسبب تداول أسهم شركة بيوفارم والتي تمثل غالبية رسملة بورصة الجزائر.

### ثانيا: من حيث معدل الرسملة السوقية

عرفت بورصة كل من الجزائر والدار البيضاء وإسطنبول تذبذبا في معدل الرسملة السوقية بين الارتفاع والانخفاض خلال الفترة 2005-2017، وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم (4-16): تطور معدل الرسملة السوقية في كل من السوق المالية الجزائرية والمغربية والتركية خلال الفترة 2017-2005



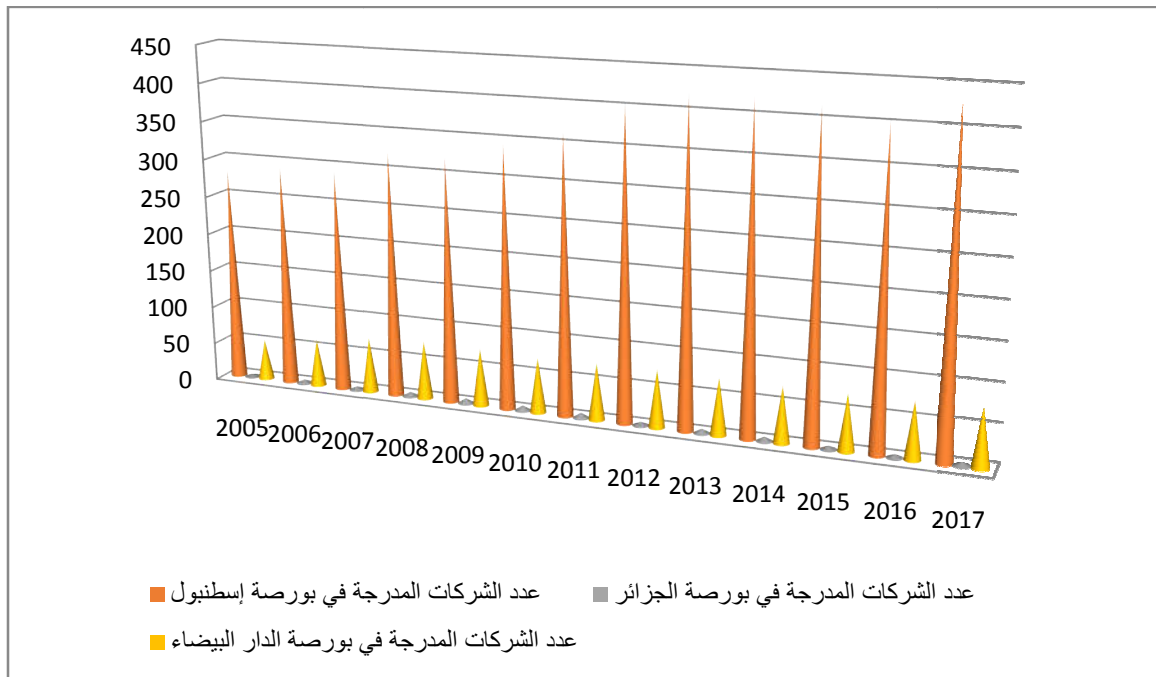
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجداول رقم (4-4)، (4-11)، و(4-17)

يتضح جليا من خلال هذا الشكل الفرق الكبير في معدل رسملة الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا خلال جميع سنوات الدراسة، حيث معدل رسملة السوق المالية المغربية سنة 2017 يفوق معدلها في السوق المالية الجزائرية بـ 280 مرة، ومعدل رسملة السوق المالية التركية يفوق معدلها في السوق المالية الجزائرية بـ 130 مرة، وهو ما يعكس كبر حجم السوق المالية لكل من المغرب وتركيا مقارنة بالسوق المالية الجزائرية؛ مما يعني أنّ بورصة الجزائر غير قادرة على توفير التمويل اللازم للاقتصاد، وبذلك فهي لم تحقق الهدف الرئيسي لإنشائها والمتمثل في توفير التمويل، ويمكن إرجاع ذلك إلى حداثة إنشائها وقلة الشركات المدرجة فيها وضعف الوعي المالي للمجتمع الجزائري.

ثالثا: من حيث عدد الشركات المدرجة

سجلت بورصة الجزائر 5 شركات مدرجة بها سنة 2017، وارتفع عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء ليصل إلى 74 شركة سنة 2017، مقارنة بـ 54 شركة كانت مدرجة سنة 2005، في حين عدد الشركات المدرجة في بورصة إسطنبول ارتفع إلى 427 شركة سنة 2017، مقارنة بـ 282 شركة كانت مدرجة سنة 2005. وهذا ما يوضحه الشكل التالي:

شكل رقم (4-17): تطور عدد الشركات المدرجة في كل من بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء وبورصة إسطنبول خلال الفترة 2005-2017



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الأشكال رقم (4-4)، (4-10) و(4-14)

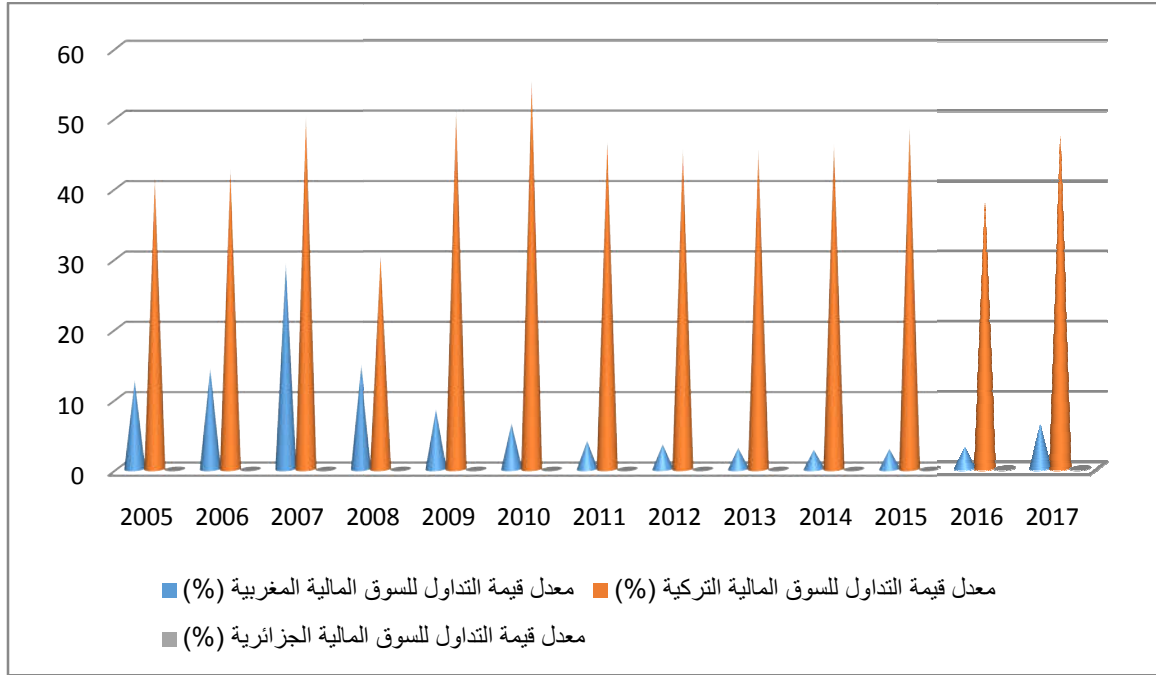
يتضح من الشكل أنّ خلال الفترة 2005-2017، تراوح عدد الشركات المدرجة في بورصة الجزائر ما بين ثلاث إلى سبع شركات، أما عدد الشركات المدرجة ببورصة الدار البيضاء فتراوح ما بين 54 شركة و 77 شركة، في حين عدد الشركات المدرجة في بورصة إسطنبول فتراوح ما بين 282 شركة و 427 شركة. حيث في سنة 2017، سجلت بورصة الجزائر 5 شركات، وسجلت بورصة الدار البيضاء 74 شركة، وسجلت بورصة إسطنبول 427 شركة. وبالتالي فإنّ عدد الشركات المدرجة في بورصة إسطنبول لسنة 2017 يفوق 5 أضعاف عدد الشركات المدرجة في بورصة الدار البيضاء، و ضعف عدد الشركات المدرجة ببورصة الجزائر بـ 85 مرة، وهذا ما يدل على الاختلاف الكبير في حجم السوق المالية الجزائرية والمغربية عن السوق المالية التركية.

رابعاً: من حيث معدل التداول

معدل التداول في السوق المالية لكل من الجزائر و المغرب و تركيا يوضحه الشكل الموالي:

شكل رقم (4-18): تطور معدل قيمة التداول للسوق المالية لكل من الجزائر و المغرب و تركيا خلال الفترة

2017-2005



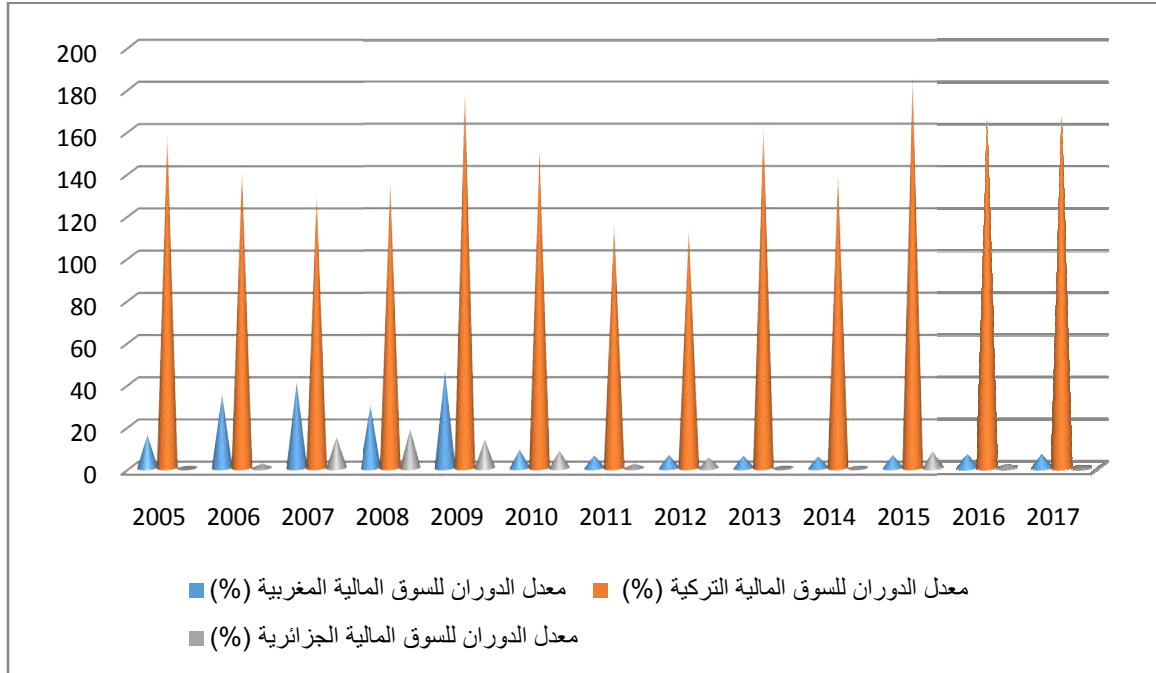
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجداول رقم (4-5) و(4-12) و(4-18)

يتضح من خلال الشكل السابق الفرق الكبير في معدل التداول بين كل من السوق المالية للجزائر و المغرب و تركيا خلال جميع سنوات الدراسة، حيث بلغ متوسط معدل التداول للسوق المالية الجزائرية خلال فترة الدراسة 0.0040%، أما بالمغرب فبلغ 8.56%، في حين تركيا بلغ المتوسط 45.24% خلال نفس فترة الدراسة. كما يُلاحظ أنّ معدل قيمة التداول للسوق المالية التركية يفوق 7 أضعاف قيمته في السوق المالية المغربية، ويفوق قيمته في السوق المالية الجزائرية بـ 29537 مرة، الأمر الذي يعكس أنّ سيولة الاقتصاد التركي أكبر بكثير من سيولة الاقتصاد المغربي والاقتصاد الجزائري.

خامسا: من حيث معدل دوران الأسهم

كما دُكر سابقا فإنّ معدل دوران الأسهم من بين أكثر المعايير استخداما لمعرفة مدى نشاط الأسواق المالية. والشكل الموالي يلخص تطور معدل دوران أسهم الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا خلال الفترة 2017-2005.

شكل رقم (4-19): تطور معدل دوران الأسهم للسوق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا خلال الفترة 2017-2005



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجداول رقم (4-6) و(4-13) و(4-19)

يتضح من الشكل السابق أن هناك تذبذب في قيمة معدل دوران الأسهم بين ارتفاع وانخفاض في الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا خلال الفترة 2017-2005. حيث بلغ متوسط معدل دوران الأسهم في السوق المالية الجزائرية خلال فترة الدراسة 5.98%، وبلغ في السوق المالية المغربية 16.96%، في حين بلغ في السوق المالية التركية 149.3%. وكما تبين سابقا فإنّ في سنة 2017، سجلت السوق المالية الجزائرية معدل دوران قدر بـ 0.74%، وسجلت السوق المالية المغربية معدل دوران قدر بـ 6.3%، وسجلت السوق المالية التركية معدل دوران قدر بـ 166.9%، وهذا ما يعكس النشاط الكبير للسوق المالية التركية مقارنة بالسوق المالية للجزائر والمغرب.

وكما دُكر سابقا في الفصل الأول فإنّ معدل دوران الأسهم يستخدم كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات، وبالتالي يمكن القول أنّ تكلفة المعاملات في السوق المالية التركية صغيرة جدا مقارنة بتكلفة المعاملات في السوق المالية الجزائرية والسوق المالية المغربية، وهذا ما يجعل السوق المالية التركية ساحة جاذبة لمزيد من المتعاملين.



### سادسا: من حيث عمق ونضج الأسواق المالية

بإسقاط جدول لورنس وبيدرا على الأسواق المالية الثلاثة، تبين بأن السوق المالية الجزائرية لازالت في المرحلة الأولى أي سوق صغير الحجم للأوراق المالية وهذا لاحتوائها على عدد ضئيل من المنتجات المالية (5 منتجات) إضافة إلى الأداء الضعيف لها، كما أن معظم الشركات الناشطة في الاقتصاد الجزائري ليست مدرجة في بورصة الجزائر، وتعتمد على أساليب تمويل أخرى منها الاقتراض من البنوك. أما السوق المالية المغربية فأدرجت في المرحلة الثانية أي مرحلة مبدئية لتطوير السوق المالية، وهذا للأداء الإيجابي لها إضافة للإصلاحات التي مستها والتي من شأنها أن تعززها وتمكنها القيام بالدور المنوط بها ألا وهو تسهيل انسياب الأموال من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز. في حين أن السوق المالية التركية أدرجت في المرحلة الرابعة أي سوق مالية ناضجة، وهذا لأدائها الإيجابي الكبير، وخاصة فيما يخص نشاط سوق أوراق دينها وتميزها بالسيولة الكبيرة، وهي خاصية تابعة للمرحلة الرابعة من جدول لورنس وبيدرا.

### المطلب الثاني: أثر التنوع في تنشيط الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا

كما ذكر سابقا في الفصل الثالث، فإن لكل استثمار وجهان، وجه يمثل العوائد التي سوف تتحقق من هذا الاستثمار والوجه الآخر يمثل المخاطر التي سيتعرض لها المستثمر عندما يربط أمواله في الاستثمار. ومن القرارات المهمة في هذا المجال هو اختيار الاستثمار الذي تلائم عوائده مخاطره. ويحاول جميع المتعاملين في الأسواق المالية التعامل مع مختلف المخاطر المتعلقة بالمنتجات المالية للسيطرة عليها أو التقليل من حدتها. ويعد التنوع من بين أهم أساليب تفادي مخاطر الاستثمار التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر عند التركيز على أداة استثمار واحدة. والتنوع هو تمكين المستثمر من اختيار توليفة أو تشكيلة من الأوراق المالية، بهدف تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، مع ضمان حد مقبول من الدخل وتحقيق العوائد الإيجابية. ونجد في سنة 2017 أن السوق المالية الجزائرية تحتوي على نوعين فقط من المنتجات المالية هما الأسهم وسندات الخزينة، أما السوق المالية المغربية فتحتوي على أسهم، سندات شركات وسندات الخزينة، وبالنسبة للسوق المالية التركية فتحتوي أغلب المنتجات المالية إن لم نقل كلها فنجد أسهم، سندات شركات، سندات خزينة، مشقات مالية، منتجات مركبة، صكوك إسلامية. وعند التكلم عن التنوع يبدر للذهن مباشرة صناديق الاستثمار فهي تتيح للمستثمر إمكانية تنوع وتوزيع استثماراته بطريقة خبيرة عبر نطاق أوسع من الأصول والمناطق الجغرافية والصناعات، للتقليل من مخاطر تركيز الاستثمارات والاستفادة من تباين عوائدها، لكن لا يمكن استخدام صناديق الاستثمار في هذا الجزء من الدراسة لأنّ هناك مقارنة لأثر التنوع في تنشيط الأسواق المالية للدول الثلاثة الجزائر المغرب وتركيا، فبالنسبة

للجزائر فهي لا تمتلك صناديق استثمار وبالتالي لا يمكن أن يظهر الأثر هنا، أما بالنسبة للدولتين الأخرتين فسجلت المغرب 7 صناديق استثمار<sup>1</sup>، وسجلت تركيا 456 صندوق استثمار<sup>2</sup>، وكان هذا بسنة 2017. ومحاولاً لقياس أثر التنوع في تنشيط السوق المالية، سيتم استخدام عدد الشركات المدرجة في هاته الأسواق (منتجات هاته الشركات) لتمثيل التنوع، فكلما كان عدد الشركات أكبر كان أمام المستثمر اختيارات أكثر لتشكيل محفظته المالية، وبالتالي تقليل مخاطر استثماره في المنتجات المالية. وسيتم فيما يلي تحديد العلاقة التي تربط بين التنوع في المنتجات المالية (عدد الشركات المدرجة) والرسملة السوقية (مؤشر خاص بحجم السوق) من جهة، وبين التنوع ومعدل التداول (مؤشر خاص بسيولة السوق) للأسواق المالية محل الدراسة من جهة أخرى:

أولاً: بعض النماذج القياسية لدراسة أثر التنوع على تنشيط الأسواق المالية للدول محل الدراسة

بهدف قياس أثر التنوع على تنشيط الأسواق المالية لكل من الجزائر، المغرب وتركيا خلال الفترة (2005-2017)، تم استخدام بيانات البنابل وفق التقسيم الموالي:

أ- نموذج الانحدار البسيط: يطلق على العلاقة بين متغير مفسر واحد ومتغير تابع "نموذج خطي بسيط"، وهي تعبر عن علاقة خطية بين متغير اقتصادي مستقل أو مفسر واحد ومتغير تابع، وذلك من خلال الصيغة التالية:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 X_i + \mu_i$$

حيث:

$Y_i$ : المتغير التابع،

$X_i$ : المتغير المفسر؛

$\beta_0 \beta_1$ : القيم الفعلية لمعاملات الانحدار؛

$\mu_i$ : حد الخطأ؛

$i$ : يعبر عن عدد المشاهدات.

<sup>1</sup> - التقرير السنوي لبورصة الدار البيضاء لسنة 2017، ص 23.

<sup>2</sup> - التقرير السنوي لبورصة إسطنبول لسنة 2017، ص 69.

-تقدير معلمات النموذج الخطي البسيط: من بين الطرق الشائعة الاستخدام في تقدير معلمات نموذج الانحدار الخطي البسيط طريقة المربعات الصغرى العادية، ومن خصائص هذه الطريقة أنها تدني مجموع مربعات انحرافات القيم المقدرة عن القيم المشاهدة.

- تقييم المقدرات: بعد عملية تقدير معلمات النموذج، تأتي المرحلة الموالية وهي التأكد من مطابقة هذه المقدرات مع الواقع. وهناك ثلاث معايير أساسية التي تُأخذ كأساس لعملية التقييم، وهي<sup>1</sup>: المعايير الاقتصادية، المعايير الإحصائية، والمعايير القياسية.

#### ● المعايير الاقتصادية

تحدد المعايير الاقتصادية التي تستخدم في تقييم المعلمات من خلال مبادئ النظرية الاقتصادية، وتتعلق هذه المعايير بإشارة المعلمات المقدرة، فالنظرية الاقتصادية تضع قيوداً مسبقة على إشارة المعلمات وهي تعتمد في ذلك على منطق معين.

#### ● المعايير الإحصائية

أو ما يسمى باختبارات الدرجة الأولى، وتهدف إلى اختبار مدى الثقة الإحصائية بالتقديرات الخاصة بمعلمات النموذج، وتمثل هذه المعايير فيما يلي:

#### - اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم

ويتم ذلك من خلال دراسة المعنوية الإحصائية لمعلمات الانحدار المقدرة لكل متغير مفسر على حدى باستخدام اختبار Student، حيث يأخذ هذا الاختبار في الانحدار الخطي البسيط الشكل التالي<sup>2</sup>:

#### ● بالنسبة لـ $\hat{\beta}_1$ :

$$t_{\hat{\beta}_1} = \frac{\hat{\beta}_1}{\delta_{\hat{\beta}_1}}$$

#### ● بالنسبة لـ $\hat{\beta}_0$ :

$$t_{\hat{\beta}_0} = \frac{\hat{\beta}_0}{\delta_{\hat{\beta}_0}}$$

<sup>1</sup>- تومي صالح، مدخل لنظرية القياس الاقتصادي، الجزء الثاني، الطبعة 2، ديوان المطبوعات الجامعية: الجزائر، 2010، ص1.  
<sup>2</sup>- حسين علي بخت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوردي العلمية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2018، ص 74.

حيث:

$t_{\hat{\beta}_0}$  ،  $t_{\hat{\beta}_1}$  هي القيمة المحسوبة؛

$\delta_{\hat{\beta}_0}$  ،  $\delta_{\hat{\beta}_1}$  : الانحراف المعياري للمعلمات المقدرة  $\hat{\beta}_0$  و  $\hat{\beta}_1$ .

وانطلاقا من الفرضيات التالية:

$$H_0 : \beta_0 = \beta_1 = 0$$

$$H_1 : \beta_0 \neq 0, \beta_1 \neq 0$$

وبعد احتساب قيمة  $t$  تُقارن مع قيمتها الجدولية المعطاة في الجداول الخاصة بها عند درجات حرية  $(n-2)$  ومستوى المعنوية 5%، لتحديد قبول أو رفض فرضية العدم. فإذا كانت قيمة  $t$  المحسوبة أكبر من قيمتها الجدولية تُرفض فرضية العدم وتُقبل الفرضية البديلة، بمعنى أنّ المعلمة ذات معنوية إحصائية، وبالعكس في حالة  $t$  المحسوبة أقل من قيمتها الجدولية حيث تُقبل فرضية العدم وتُرفض الفرضية البديلة أي عدم معنوية المعلمة المقدرة.

#### - اختبار المعنوية الكلية للنموذج

ولدراسة المعنوية الإحصائية للنموذج ككل يُستخدم اختبار Fisher، ويستخدم هذا الاختبار لدراسة معنوية كل المعلمات في آن واحد حيث تستخدم الإحصائية الفرضية التالية:

$$H_0 : \beta_0 = \beta_1 = 0$$

$$H_1 : \beta_0 \neq 0 \vee \beta_1 \neq 0$$

وتأخذ إحصائية F الصيغة التالية<sup>1</sup>:

$$F = (n-2) R^2 / (1-R^2)$$

حيث أنّ:

$n$ : عدد المشاهدات.

$R^2$ : معامل التحديد.

<sup>1</sup>- حسين علي بختيت، مرجع سبق ذكره، ص 84.

وتُقارن  $F$  المحسوبة بـ  $F$  الجدولية عند درجة حرية البسط 1 ودرجة حرية المقام  $(n-2)$ ، فإذا كانت  $F$  المحسوبة أكبر من  $F$  الجدولية يُرفض فرض العدم ويُقبل الفرض البديل، أي النموذج ككل له معنوية إحصائية.

#### - اختبار جودة التوفيق والارتباط

وذلك باستخدام معامل التحديد  $R^2$  الذي يشير إلى النسبة التي يمكن تفسيرها من التغير الكلي في المتغير التابع بدلالة المتغيرات المستقلة المدرجة في دالة الانحدار. وبما أنّ الانحدار خطي بسيط فإنه يوجد متغير مستقل واحد، وتمثل الصيغة الرياضية لمعامل التحديد في<sup>1</sup>:

$$R^2 = 1 - \frac{\sum e_i^2}{\sum (y_i - \bar{y})^2}$$

حيث أن:

$R^2$ : معامل التحديد؛

$e_i$ : بواقي القيم الفعلية عن القيم المقدرة  $(y_i - \hat{y}_i)$ ؛

$y$ : المتغير التابع.

وتتراوح قيمة معامل التحديد بين الصفر والواحد. فإذا كان يساوي واحد فإن هذا يعني أن المقدرة التفسيرية للنموذج كاملة وأن جودة التوفيق عند حدها الأقصى. أما إذا كان يساوي صفراً فإن هذا يعني أن المقدرة التفسيرية للنموذج منعدمة وأن جودة التوفيق عند الحد الأدنى، أي لا توجد علاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع.

#### • المعايير القياسية

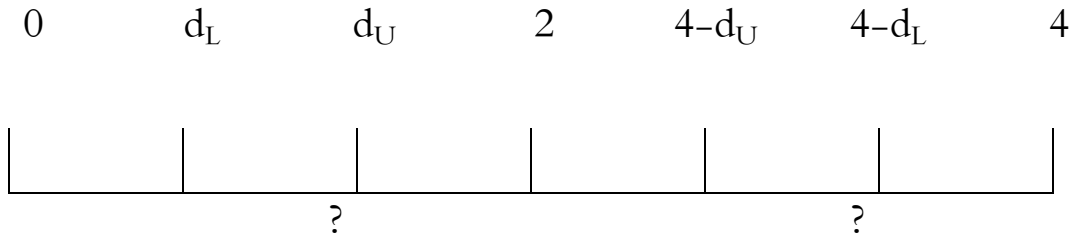
بعد التأكد من صلاحية النموذج من الناحية الإحصائية، يتم اختبار النموذج من الناحية القياسية، وتهدف هذه المعايير إلى التأكد من أن الافتراضات التي تقوم عليها المعايير الإحصائية منطبقة في الواقع، حيث أنّ المعايير القياسية تستخدم في اختبار المعايير الإحصائية نفسها، لهذا سميت باختبارات من الرتبة الثانية ومن بين هذه المعايير نجد معيار الارتباط الذاتي، حيث تنشأ مشكلة الارتباط الذاتي، عندما ترتبط الأخطاء العشوائية مع بعضها البعض بعلاقة محددة (سالبة أو موجبة). وهناك عدة طرق للكشف عن وجود ارتباط ذاتي بين البواقي، من بينها

<sup>1</sup>- المرجع السابق نفسه، ص 79.

اختبار دارين واتسون (Durbin Watson Test)، ويعتبر هذا الاختبار من أهم الاختبارات الإحصائية التي تستخدم في الكشف عن الارتباط الذاتي، وذلك باستخدام إحصائية الاختبار (d) التالية:<sup>1</sup>

$$dw = \frac{\sum_{t=2}^n (\hat{e}_t - \hat{e}_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^n \hat{e}_t^2}$$

وفي التطبيق العملي تأخذ إحصائية دارين واتسون (d) قيمة دنيا (dL) أو قمة عليا (dU)، ويتم الاختبار عند مستوى أهمية محدد مسبقا وفقا للمخطط التالي:



ويتم قبول ورفض الفرضية  $\begin{cases} H_0: P = 0 \\ H_1: P \neq 0 \end{cases}$  حسب الحالات التالية:

$0 < dw < dl$  وجود ارتباط ذاتي موجب

$dl < dw < du$  مجال غير محسوم، هناك شك أو عدم وجود ارتباط ذاتي

$du < dw < 4 - du$  عدم وجود ارتباط ذاتي

$4 - du < dw < 4 - dl$  مجال غير محسوم، هناك شك أو عدم وجود ارتباط ذاتي

$4 - dl < d < 4$  وجود ارتباط ذاتي سالب.

<sup>1</sup> - بني هاني عبد الرزاق، (2014)، الاقتصاد القياسي نظرية الانحدار البسيط والمتعدد، الطبعة 1، دار وائل للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، ص ص. 160-162.

ب-بيانات البانل: سيتم التطرق في هذا العنصر إلى تعريف بيانات البانل، مميزات نماذج البانل، النماذج الأساسية لتحليل بيانات البانل.

• تعريف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية:

تعرف بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel Data) بمجموعة البيانات التي تجمع بين خصائص كل من البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية، فالبيانات المقطعية تصف سلوك عدد من المفردات أو الوحدات المقطعية عند نقطة زمنية واحدة، بينما تصف بيانات السلسلة الزمنية سلوك مفردة واحدة خلال فترة زمنية معينة، كما تعرف بيانات بانل المشاهدات المقطعية مثل: (الدول، الولايات، الشركات، الأسر ...). المرصودة عبر فترة زمنية معينة، أي دمج البيانات المقطعية مع الزمنية في آن واحد<sup>1</sup>. وتبرز أهمية نماذج البانل في الدراسات الاقتصادية، كونها تأخذ في الاعتبار أثر تغيير الزمن وأثر تغيير الاختلاف بين الوحدات المقطعية، ويمكن كتابة نموذج البانل بالصيغة التالية:

$$y_{it} = B_{0(i)} + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \dots\dots(1)$$

$Y_{it}$ : تمثل قيمة متغير الاستجابة في الملاحظة  $i$  عند  $i$  الفترة الزمنية  $t$ ؛

$\beta_{0(i)}$ : تمثل قيمة الثابت الملاحظة في  $i$ ؛

$B_j$ : تمثل قيمة ميل خط الانحدار؛

$X_{jit}$ : تمثل المتغير المفسر  $j$  في الملاحظة  $i$  عند النقطة الزمنية  $t$ ؛

$\varepsilon_{it}$ : تمثل حد الخطأ في الملاحظة  $i$  عند النقطة الزمنية  $t$ .

• مميزات نماذج بانل:

يتميز تحليل بانل على تحليل البيانات الزمنية بمفردها أو البيانات المقطعية بمفردها بما يلي<sup>2</sup>:

- التحكم في التباين الفردي الذي قد يظهر في حالة البيانات المقطعية أو الزمنية والذي يعطي نتائج متحيزة؛
- تتضمن بيانات بانل محتوى معلوماتي أكثر من ما نجده في المقطعية أو الزمنية، وبالتالي إمكانية الحصول على تقديرات ذات ثقة أعلى، كما أنّ مشكلة الارتباط المشترك بين المتغيرات تكون أقل حدة من ما هي عليه بالنسبة لبيانات السلاسل الزمنية، إضافة إلى وجود عدد أكبر من درجات الحرية؛

<sup>1</sup>-راجع:

- زكريا يحيى الجمال، "اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية"، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، ع21، 2012، ص:272.

-Frees. A, Kim, "Longitudinal and Panel Data", University of Wisconsin, Madison, 2007, p:02.

<sup>2</sup>- هامل دليبة، أثر تطبيق الحوكمة على الملاءة المالية لشركات التأمين التكافلي -دراسة قياسية لبعض شركات التأمين التكافلي الماليزية والإماراتية، أطروحة دكتوراه، جامعة سطيف 1، 2018-2019، ص ص 317-318.

- توفر نماذج بانل إمكانية أفضل لدراسة ديناميكية التعديل التي قد تخفيها البيانات المقطعية، كما تعتبر مناسبة لدراسة فترات الحالات الاقتصادية كما يمكن من خلالها الربط بين سلوكيات مفردات العينة من نقطة زمنية لأخرى؛
- تُسهّم في الحدّ من إمكانية ظهور مشكلة المتغيرات المهملة، الناتجة عن خصائص المفردات غير المشاهدة، والتي تؤدي إلى تقديرات متحيزة، كما تبرز أهمية استخدام بيانات بانل في أخذها في الاعتبار حالة عدم التجانس أو الاختلاف غير الملحوظ " الخاص بمفردات العينة سواء المقطعية أو الزمنية؛
- تمنع نماذج البانل ظهور مشكلة انعدام ثبات تباين حدّ الخطأ *Heteroscedasticity* الشائعة عند استخدام بيانات المقطع العرضي في تقدير النماذج القياسية.

• النماذج الأساسية لتحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية:

يقترح المنهج الحديث الصيغ الأساسية لانحدار بيانات البانل كما قدمها W.Green (1993)، وتأتي نماذج البيانات الطولية في ثلاث أشكال رئيسية هي: نموذج الانحدار التجميعي، نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

ليكن لدينا  $N$  مشاهدة مقطعية خلال  $T$  نقطة زمنية وعليه فإن نموذج البيانات الطولية يعرف بالصيغة التالية:

$$y_{it} = B_{0(i)} + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \quad \dots(1)$$

1. نموذج الانحدار التجميعي: يعتبر هذا النموذج من أبسط نماذج البيانات الطولية حيث تكون فيه جميع المعاملات ثابتة لجميع الفترات الزمنية وبالنسبة لكل الوحدات وبإعادة كتابة النموذج في المعادلة (1) نحصل على نموذج الانحدار التجميعي ويكتب بالصيغة التالية<sup>1</sup>:

$$y_{it} = B_0 + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \quad \dots(2)$$

حيث أنّ:  $E(\varepsilon_{it})=0$  و  $VAR(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$  وتستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معاملات النموذج في المعادلة (2)

2. نموذج التأثيرات الثابتة: يهدف هذا النموذج إلى معرفة سلوك كل مجموعة بيانات مقطعية على حدة من خلال جعل معلمة القطع تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل ثابتة لكل مجموعة بيانات مقطعية، وعليه فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالصيغة التالية<sup>2</sup>:

<sup>1</sup>-زكريا يحيى الجمال، مرجع سبق ذكره، ص 05.

<sup>2</sup>-مجدي الشرجي، "أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية"، بحث مقدّم في ملتقى "رأس المال الفكري في متطلبات العمال العربية في الاقتصاديات الحديثة"، جامعة الشلف، 2013، ص 16



$$y_{it} = B_{0(i)} + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \dots\dots(3)$$

حيث أن:  $E(\varepsilon_{it})=0$  و  $VAR(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$

ويطلق عليه نموذج التأثيرات الثابتة باعتبار المعلمة  $\beta_0$  لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن وإنما يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية بهدف تقدير معالم النموذج في المعادلة (3) والسماح لمعلمة القطع  $\beta_0$  بالتغير بين المجاميع المقطعية عادة ماتستخدم متغيرات وهمية لكي يتم تجنب حالة التعددية الخطية التامة ثم تستخدم طريقة المربعات الصغرى العادية لتقدير النموذج، كما يُعرف نموذج التأثيرات الثابتة بنموذج المربعات الصغرى للمتغيرات الوهمية (*Dummy Variable Model*) حيث وبعد إضافة المتغيرات الوهمية في المعادلة (3) فإنّ النموذج يكتب بالصيغة التالية:

$$y_{it} = a_1 + \sum_{d=2}^N a_d D_d + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \dots\dots(4)$$

حيث يمثل المقدار  $\sum_{d=2}^N a_d$  : التغير في المجاميع المقطعية لمعلمة القطع  $\beta_0$  ليصبح النموذج كما يلي:

$$y_{it} = \sum_{d=1}^N a_d D_d + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \dots\dots(05)$$

3. نموذج التأثيرات العشوائية: في نموذج التأثيرات العشوائية يكون حد الخطأ  $\varepsilon_{it}$  ذو توزيع طبيعي بوسط مقداره صفر وتباين مساوٍ لـ  $\sigma_\varepsilon^2$  وحتى تكون معالم نموذج التأثيرات العشوائية صحيحة وغير متحيزة عادة مايفرض بان تباين الخطأ الى ثابت متجانس (لجميع المشاهدات المقطعية وليس هناك أي ارتباط ذاتي خلال الزمن بين كل مجموعة من المشاهدات المقطعية في فترة زمنية محددة. يعتبر نموذج التأثيرات العشوائية نموذجاً ملائماً في حالة وجود خلل في أحد الفروض المذكورة أعلاه فمن خلال نموذج التأثيرات العشوائية يعامل معامل القطع  $\beta_{0(i)}$  كمتغير عشوائي له معدل مقداره  $\mu$  :

$$B_{0(i)} = \mu + V_i \quad ,i=1,2,\dots,N \quad \dots\dots(06)$$

وبتعويض المعادلة (6) في المعادلة (3) نحصل على نموذج التأثيرات العشوائية كما يلي:

$$y_{it} = \mu + V_i + \sum_{j=1}^k B_j X_j(it) + \varepsilon_{it} \quad ,i=1,2,\dots,N \quad t=1,2,\dots,T \dots\dots(7)$$

حيث أن:  $V_i$  يمثل حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية  $i$

ملاحظة: يطلق على نموذج التأثيرات العشوائية أحيانا نموذج مكونات الخطأ (*Error Components Model*) بسبب أن النموذج في المعادلة (7) يحوي مركبين للخطأ هما  $V_i$  و  $\varepsilon_{it}$  يمتلك نموذج التأثيرات العشوائية خواص رياضية منها  $E(\varepsilon_{it})=0$  و  $VAR(\varepsilon_{it}) = \sigma_\varepsilon^2$ ، ليكن لدينا حد الخطأ المركب التالي:

$$W_{it} = V_i + \varepsilon_{it}$$

حيث أن:  $E(w_{it}) = 0$

$$\text{Var}(w_{it}) = \sigma^2 v + \sigma^2 \varepsilon$$

تفشل طريقة المربعات الصغرى العادية في تقدير معلمات نموذج التأثيرات العشوائية كونها تعطي مقدرات  $W_{it}$  وكفاءة ولها أخطاء قياسية غير صحيحة مما يؤثر في اختبار المعلمات كون أن التباين المشترك بين يساوي الصفر وعليه لتقدير معلمات هذا النموذج بشكل صحيح تستخدم طريقة المربعات الصغرى المعممة GLS.

### ج- طرق تقدير معلمات نموذج الدراسة واختباراتها

في هذا العنصر سيتم التطرق إلى النقاط التالية:

- طرق تقدير معلمات نموذج الدراسة.
- اختبار المفاضلة بين بيانات البائل.
- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية والتكامل المشترك
- طرق تقدير معلمات نموذج الدراسة:

يوجد العديد من طرق تقدير معلمات نماذج البائل حيث أن لكل نموذج طريقة خاصة به، وتم في هذه الدراسة الاعتماد على:

1. طريقة المربعات الصغرى العادية OLS: عرّفها *JHoston* بأنها أسلوب لتقدير بعض المعالم غير المعروفة حيث أن المقدر هو القيمة العددية الناتجة من تطبيق ذلك القانون أو تلك الطريقة على مجموعة من بيانات العينة المعنية بالدراسة، وتهدف هذه الطريقة إلى إيجاد خط مستقيم يقترب من جميع النقاط، حيث يكون مجموع انحرافات القيم المقدرة عن القيم الحقيقية أدنى ما يمكن<sup>1</sup>.

وتتميز معلمات النموذج القياسي المقدرة باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية بما يلي<sup>2</sup>:

- خاصية عدم التحيز: يعني أنّ الفرق بين المقدرة ووسط توزيعها يساوي الصفر.
- أفضل مقدر خطي غير متحيز *Blue*: حسب *Gauss-Markov* إنّ من بين المقدرات الخطية وغير المتحيزة تكون مقدرات المربعات الصغرى العادية لأنّ لهما تباين أقلّ ما يمكن مقارنة مع بقية المقدرات الأخرى.
- خاصية الاتساق: يكون المقدر متسقاً إذا اقتربت قيمته من المعلمة الحقيقية مع اقتراب حجم العينة من مالا نهاية، ولتطبيق هذه الطريقة *OLS* يُفترض ما يلي:
- العلاقة الخطية بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة وحد الخطأ؛
- متوسط قيم حد الخطأ مساوٍ للصفر؛

<sup>1</sup>- تومي صالح، "مدخل لنظرية القياس الاقتصادي"، ج1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، ص 33.

<sup>2</sup>- دومينيك سلفاتور، "الإحصاء والاقتصاد القياسي"، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية، القاهرة، مصر، ط3، 2012، ص 143.

- تبين حد الخطأ يكون ثابتاً؛
  - قيم حد الخطأ مستقلة عن بعضها البعض، أي لا يوجد ارتباط ذاتي بين الأخطاء؛
  - قيمة حد الخطأ مستقلة عن قيم المتغيرات المفسرة؛
  - عدم وجود ارتباط بين المتغيرات المفسرة وذلك لمعرفة أثر كل متغير مفسر على حدة.
2. طريقة التكامل المشترك: في حالة عدم استقرار السلاسل الزمنية عند المستوى، يسمح تحليل التكامل المشترك بتحديد العلاقة الطويلة الأجل بين المتغيرات؛ حيث تكون السلسلتان X و Y في تكامل مشترك إذا تحقق الشرطان التاليان:

- للسلسلتين اتجاه عشوائي عام من نفس رتبة التكامل I(d)؛
  - إذا نتج عن التوليفة الخطية للسلسلتين سلسلة ذات رتبة تكامل أقل من رتبة السلسلتين.
- اختبار المفاضلة بين بيانات البانل:

- من أجل إيجاد النموذج الملائم عند استعمال بيانات البانل نتبع الخطوات الآتية:
- نقوم أولاً بحساب مقدرات النموذج التجميعي،
  - ثم نقوم بحساب مقدرات نموذج التأثيرات الثابتة،
  - نستعمل اختبار (F) المقيد للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة: يسمح هذا الاختبار بمعرفة وجود اختلاف بين الدول من عدمه، بمعنى هل ثابت الانحدار مشترك بين الدول محل الدراسة أم لكل دولة ثابت خاص، ويتم حساب قيمة (F) من خلال المعادلة التالية:

$$F = [(R_{ur}^2 - R_t^2) / n - 1] / [(1 - R_{ur}^2) / (nt - n - k)]$$

حيث:

$R_{ur}^2$ : معامل التحديد للنموذج غير المقيد (نموذج التأثيرات الثابتة)؛

$R_t^2$ : معامل التحديد للنموذج المقيد (النموذج التجميعي)؛

n: عدد الأفراد في النموذج؛

nt: عدد المشاهدات؛

k: عدد المعاملات في النموذج غير المقيد باستثناء الحد الثابت.

ويتم مقارنة قيمة F المحسوبة مع قيمة F الجدولية، فإذا كانت القيمة الجدولية أكبر من المحسوبة فإننا نقبل فرض العدم أي النموذج المناسب هو النموذج التجميعي. أما إذا كانت قيمة F المحسوبة أكبر من قيمة F الجدولية فإننا نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة ونمر إلى الخطوة الموالية.

- حساب مقدرات نموذج التأثيرات العشوائية،

- استعمال اختبار  $Hausman(1978)$ : للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية وهو المدى الذي يرتبط فيه الأثر الفردي بالمتغيرات المستقلة، فتستند فرضية العدم على عدم وجود ذلك الارتباط وعندها تكون كل من مقدرات التأثيرات الثابتة والعشوائية متنسقة ولكن مقدرة التأثيرات العشوائية تكون هي الأكثر كفاءة، ويتبع توزيع  $\chi^2$  ذو  $k$  درجة حرية، ويعطى اختبار هوسمان بالعلاقة التالية<sup>1</sup>:

$$W=(\hat{b}_{lsdv} - \beta_{GLS})[Var(\hat{b}_{lsdv}) - Var(\hat{\beta}_{GLS})]^{-1}(\hat{b}_{lsdv} - \hat{\beta}_{GLS}) \dots\dots(09)$$

ويتم الحكم على الاختبار كالتالي: إذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من قيمة كاي تربيع ( $\chi^2$ ) الجدولة نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، أي أنّ نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل. كذلك يمكن الحكم عن طريق إحصائية ماكينون فإذا كانت ( $P\ value$ ) أقل من مستوى معنوي 5% نرفض الفرضية الصفرية.

● اختبار استقرارية السلاسل الزمنية: حتى نتفادى مشكلة الانحدار الزائف، وقبل البدء في عملية حساب المقدرات، علينا أن نقوم باختبار استقرارية السلاسل الزمنية لكل المتغيرات. نقول عن سلسلة زمنية أنها مستقرة، أو ذات تباين مشترك مستقر إذا كانت أوساطها، تبايناتها، وتبايناتها المشتركة ثابتة عبر الزمن أي:

■ إذا تذبذبت حول متوسط حسابي ثابت عبر الزمن:  $E(y_t) = E(y_{t+k}) = \mu$

■ إذا كان التباين ثابت عبر الزمن:  $Var(y_t) = E[y_t - E(y_t)]^2 = Var(y_{t+k}) = E[y_{t+k} - E(y_{t+k})]^2 = \sigma^2$

■ أن يكون التغير بين أي قيمتين لنفس المتغير معتمدا على الفجوة الزمنية بين القيمتين، وليس على القيمة الفعلية للزمن الذي يحسب عند التغير، أي على الفرق بين الفترة  $t_1$ ،  $t_2$  وليس على  $t_2$  أو  $t_1$ .

$$Cov(y_t, y_{t+k}) = E[(y_t - \mu)(y_{t+k} - \mu)] = Cov(y_{t+k}, y_{t+k+s})$$

ولاختبار استقرار السلاسل الزمنية في الدراسة تمّ اعتماد الاختبارات الأكثر استعمالا: اختبار ديكي فولير ( $ADF$ ) واختبار فلييس - بيرون ( $PP$ )<sup>(2)</sup>.

✓ اختبار  $Levin, Lin, Chu (LLC) 2002$ : ينبثق هذا الاختبار من اختبار ديكي - فولر الموسع ( $ADF$ )

$H_0$ : بيانات بانل تحتوي على جذر وحدة،  $H_1$ : بيانات بانل لا تحتوي على جذر وحدة.

✓ اختبار ديكي - فولر المطور ( $ADF$ ): يعتبر هذا الاختبار من أكثر الاختبارات استعمالا للكشف عن وجود

جذر الوحدة في السلاسل الزمنية، ويهدف هذا الاختبار إلى فحص فرض العدم  $H_0: \psi = 0$ : في العلاقة التالية:

$$\Delta y_t = \psi y_{t-1} + \mu_t \dots \dots (1)$$

<sup>1</sup> - هامل دليلة، مرجع سبق ذكره، ص 321.

<sup>(2)</sup> Vour: - Badi.H.Baltagi, "Econometric Analysis of Panel Data", 3<sup>rd</sup>, John Wiley and Sons, England, 2005, pp: 242-243.

والذي يعني وجود جذر الوحدة في السلسلة الزمنية أي أنها غير مستقرة، في مقابل الفرض البديل  $H_1: \psi < 0$  والذي يعني استقرارها. وقد أضاف كل من ديكي و فولر (1981) إلى الطرف الأيمن من العلاقة السابقة قاطعة واتجاه عام بالإضافة إلى عدد مناسب من الفروق من الدرجة الأولى وذلك لتفادي مشكلة الارتباط الذاتي للأخطاء لتظهر في الأخير على شكل جملة مكونة من ثلاثة معادلات على النحو التالي:

$$\begin{cases} \Delta y_t = \psi y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_i \Delta y_{t-i} + \mu_t \dots \dots \dots (2) \\ \Delta y_t = \psi y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_i \Delta y_{t-i} + c + \mu_t \dots \dots \dots (3) \\ \Delta y_t = \psi y_{t-1} + \sum_{i=1}^p \alpha_i \Delta y_{t-i} + c + bt + \mu_t \dots \dots \dots (4) \end{cases}$$

ولإجراء هذا الاختبار يستوجب حساب إحصائية ديكي فولر  $\tau$  لكل من النماذج الثلاثة السابقة من العلاقة التالية:

$$\tau = \frac{\hat{\psi}}{SE(\hat{\psi})}$$

فإذا تبين أن  $\tau \geq \tau_c$  (أي القيمة المحسوبة أكبر أو تساوي القيمة الجدولية) فإنه يتم قبول الفرضية  $H_0$  أي: أن السلسلة تحوي على جذر الوحدة وبالتالي فهي غير مستقرة.

**ملاحظة:** قبل إجراء هذا الاختبار يتعين تحديد عدد الفجوات الزمنية  $P$  الواجب إدراجها في النموذج، ويمكن استعمال أحد المعايير الأكثر استعمال مثل:  $AIC, SC, HQ, LR, LogL$  أو بالاستعانة بـ: كوليروغرام  $(Correlogram)$  السلسلة المراد دراسة استقراريتها وذلك في الفروق الأولى.

✓ اختبار فيليب - بيرون ( $PP$ ): يقوم هذا الاختبار على تصحيح غير معلمي لإحصاءات ديكي- فولر وذلك للأخذ بعين الاعتبار مشكلة تغير تباين الحد العشوائي، ويتم في أربع خطوات:

- تقدير النماذج الثلاثة الأساسية لاختبار ديكي- فولر باستعمال طريقة المربعات الصغرى العادية مع حساب الإحصاءات المرتبطة بها.
- تقدير تباين المدى القصير:  $\hat{\sigma}^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n e_i^2$  حيث  $e_i$  يمثل باقي التقدير.
- تقدير معامل التصحيح  $s_t^2$  (المسمى بالتباين طويل المدى) المحدد انطلاقاً من بنية التباينات المشتركة لبواقي النماذج المقدر مسبقاً، حيث:

$$s_t^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n e_i^2 + 2 \sum_{i=1}^l \left(1 - \frac{i}{l+1}\right) \frac{1}{n} \sum_{t=i+1}^n e_t e_{t-i} \dots \dots \dots (5)$$

ولتقدير هذا التباين يجب تحديد عدد التأخيرات  $l$  (*troncature de Newey-West*) المقدر بدلالة عدد

$$l \approx 4 \left(\frac{n}{100}\right)^{2/5} : n \text{ المشاهدات}$$

$$t_{\hat{\phi}}^* = \sqrt{k} \times \frac{(\hat{\phi} - 1)}{\hat{\sigma}_{\hat{\phi}_1}} + \frac{n(k-1)\hat{\sigma}_{\hat{\phi}_1}}{\sqrt{k}} : PP - بيرون فليس$$

مع  $k = \frac{\hat{\sigma}^2}{s_1^2}$ . تقارن هذه الإحصائية مع القيم الحرجة لجدول ماك كينون. فإذا تبين أن  $PP$  أكبر من القيمة المجدولة فنقول عن السلسلة أنها تحتوي على جذر الوحدة وبالتالي فهي غير مستقرة.

### ثانيا: قياس تأثير التنوع على الرسملة السوقية للأسواق المالية محل الدراسة

بهدف قياس أثر التنوع على الرسملة السوقية للأسواق المالية محل الدراسة خلال الفترة 2005-2017، سيتم استخدام برنامج Eviews9 لتحليل البيانات وذلك من خلال اختبار Jarque-Bera للكشف عن مدى صلاحية البيانات للدراسة، كما سيتم الاعتماد على اختبارات "PP ; ADF ; LLC" لاختبار مدى استقرار السلاسل الزمنية، وللمفاضلة بين نماذج البائل سيُعمد على اختبار إحصائية فيشر المقيد F للاختبار بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة، واختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية. وفي الأخير سيتم تحليل وتفسير النتائج المتوصل إليها كما هو مبين فيما يلي:

#### أ- منهجية الدراسة

- 1- مجتمع وعينة الدراسة: تشمل عينة الدراسة الأسواق المالية لكل من الجزائر، المغرب وتركيا.
- 2- متغيرات الدراسة: لقد اعتمدت الدراسة على متغير مفسر واحد ومتغير تابع بهدف بناء نموذج تفسيري لأثر التنوع على تنشيط الأسواق المالية:

- المتغير التابع: الرسملة السوقية للسوق المالية، ونرمز لها بـ MC ؛

- المتغير المستقل: عدد الشركات المدرجة بالبورصة، ونرمز له بـ CN .

#### 3- اختبار متغيرات الدراسة

- 1-3 الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة: يوضح الجدول الموالي بعض الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة.

جدول رقم (4-23): عرض وصفي لمتغيرات الدراسة (MC,CN)

المتغير	عدد المشاهدات	المتوسط	الوسيط	الانحراف المعياري	أعلى قيمة	أدنى قيمة
MC	39	93.40	59.43	101.65	311.15	0.09
CN	39	146.85	74	160.29	427	3

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 9.

### 2-3 الصيغة الرياضية للنموذج:

تعطى الصيغة الرياضية للنموذج على الشكل التالي:

$$MC_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 CN_{it} + \mu_{it}$$

حيث:

$MC_{it}$ : المتغير التابع وهو الرسملة السوقية للأسواق المالية محل الدراسة؛

$CN_{it}$ : عدد الشركات المدرجة بالأسواق المالية محل الدراسة؛

$\beta_1, \beta_{0i}$ : القيم الفعلية لمعاملات الانحدار.

$\mu_{it}$ : حد الخطأ.

يتم إدخال اللوغاريتم وهذا نتيجة لعدم تجانس بيانات السلاسل الزمنية للمتغيرات، فيصبح النموذج كالتالي:

$$\ln MC_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 \ln CN_{it} + \mu_{it}$$

### 3-3 اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة: يمكن توضيح نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات

الدراسة من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (4-24): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة ( $\ln mc, \ln cn$ )

المتغير	قيمة J.B	احتمالية J.B
<b>LnMC</b>	5.872121	0.0530074
<b>LnCN</b>	3.918931	0.140934

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews9

يلاحظ من الجدول أنّ متغيرات الدراسة تتبع التوزيع الطبيعي، حيث أنّ احتمال الخطأ لهذا الاختبار أكبر من 5% بالنسبة لكلا المتغيرين، وبالتالي يمكن القول بأنهما موزعان توزيعاً طبيعياً ويمكن الشروع في اختيار نموذج البائل المناسب لبيانات الدراسة، وذلك بعد تخلص متغيرات الدراسة من القيم المتطرفة.

### 4-3 اختبار استقرارية السلاسل الزمنية: يعتبر اختبار جذر الوحدة اختباراً أساسياً لمعرفة استقرار

السلسلة الزمنية موضوع الدراسة وتحديد درجة تكاملها، لما لها من أهمية قصوى للوصول إلى نتائج سليمة وتجنباً لظاهرة الانحدار الزائف، ومن بين الأساليب المستعملة (PP- ADF- LLC)، الجدول الموالي يظهر نتائج اختبارات جذر الوحدة لمتغيرات الدراسة عند المستوى.

جدول رقم (4-25): نتائج اختبارات جذر الوحدة عند المستوى لمتغيرات الدراسة (lnmc,lncn)

القرار	الاختبار			المتغيران
	PP احتمال الخطأ	ADF احتمال الخطأ	LLC احتمال الخطأ	
السلسلة مستقرة عند المستوى	0.0025	0.0120	0.0049	<b>LnMC</b>
السلسلة مستقرة عند المستوى	0.0000	0.0002	0.0002	<b>LnCN</b>

المصدر: إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 9

يتضح من الجدول السابق أنّ سلاسل الدراسة مستقرة عند المستوى  $I(0)$  في الفترة المدروسة حسب اختبارات (LLC-ADF-PP)، حيث كانت الاحتمالات أقل من 5% وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرض البديل، بمعنى عدم وجود جذر الوحدة وبالتالي السلاسل مستقرة ومتكاملة عند المستوى.

#### 4- قياس أثر التنويع على الرسملة السوقية للدول محل الدراسة

لمعالجة كل من عدم ثبات التباين بين الأفراد والارتباط الذاتي من الدرجة الأولى للنماذج تمّ استخدام مصفوفة التباين والتباين المشترك لوايت (white cross-section standard errors et covariance)، وبما أنّ حجم العينة صغير فإنّ طريقة الأخطاء القياسية المصححة (heteroscedasticity-and HAC autocorrelation-consistent) أو طريقة المربعات الصغرى الممكنة EGLS لا تقوم بدور كبير، حيث تقدير النماذج يكون نفسه دون معالجة.

#### 4-1 تقدير أثر التنويع على تنشيط الأسواق المالية

نتائج تقدير أثر التنويع على تنشيط الأسواق المالية محل الدراسة ملخصة في الجدول الموالي:



جدول رقم (4-26) : نتائج تقدير أثر التنويع على الرسملة السوقية للأسواق المالية للدول محل

الدراسة

المتغير التابع: الرسملة السوقية للدول محل الدراسة			
الفترة (2005-2017) N=13 T=3 مجموع مشاهدات البانل: 39=3*13 مشاهدة			
متغيرات الدراسة	نموذج الانحدار التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج التأثيرات العشوائية
<b>Constante</b>	-4.491720	-0.260914	-1.107359
	-16.22826	-0.197389	-0.788846
	0.0000	0.8447	0.4352
<b>Lncn</b>	1.725527	0.699521	0.913601
	29.30251	2.093675	3.569459
	0.0000	0.0436	0.0010
<b>R-squared</b>	0.948547	0.983161	0.212712
<b>F-statistic</b>	682.1026	681.1853	9.996757
<b>Prob F-statistic</b>	0.000000	0.000000	0.003126
<b>Durbin watson</b>	0.382996	1.487045	0.915551
معادلة نموذج الانحدار التجميعي	<b>Lnmc=-4.49+1.72 lncn</b>		
معادلة نموذج التأثيرات الثابتة	<b>Lnmc=-0.26+0.69 lncn</b>		
معادلة نموذج التأثيرات العشوائية	<b>Lnmc=-1.11+ 0.91 lncn</b>		

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 9

2-4 اختبارات المفاضلة بين نماذج البانل:

- اختبار (F) المقيد للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة:

نتائج الاختبار موضحة في الجدول الموالي:

جدول رقم (4-27): نتائج اختبار (F) للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة

عدد الشركات المدرجة	المتغير المفسر
36.029	قيمة (F) المحسوبة
3.32	قيمة (F) الجدولية

المصدر: من إعداد الباحثة

يتضح من الجدول أنّ قيمة إحصائية (F) المقيد المحسوبة (F=36.029) أكبر من القيمة الجدولية  $F_t=3.32$  عند المستوى 5%، وبالتالي فإنّ النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة، وسيتم فيما يلي الاختيار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

- اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية: يتم استخدام

اختبار هوسمان، وذلك لمعرفة أيّ من التأثيرات تعتبر أكثر ملائمة لتقدير النموذج سواء كانت نماذج

التأثيرات الثابتة أم نماذج التأثيرات العشوائية، والنتائج موضحة في الجدول الموالي:

جدول رقم (4-28): نتائج اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات

العشوائية

Test summary	Chi-sq statistic	Chi-sq-df	Prob
Gross-section random	10.250736	1	0.0014

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews9

تشير نتائج هذا الاختبار الذي يتبع توزيع كاي إلى أنّ القيمة المحسوبة بلغت 10.250736 وباحتمال 0.0014 وهو أقل من 0.05 وبالتالي نرفض الفرض العدمي ونقبل الفرض البديل، أي أنّ نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم لهذه الدراسة.

5- اختبار مدى الارتباط الذاتي للبوقي: يمكن اختبار وجود ارتباط ذاتي للبوقي من الدرجة الأولى

باستخدام اختبار (Durban Watson)، وذلك بعد استخراج القيمة المحسوبة والقيم الجدولية الموافقة

لها والنتائج موضحة في الجدول الموالي:

جدول رقم(4-29): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبوياي

قيمة D.W	القيمة الجدولية ل (D.W)
1.48	N=39 K=1 [1.34-1.24]

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 9

من خلال الجدول يتضح أنّ قيمة دارين وتسن المحسوبة أكبر من القيمة القصوى للمجال الموافق لها و تقترب من 2، وبالتالي عدم وجود ارتباط ذاتي بين بوياي الدراسة.

ب- تحليل وتفسير نتائج قياس أثر التنوع على الرسملة السوقية للأسواق محل الدراسة

1- تحليل نتائج قياس أثر التنوع على الرسملة السوقية للأسواق محل الدراسة

• تحليل نتائج المفاضلة بين النماذج:

- قيمة إحصائية (F) المقيد المحسوبة كانت أكبر من قيمة إحصائية (F) المحدولة، وبالتالي

نرفض الفرض العدم ونقبل الفرض البديل، بمعنى أنّ نموذج التأثيرات أفضل من النموذج

التجميعي، مما يعني وجود تأثيرات خاصة بكل سوق مالية تميّزها عن غيرها، وهذا ما يطرح

التساؤل التالي: هل هذه التأثيرات ثابتة أم عشوائية؟

- بالنسبة للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية واعتمادا على نتائج

اختبار هوسمان وباستخدام برنامج Eviews 9 تبين أنّ نموذج التأثيرات الثابتة هو الملائم

لهذه الدراسة.

• تحليل نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة:

- الدراسة الإحصائية للنموذج المقدر:

➤ اختبار معنوية المعلمات: اعتمادا على نتائج تقدير النموذج تبينت معنوية معلمة

عدد الشركات حيث أنّ قيمة إحصائية (p) أقل من 5%، بمعنى أنّ هذا المتغير يؤثر

على تنشيط الأسواق المالية محل الدراسة، في حين عدم معنوية الثابت (c) لأنّ

القيمة الإحصائية (p) أكبر من 5%.

➤ اختبار المعنوية الكلية للنموذج: تظهر النتائج أنّ احتمال إحصائية فيشر كانت أقل

من (0.05) حيث قدّرت بـ 0.0000 وبالتالي نرفض فرض العدم ونقبل الفرض

البديل، أي النموذج ككل له معنوية إحصائية. وبالنسبة للقوة التفسيرية للنموذج حسب معامل التحديد  $R^2$  هي في حدود 98%، أي أنّ 98% من التغير الحاصل في الرسملة السوقية يعود للتغير في عدد الشركات المدرجة ببورصات الدول محل الدراسة، أما الباقي فيعود إلى متغيرات أخرى مدرجة في النموذج ومتضمنة في حد الخطأ.

## 2- تفسير نتائج قياس أثر التنوع على الرسملة السوقية للأسواق محل الدراسة

• كان للتنوع تأثير إيجابي على الرسملة السوقية للأسواق المالية محل الدراسة، هذه النتيجة تؤكد ما جاء في النظرية المالية، والتي ترى بأنه كلما كان هناك أمام المستثمرين اختيارات أكثر لتشكيل محفظتهم المالية، زاد توجههم للاستثمار في المنتجات المالية وبالتالي زيادة نشاط الأسواق المالية، والذي انعكس في التزايد المستمر للرسملة السوقية خلال فترة الدراسة، والملاحظ أنّ البيانات الخاصة بالمغرب وتركيا هي التي كان لها الدور الأكبر للوصول لهاته النتيجة، حيث نجد أنّ الجزائر مثلا في السنوات 2006-2007-2012-2015-2016-2017 عدد الشركات المدرجة ببورصتها 5 شركات أي نفس العدد، إلا أنه يلاحظ تغير في قيم الرسملة السوقية، وبالتالي يمكن القول بأنه لا يوجد تأثير كبير بين التنوع (عدد الشركات المدرجة) والرسملة السوقية للسوق المالية الجزائرية خلال الفترة 2005-2017. ويمكن إرجاع هذا إلى ضعف الوعي المالي للمجتمع الجزائري بالدرجة الأولى، وإلى العدد الضئيل للشركات المدرجة ببورصتها (ما بين 3 و7 شركات). وبالتالي لن يكون أمام المستثمر الكثير من الخيارات لتشكيل محفظته المالية، فمثلا سنة 2017 يكون عليه الاختيار بين أسهم خمسة شركات فقط. وكما ذكر سابقا فإنّ تنوع المستثمر لمنتجاته المالية يساعده في التقليل والسيطرة على مخاطر استثماراته المالية، وهذا ما لا يوجد في السوق المالية الجزائرية، والذي انعكس بالسلب على أدائها ونشاطها بصفة عامة وعلى قيم رسملتها السوقية بصفة خاصة، حيث وُجد أنّ أعلى قيمة لها خلال فترة الدراسة بلغت 45.78 مليار دينار جزائري وكان هذا سنة 2016.

ثالثا: قياس أثر التنوع على معدل التداول للأسواق المالية محل الدراسة

أ- منهجية الدراسة

- 1- مجتمع وعينة الدراسة: تشمل عينة الدراسة الأسواق المالية لكل من الجزائر، المغرب وتركيا.
- 2- متغيرات الدراسة: لقد اعتمدت الدراسة على متغير مفسر واحد ومتغير تابع بهدف بناء نموذج تفسيري لأثر التنوع على تنشيط الأسواق المالية:
  - المتغير التابع: معدل التداول للأسواق المالية للدول محل الدراسة، ونرمز لها بـ TVR ؛
  - المتغير المستقل: عدد الشركات المدرجة بالبورصة، ونرمز له بـ CN .
- 2- اختبار متغيرات الدراسة
- 1-3 الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة: يوضح الجدول الموالي بعض الخصائص الإحصائية لمتغيرات الدراسة.

جدول رقم (4-30): عرض وصفي لمتغيرات الدراسة (TVR,CN)

المتغير	عدد المشاهدات	المتوسط	الوسيط	الانحراف المعياري	أعلى قيمة	أدنى قيمة
TVR	39	17.38	6.20	19.97	55.15	0.00006
CN	39	146.85	74	160.29	427	3

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج 9.Eviews.

2-3 الصيغة الرياضية للنموذج:

تعطى الصيغة الرياضية للنموذج على الشكل التالي:

$$TVR_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 CN_{it} + \mu_{it}$$

حيث:

$TVR_{it}$ : المتغير التابع وهو معدل التداول للأسواق المالية محل الدراسة؛

$CN_{it}$ : عدد الشركات المدرجة بالأسواق المالية محل الدراسة؛

$\beta_1, \beta_{0i}$ : القيم الفعلية لمعاملات الانحدار.

$\mu_{it}$ : حد الخطأ.

يتم إدخال اللوغاريتم وهذا نتيجة لعدم تجانس بيانات السلاسل الزمنية للمتغيرات، فيصبح النموذج كالتالي:

$$\ln TVR_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 \ln CN_{it} + \mu_{it}$$

3-3 اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات الدراسة: بالنسبة للمتغير المُفسر عدد الشركات  $\ln CN$  فقد تم

اختباره سابقا، ونتائج اختبار التوزيع الطبيعي للمتغير التابع يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم (4-31): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للمتغير  $\ln TVR$

المتغير	قيمة J.B	احتمالية J.B
<b>LnTVR</b>	5.364254	0.068417

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews9

يلاحظ من الجدول أنّ المتغير معدل التداول يتبع التوزيع الطبيعي، حيث أنّ احتمال الخطأ لهذا الاختبار للمتغير أكبر من 5% بالنسبة للمتغير، وبالتالي يمكن القول بأنه موزع طبيعيا، ويمكن إجراء اختبارات اختيار نموذج البائل المناسب لبيانات الدراسة.

4-3 اختبار استقرارية السلاسل الزمنية: الجدول الموالي يظهر نتائج اختبارات جذر الوحدة للمتغير

معدل التداول:

جدول رقم (4-32): نتائج اختبارات جذر الوحدة عند المستوى للمتغير  $\ln TVR$

القرار	الاختبار			المتغير
	PP احتمال الخطأ	ADF احتمال الخطأ	LLC احتمال الخطأ	
السلسلة مستقرة عند المستوى	0.0274	0.0199	0.0095	<b>LnTVR</b>

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews9

يتضح من الجدول السابق أنّ السلسلة الخاصة بمعدل التداول مستقرة عند المستوى  $I(0)$  في الفترة المدروسة حسب اختبارات (LLC-ADF-PP)، حيث كانت الاحتمالات أقل من 5% وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية ونقبل الفرض البديل، بمعنى عدم وجود جذر الوحدة وبالتالي السلاسل مستقرة ومتكاملة عند المستوى.

4-4- قياس أثر التنويع على معدل التداول للدول محل الدراسة

1-4 تقدير أثر التنويع على معدل التداول

نتائج تقدير أثر التنويع على معدل التداول للأسواق المالية محل الدراسة ملخصة في الجدول الموالي:

جدول رقم (4-33) : نتائج تقدير أثر التنوع على معدل التداول للأسواق المالية للدول محل

الدراسة

المتغير التابع: معدل التداول للأسواق المالية محل الدراسة			
الفترة (2005-2017) N=13 T=3 مجموع مشاهدات البانل: 39=3*13 مشاهدة			
متغيرات الدراسة	نموذج الانحدار التجميعي	نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج التأثيرات العشوائية
<b>Constante</b>	-9.688796	-7.103698	-9.274036
	-21.64478	-5.992369	-3.523208
	0.0000	0.0000	0.0012
<b>Lncn</b>	2.334428	1.751243	2.300157
	28.94570	5.992369	4.234457
	0.0000	0.0000	0.0001
<b>R-squared</b>	0.940725	0.960018	0.426354
<b>F-statistic</b>	587.2065	280.1306	27.49967
<b>Prob F-statistic</b>	0.000000	0.000000	0.000007
<b>Durbin watson</b>	0.488563	1.098093	1.411945
معادلة نموذج الانحدار التجميعي	<b>LnTVR=-9.68+2.33 lncn</b>		
معادلة نموذج التأثيرات الثابتة	<b>LnTVR=-7.10+1.75 lncn</b>		
معادلة نموذج التأثيرات العشوائية	<b>Lnmc=-9.27+ 2.30 lncn</b>		

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 9

2-4 اختبارات المفاضلة بين نماذج البانل:

- اختبار F المقيد: نتائج الاختبار موضحة في الجدول الموالي:

جدول رقم (4-34): نتائج اختبار (F) للمفاضلة بين النموذج التجميعي ونموذج التأثيرات الثابتة

عدد الشركات المدرجة	المتغير المفسر
8.35	قيمة (F) المحسوبة
3.32	قيمة (F) الجدولية

المصدر: من إعداد الباحثة

يتضح من الجدول أنّ قيمة إحصائية (F) المقيد المحسوبة ( $F=8.35$ ) أكبر من القيمة الجدولية  $F_t=3.32$  عند المستوى 5%، وبالتالي فإنّ النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات، وسيتم فيما يلي الاختبار بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية.

- اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية: نتائج هذا الاختبار موضحة في الجدول الموالي:

جدول رقم (4-35): نتائج اختبار هوسمان للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات

العشوائية

Test summary	Chi-sq statistic	Chi-sq-df	Prob
Gross-section random	0.137835	1	0.7104

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews9

تشير نتائج هذا الاختبار الذي يتبع توزيع كاي إلى أنّ القيمة المحسوبة بلغت 0.137835 وباحتمال 0.7104 وهو أكبر من 0.05 وبالتالي نقبل الفرض العدمي ونرفض الفرض البديل، أي أنّ نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم لهذه الدراسة.

5- اختبار مدى الارتباط الذاتي للبقايا: يمكن اختبار وجود ارتباط ذاتي للبقايا من الدرجة الأولى

باستخدام اختبار (Durban Watson)، وذلك بعد استخراج القيمة المحسوبة والقيم الجدولية الموافقة

لها والنتائج موضحة في الجدول الموالي:



جدول رقم (4-36): نتائج اختبار الارتباط الذاتي للبقايا

قيمة D.W	القيمة الجدولية ل (D.W)
1.41	N=39 K=1 [1.34-1.24]

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج Eviews 9

من خلال الجدول يتضح أنّ قيمة دارين وتسون المحسوبة أكبر من القيمة القصوى للمجال الموافق لها أو تقترب من 2، وبالتالي عدم وجود ارتباط ذاتي بين بقاوي الدراسة.

ب- تحليل وتفسير نتائج قياس أثر التنويع على معدل التداول للأسواق المالية محل الدراسة

1- تحليل نتائج قياس أثر التنويع على معدل التداول.

• تحليل نتائج المفاضلة بين النماذج:

-قيمة إحصائية (F) المقيد المحسوبة كانت أكبر من قيمة إحصائية (F) الجدولة، وبالتالي نرفض الفرض العدم ونقبل الفرض البديل، بمعنى أنّ نموذج التأثيرات أفضل من النموذج التجميعي.

- بالنسبة للمفاضلة بين نموذج التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية، واعتمادا على اختبار هوسمان وباستخدام برنامج Eviews9 تبين أنّ نموذج التأثيرات العشوائية هو الملائم لهذه الدراسة.

• تحليل نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية:

-الدراسة الإحصائية للنموذج المُقدر:

➤ اختبار معنوية المعلمات: اعتمادا على نتائج تقدير النموذج تبينت معنوية كل من المتغير

الثابت ومتغير عدد الشركات حيث أنّ قيمة إحصائية (p) أقل من 5% لكليهما، ومنه فعدد

الشركات يؤثر على معدل تداول الأسواق المالية محل الدراسة.

➤ اختبار المعنوية الكلية للنموذج: تظهر النتائج أنّ احتمال إحصائية فيشر كانت أقل من

(0.05) حيث قدرت بـ 0.000007، وبالتالي نرفض فرض العدم ونقبل الفرض البديل، أي

أنّ النموذج ككل له معنوية إحصائية. وبالنسبة للقوة التفسيرية للنموذج وحسب معامل التحديد

$R^2$  هي في حدود 0.42، أي أنّ 42% من التغير الحاصل في معدل التداول يعود للتغير في

عدد الشركات المدرجة ببورصات الدول محل الدراسة، أما الباقي فيعود إلى متغيرات أخرى لم

تدرج في هذا النموذج.

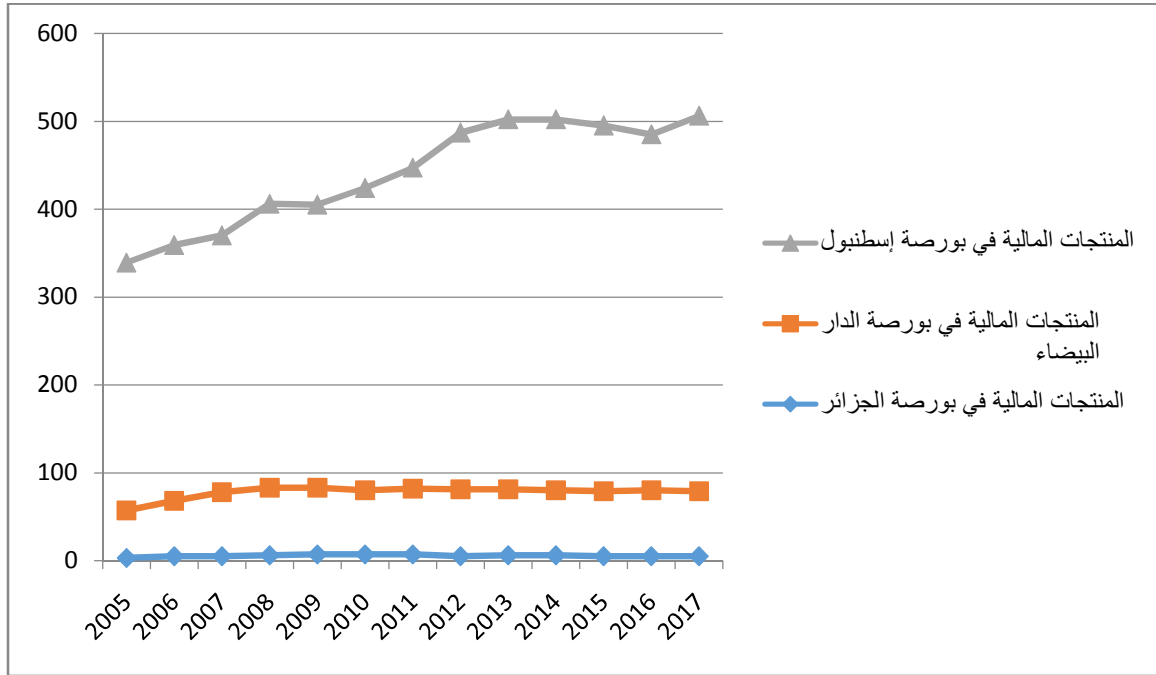
## 2- تفسير نتائج قياس أثر التنوع على معدل التداول للأسواق محل الدراسة

- كان للتنوع تأثير إيجابي على معدل التداول للأسواق المالية محل الدراسة، هذه النتيجة تؤكد ما جاء في النظرية المالية، والتي ترى بأنه كلما كان هناك أمام المستثمرين اختيارات أكثر لتشكيل محفظتهم المالية، زاد توجههم للاستثمار في المنتجات المالية وبالتالي زيادة نشاط الأسواق المالية، والذي انعكس في التزايد المستمر لمعدل التداول خلال فترة الدراسة، والملاحظ أنّ البيانات الخاصة بالمغرب وتركيا هي التي كان لها الدور الأكبر للوصول لهاته النتيجة، فتركيا مثلا بزيادة عدد الشركات المدرجة ببورصة إسطنبول يزداد معدل التداول والعكس صحيح، ويمكن إرجاع هذا لارتفاع الوعي المالي لدى المجتمع التركي، إضافة إلى أنّ الاقتصاد التركي يعتبر من أكبر الاقتصادات العالمية حيث احتل المرتبة السابعة عشرة سنة 2017 مما زاد من جذبته لشركات ومستثمرين أجانب، والذي كان له دور إيجابي على نشاط السوق المالية التركية وانعكس على مؤشرات نشاطها ومن بينها معدل التداول والذي حقق أرقاما مرتفعة في سنوات الدراسة.

### رابعا: التنوع في الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا

كما ذكر سابقا فإنّ من بين أهم أدوات إدارة المخاطر هو تكوين محفظة مالية، وتهدف المحفظة أساسا إلى تفادي مخاطر الاستثمار التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر عند التركيز على أداة استثمار واحدة، وذلك عن طريق التنوع مع ضمان حد مقبول من الدخل وتحقيق العوائد الإيجابية بالإضافة إلى زيادة القيمة السوقية لرأس المال. وقد تم استخدام عدد الشركات المدرجة في كل من بورصة الجزائر وبورصة الدار البيضاء وبورصة إسطنبول ليعكس تنوع المنتجات المالية الموجود في هاته البورصات، فكلما زاد عدد الشركات المدرجة في البورصة، زاد التنوع في المنتجات المالية، وبالتالي يكون المستثمر أمام اختيارات أكثر لتكوين محفظته المالية، ومنه إمكانيته السيطرة أو التقليل من المخاطر التي يمكن أن يواجهها. والشكل الموالي يوضح درجة التنوع في المنتجات المالية في السوق المالية لكل من الجزائر، المغرب وتركيا:

شكل رقم (4-20): تطور التنوع في المنتجات المالية في السوق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا خلال الفترة 2017-2005



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الأشكال رقم (4-4) (4-10) و(4-14).

يُلاحظ من الشكل السابق الاختلاف الكبير بين المنتجات المالية المتوفرة في الأسواق المالية لكل من الجزائر، المغرب وتركيا خلال فترة الدراسة، حيث في سنة 2017 المنتجات المالية المتواجدة في السوق المالية التركية تفوق 5 أضعاف تلك المتواجدة في السوق المالية المغربية، وتعادل ضعف المتواجدة في السوق المالية الجزائرية بـ 85 مرة، وهذا ما يعكس الحجم الكبير للسوق المالية التركية مقارنة بالسوق المالية المغربية والجزائرية، وبالتالي فإنّ المستثمر في السوق المالية التركية يكون أمام خيارات كثيرة مقارنة بالسوق المالية المغربية والجزائرية، وهذا ما يجعل السوق المالية التركية أكثر جاذبية للمستثمرين. ودليل ذلك أنّ الاستثمار الأجنبي في السوق المالية التركية سجل سنة 2015 نسبة 28% من حجم التداول<sup>1</sup>، بينما في السوق المالية المغربية سجل نسبة 12%<sup>2</sup>، وانعدامه في الجزائر.

<sup>1</sup> التقرير السنوي 2015 لبورصة إسطنبول، ص 12.  
<sup>2</sup> التقرير السنوي 2015 لبورصة الدار البيضاء، ص 35.

### المطلب الثالث: أثر المشتقات المالية والصكوك الإسلامية والمنتجات المركبة في تنشيط السوق المالية التركيبية

كما جاء في الفصل الثالث فإنّ فلسفة الهندسة المالية تتجسد في تطوير مجموعة من المنتجات المالية الجديدة، التي تُساعد المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع الظروف فائقة التعقيد وسريعة التغير التي تتسم بها هذه الأسواق في الوقت الحاضر. ومن هذه المنتجات توجد المشتقات المالية والصكوك الإسلامية والمنتجات المركبة، وسيتم التطرق في هذا المبحث إلى تأثير هاته المنتجات في تنشيط السوق المالية التركيبية فقط، لأنّ السوق المالية الجزائرية والسوق المالية المغربية وحتى بداية سنة 2017، لم تصدر ولا منتج مالي مشتق ولا صك إسلامي ولا منتج مركب، لكن السوق المالية المغربية وضعت مشروع لإصدار المشتقات المالية بعنوان: مذكرة عن الأسواق الآجلة للأدوات المالية، من طرف مديرية الخزينة والمالية الخارجية التابعة لوزارة الاقتصاد والمالية، وهي من 71 صفحة، وتناولت هذه المذكرة النقاط التالية: نشأة الأسواق الآجلة، مفهوم عقود المشتقات، أسواق عقود المشتقات، تجارب دول أخرى، أبواب مشروع قانون خاص بسوق آجلة تتداول فيها الأدوات المالية الآجلة، وفي الأخير جدول توضيحي لبنود مشروع القانون رقم 12-42 المتعلق بالسوق الآجلة للأدوات المالية\*. كما وعدت بإصدار الصكوك الإسلامية سنة 2017. أما فيما يخص السوق المالية الجزائرية، وبالرجوع إلى التقرير السنوي لسنة 2010، رفضت لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة (COSOB) إدراج الصكوك الإسلامية تحت مسمى – السندات الإسلامية – ضمن القيم المنقولة المتداولة في السوق الجزائرية، مبررة ذلك بعدم وجود سند قانوني مدني أو تجاري يحكم فكرة الملكية المقيدة (دون حق الاستعمال)، وعدم وجود نظام الشركة ذات الغرض الخاص SPV التي تقوم عليها هذه الأدوات!<sup>1</sup>

#### أولاً: أثر المشتقات المالية في تنشيط السوق المالية التركيبية

سيتم التطرق في هذا العنصر إلى المشتقات المالية في تركيا، باعتبارها من المنتجات المالية المطوّرة وكذا أداة للتغطية من المخاطر، وخاصة وأنّ أغلب المستثمرين يرغبون في الحفاظ على استثماراتهم عند مستوى مقبول من المخاطرة، ويجد هؤلاء المستثمرين بغيتهم في أسواق المشتقات المالية، والتي تُمكن أولئك الراغبين في تقليل المخاطر من تحويلها إلى أولئك الراغبين في زيادة المخاطر.

#### 1. سوق المشتقات المالية التركيبية

إنّ سوق إسطنبول للأوراق المالية وسوق الذهب وسوق المشتقات اندمجت في سنة 2013 لتكوّن معاً بورصة إسطنبول. وتُعدّ الجاذبية الدولية المتزايدة لبورصة إسطنبول من الأمور المهمة للغاية بوصفها مركزاً مالياً عالمياً

\* هذه المذكرة متوفرة على موقع بورصة الدار البيضاء.

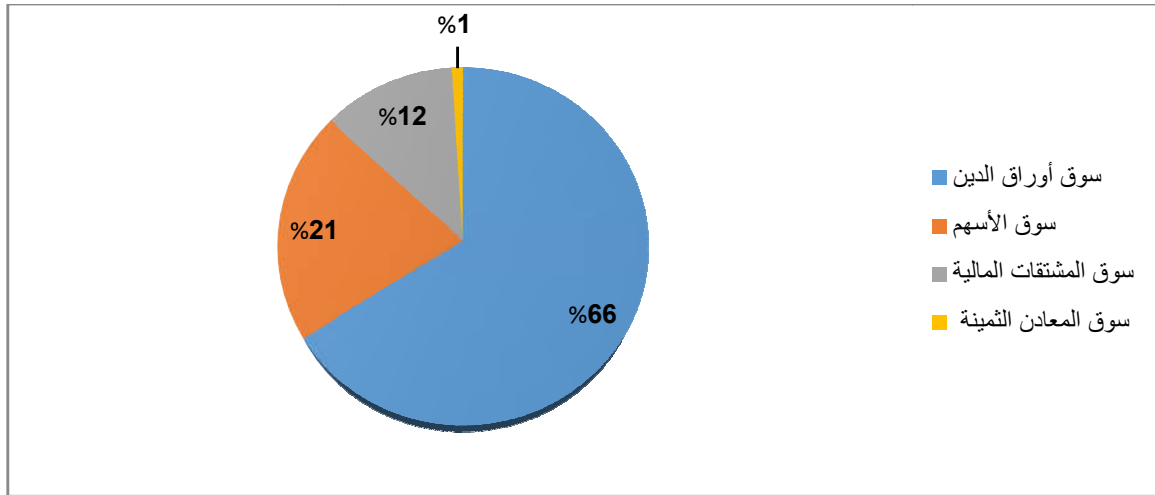
<sup>1</sup> - برحايلى بدر الدين، إدراج الصكوك الإسلامية في القانون الجزائري، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8 و9 ديسمبر 2013، ص 01.

## الفصل الرابع: مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا

وإقليميًا. هذا، وتأتي إسطنبول ضمن أفضل مدن العالم من حيث النمو الاقتصادي، وتُعد أفضل مثال للمراكز المالية في الأسواق الناشئة في ظل نشاطها التجاري المنتعش وسوقها المالية النشطة. وسيتم التطرق فيما يلي إلى بعض جوانب سوق المشتقات المالية التركية التي تحتاجها هاته الدراسة.

يوضح الشكل الموالي توزيع إجمالي حجم التداول في بورصة إسطنبول لسنة 2017

شكل رقم (4-21): توزيع إجمالي حجم التداول في السوق المالية التركية لسنة 2017



المصدر: التقرير السنوي لـ 2017 لبورصة إسطنبول، ص 32.

يلاحظ من الشكل السابق أنّ سوق أوراق الدين كانت لها أكبر حصة من التداول، حيث حققت نسبة 66% من إجمالي حجم التداول المقدر بـ 6967 مليار ليرة، تليها سوق الأسهم بنسبة 21%، تليها سوق المشتقات المالية بنسبة 12%، وأخيرا سوق المعادن الثمينة بنسبة 1%.

وفيما يلي جدول يوضح حجم التداول وعدد العقود في سوق المشتقات المالية في بورصة إسطنبول للفترة الممتدة من 2005 إلى 2017.

## الفصل الرابع: مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا

جدول رقم (4-37): حجم التداول وعدد العقود في سوق المشتقات المالية لبورصة إسطنبول خلال الفترة 2017-2005

السنوات	حجم التداول (مليار ليرة)	حجم العقود (مليون)
2005	2.9	1.7
2006	17.3	6.6
2007	118	24.8
2008	207.9	54.4
2009	334.1	79.4
2010	431.6	63.9
2011	439.7	74.2
2012	403.9	62.4
2013	416.5	53.1
2014	435.7	59.4
2015	575	90.3
2016	607	110.4
2017	868	152

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير مجلس أسواق المال التركية. تاريخ الاطلاع: 7-8-2018

يُلاحظ من خلال الجدول أنّ المشتقات المالية في السوق المالية التركية حققت قفزة كبيرة، حيث أنّ حجم التداول سنة 2017 ارتفع ليصل 868 مليار ليرة تركية مقارنة بـ 2.9 مليار ليرة تركية سنة 2005، وحجم عقود المشتقات المالية ارتفع هو الآخر ليصل 152 مليون عقد سنة 2017 مقارنة بـ 1.7 مليون عقد سنة 2005، وهذا التطور الملحوظ في حجم تداول المشتقات المالية وعدد عقودها خلال فترة الدراسة، ما هو إلا دليل على نشاط سوق المشتقات المالية التركية وجاذبيتها لمعاملين جدد.

## 2 . أثر تداول المشتقات المالية في تنشيط السوق المالية التركية

سيتم التطرق في هذا العنصر إلى أثر المشتقات المالية على تنشيط السوق المالية التركية، باعتبارها من المنتجات المالية المطوّرة وكذا أداة للتغطية من المخاطر، وهذا باستخدام حجم تداول المشتقات المالية ونسبته من إجمالي التداول في السوق المالية التركية خلال الفترة 2013-2017، لأنّ سوق المشتقات اندمجت مع سوق الذهب وسوق إسطنبول للأوراق المالية سنة 2013 لتكوّن معًا بورصة إسطنبول، وقبل هذه السنة كانت منفصلة عنهما.

**جدول رقم (4-38):** تطور نسبة المشتقات المالية من إجمالي التداول للسوق المالية التركية خلال الفترة

2017-2013

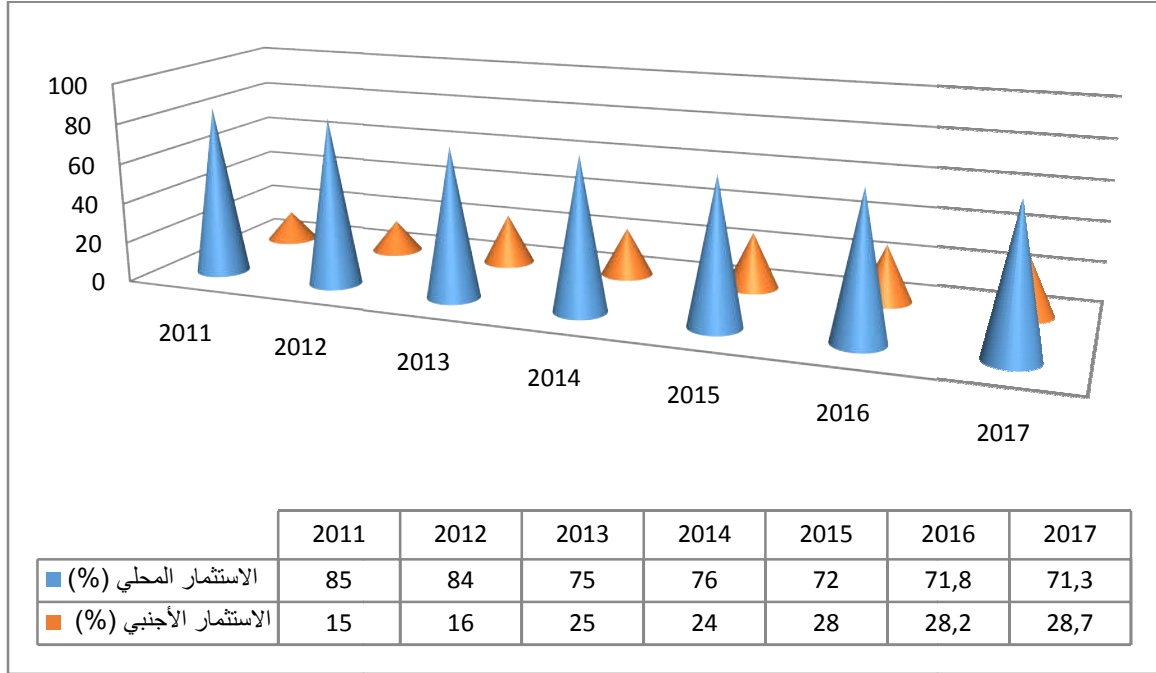
السنوات	2013	2014	2015	2016	2017
حجم تداول المشتقات (مليار ليرة)	416.5	435.7	575	607	868
إجمالي حجم التداول (مليار ليرة)	9686	8892	11894	13018	6967
نسبة المشتقات من إجمالي التداول (%)	4.3	4.9	4.83	4.7	12

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول رقم (4-37) والتقارير السنوية لبورصة إسطنبول

يتضح من الجدول السابق الارتفاع المتزايد لنسبة تداول المشتقات المالية من إجمالي التداول ببورصة إسطنبول خلال الفترة 2017-2013. حيث ارتفعت من 4.3 % سنة 2013 إلى 12 % سنة 2017، ويلاحظ انخفاض طفيف في سنتي 2015 و2016 مقارنة بالسنوات التي سبقتها، وهذا راجع لتخوف المستثمرين خاصة الأجانب من الأزمات السياسية الداخلية نتيجة المسألة الدستورية. والارتفاع المتزايد لنسبة المشتقات من إجمالي التداول ما هو إلا دليل على أنّ إدراج المشتقات المالية كان له دور كبير على نشاط السوق المالية التركية.

كما يُمكن إظهار دور المشتقات المالية في تنشيط السوق المالية التركية من خلال الشكل التالي:

شكل رقم (4-22): الاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي في سوق المشتقات المالية التركية خلال الفترة 2011-2017



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على تقارير بورصة اسطنبول

يُلاحظ من الشكل أنّ الاستثمار المحلي يستحوذ على أغلب تعاملات سوق المشتقات المالية التركية، حيث خلال الفترة 2011-2017 نسبته تفوق 70%، وهذا ما يعكس الثقافة المالية للمجتمع التركي، كما يُلاحظ أنّ نسبة الاستثمار الأجنبي في سوق المشتقات المالية التركية في ارتفاع مستمر، حيث ارتفع من 15% سنة 2011 ليصل إلى 28.7% سنة 2017، وهذا دليل على أنّ إدراج المشتقات المالية في السوق المالية التركية كان له دور كبير في جذب الاستثمار الأجنبي، ومنه تنشيط السوق المالية التركية، ووصولها إلى إمكانية المنافسة على الصعيد الدولي.



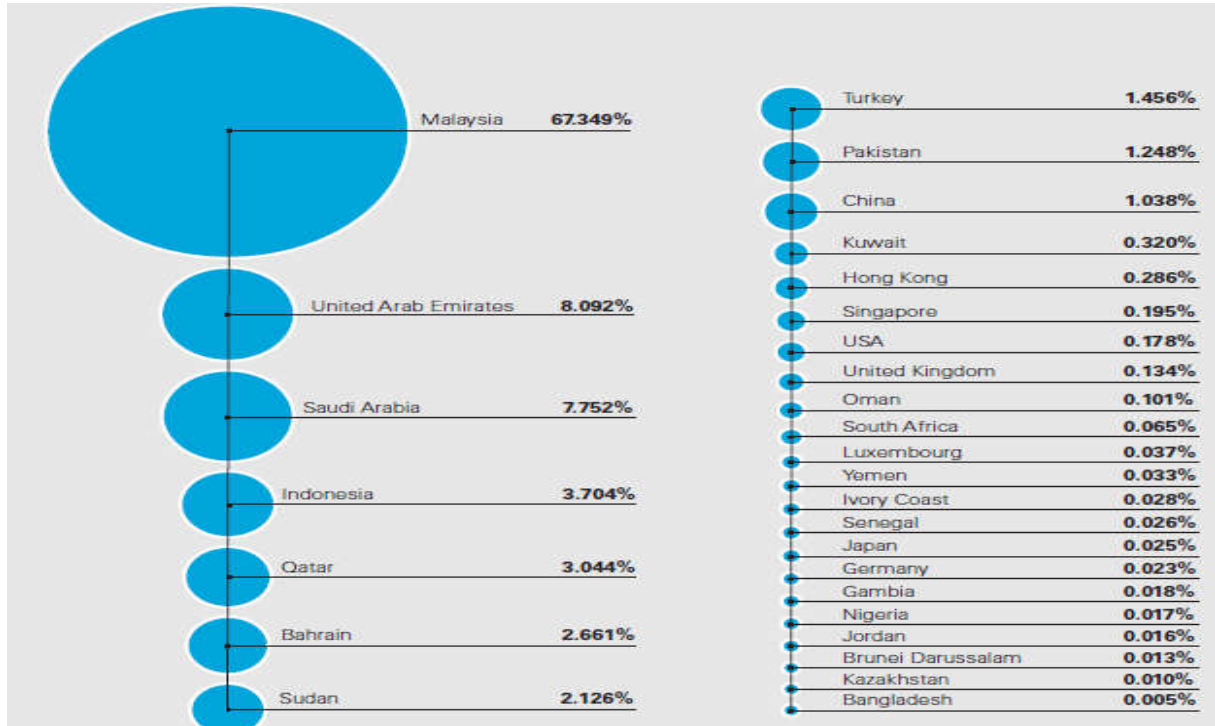
### ثانيا: أثر الصكوك الإسلامية في تنشيط السوق المالية التركية

تعتبر الصكوك الإسلامية من المنتجات المبتكرة التي تمكنت من تحقيق نجاحات عديدة وقفزات نوعية من حيث العوائد، وشهدت انتشارا واسعا وإقبالا كبيرا في مختلف دول العالم، ويرجع هذا للطلب المتزايد والإقبال المستمر على هذه المنتجات من طرف المتعاملين في الأسواق المالية، وتركيا كغيرها من الدول ولجذب فئات جديدة من المتعاملين قامت بإصدار صكوك إسلامية تُتداول في سوقها المالية، وكان أول إصدار لها في هذا النوع من المنتجات سنة 2010. وسيتم التطرق فيما يلي إلى أداء سوق الصكوك الإسلامية وتأثيرها في تنشيط السوق المالية التركية.

#### 1. سوق الصكوك الإسلامية التركية

لقد برزت صناعة الصكوك الإسلامية باعتبارها واحدة من المكونات الرئيسة للنظام المالي الإسلامي، وتنامى دورها لتصبح على نحوٍ متزايد أحد المنتجات المستخدمة على نطاق دولي واسع، مما أدى إلى نمو وتطور سوق الصكوك الإسلامية بشكل كبير وملحوظ في السنوات الأخيرة، وإصدارها في العديد من الدول، والشكل التالي يوضح توزيع إجمالي الصكوك المصدرة خلال الفترة 2001-2015.

#### شكل رقم (4-23): إجمالي إصدارات الصكوك الإسلامية حسب الدول خلال الفترة 2001-2015



Source : çakmak-gokçe Avukatlık, **Building The Turkish sukuk market : One step at a time**, 2016, p 6.  
Available at : gkcpartners.com

يلاحظ من الشكل أنّ ماليزيا تتقدم وتتصدر دول العالم في إصدار الصكوك الإسلامية بنسبة قدرها 67.349% من إجمالي الإصدارات، تليها الإمارات، السعودية، إندونيسيا، قطر، البحرين، السودان، لتحتل تركيا بعدهم المرتبة الثامنة من حيث إصدار الصكوك الإسلامية بنسبة 1.456%.

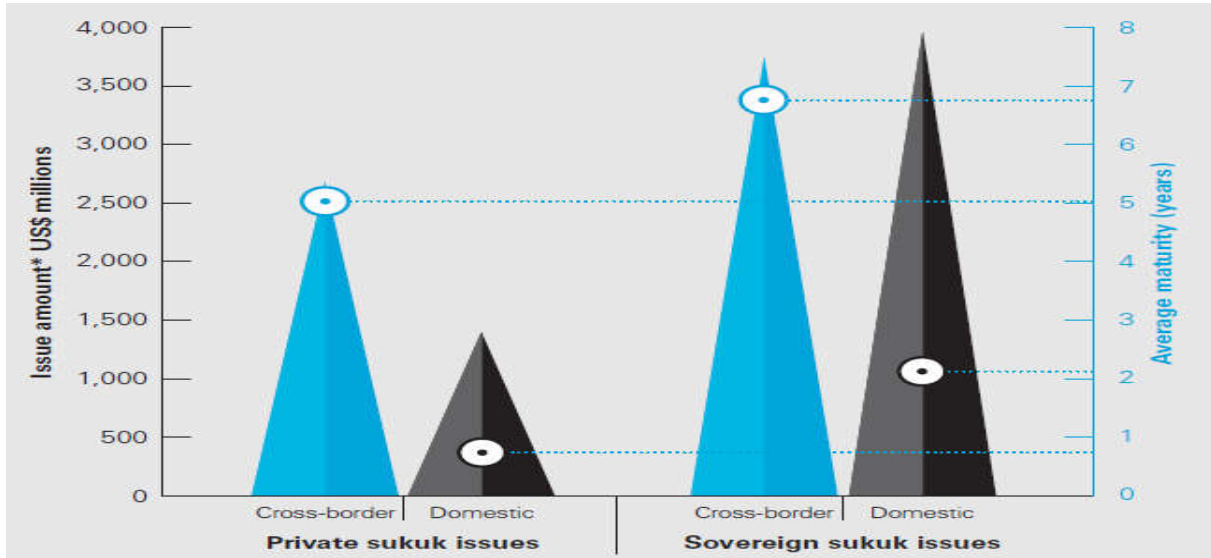
وفيما يلي توضيح للصكوك المصدرة في تركيا خلال الفترة 2011 وحتى سبتمبر 2015.

جدول رقم (4-39): الصكوك المصدرة في تركيا خلال الفترة 2011-2015/9

الصكوك	نوعها	مبلغ الإصدار (مليون دولار)	متوسط الاستحقاق (سنوات)
الصكوك الخاصة	عبر الحدود	2669	5.01
	المحلية	1402	0.78
	المجموع	4071	-----
الصكوك السيادية	عبر الحدود	3750	6.83
	المحلية	3964	2.14
	المجموع	7714	-----
	المجموع الكلي	11785	-----

Source : IIFM, Sukuk Report : A comprehensive study of the Global Sukuk Market,2016, 5th edition, p148.

شكل رقم (4-24): الصكوك الخاصة والسيادية المصدرة في تركيا خلال الفترة 2011-سبتمبر 2015



Source : çakmak-gokçe Avukatlık, op cit, p 8

من الجدول والشكل السابقين يتضح أنّ إصدار الصكوك السيادية أكبر من إصدار الصكوك الخاصة (صكوك الشركات)، وأنّ الصكوك الخاصة العابرة للحدود أكبر من الصكوك الخاصة المحلية، على عكس الصكوك السيادية نجد المحلية أكبر من العابرة للحدود. أما فيما يخص متوسط استحقاق هذه الصكوك فمتوسط استحقاق الصكوك السيادية أكبر من متوسط استحقاق الصكوك الخاصة، ومتوسط استحقاق الصكوك العابرة للحدود أكبر منه في الصكوك المحلية في كلا النوعين الخاصة والسيادية.

## الفصل الرابع: مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا

و الجدول الموالي يوضح الصكوك المصدرة في السوق المالية التركية وحجم تداولها وقيمتها السوقية خلال الفترة 2017-2011.

جدول رقم (4-40): الصكوك المصدرة في السوق المالية التركية خلال الفترة 2017-2011

السنوات	الصكوك المصدرة (مليون دولار)	حجم تداول الصكوك (مليون دولار)	القيمة السوقية (مليون دولار)
2011	350	---	---
2012	0	20	9
2013	344	350	360
2014	2075	520	406
2015	1257	458	571
2016	974	1275	600
2017	2210.7	1376	1400

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لمجلس أسواق رأس المال التركية. تاريخ الاطلاع: 8-8-2019.

يتضح من الجدول الارتفاع الكبير في كل من الصكوك المصدرة وحجم تداولها وكذا قيمتها السوقية خلال الفترة 2017-2011، فبالنسبة لإصدار الصكوك وصل سنة 2017 إلى 2210.7 مليون دولار أمريكي مقارنة بسنة 2011 حيث قدر بـ 350 مليون دولار أمريكي. وبالنسبة لحجم تداولها في السوق المالية التركية فوصل سنة 2017 إلى 1376 مليون دولار أمريكي مقارنة بسنة 2012 حيث قدر بـ 20 مليون دولار أمريكي. وبالنسبة لقيمتها السوقية فوصلت سنة 2017 إلى 1400 مليون دولار مقارنة بسنة 2012 حيث قدرت بـ 9 مليون دولار أمريكي. وهذا ما هو إلا دليل على الإقبال الكبير على هذا النوع من المنتجات المالية من قبل المتعاملين في السوق المالية التركية لما لها من ميزات تلي احتياجاتهم.

### 2. أثر تداول الصكوك الإسلامية على تنشيط السوق المالية التركية

لتوضيح العلاقة بين الصكوك الإسلامية وتنشيط السوق المالية التركية، سيتم الاعتماد على تطور نسبة الصكوك الإسلامية من حجم التداول في سوق أوراق الدين خلال الفترة 2017-2012، لأنّ أول إصدار للصكوك الإسلامية في السوق المالية التركية كان سنة 2010 وبالتالي لم يتم تداولها إلا في السنوات الموالية. والجدول الموالي يوضح ذلك:

## الفصل الرابع: مقارنة بين الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا

جدول رقم (4-41): نسبة الصكوك الإسلامية من حجم التداول في سوق أوراق الدين التركية خلال الفترة 2017-2012

السنوات	2012	2013	2014	2015	2016	2017
حجم التداول في سوق أوراق الدين (مليون ليرة)	6828000	6898000	7645000	10267000	11367000	4564000
حجم الصكوك المتداولة (مليون ليرة)	30	670	1130	1339	3890	7878
نسبة الصكوك من حجم التداول في سوق أوراق الدين (%)	0.0004	0.009	0.015	0.014	0.034	0.17

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على الجدول رقم (4-40) والتقارير السنوية لمجلس أسواق رأس المال التركية.

يتضح من الجدول السابق أنّ نسبة تداول الصكوك الإسلامية من حجم التداول في سوق أوراق الدين في تزايد مستمر خلال الفترة 2017-2012، حيث سجلت 0.0004% سنة 2012 لترتفع إلى 0.17% سنة 2017، ومن المتوقع أن ترتفع هذه النسبة أضعافا في السنوات القادمة، وهذا ما هو إلا دليل على أنّ إدراج الصكوك الإسلامية في بورصة إسطنبول كان له دور في جذب متعاملين جدد والذي انعكس بالإيجاب على نشاط السوق المالية التركية.

### ثالثا: أثر المنتجات المالية المركبة على تنشيط السوق المالية التركية

كما ذكر سابقا تعتبر المنتجات المالية المركبة من المنتجات الحديثة المتداولة في الأسواق المالية، ولكي تحافظ السوق المالية التركية على نشاطها وقدرتها التنافسية على الصعيد العالمي، قامت بإدراج هاته المنتجات حتى تلي احتياجات المتعاملين بها. و فيما يلي محاولة لتوضيح أهمية إدراج المنتجات المالية المركبة في تنشيط السوق المالية التركية.

جدول رقم (4-42): تطور عدد حسابات المستثمرين بالمنتجات المالية المركبة في السوق المالية التركية خلال الفترة 2017-2013

السنوات	2013	2014	2015	2016	2017
عدد حسابات المستثمرين بالمنتجات المالية المركبة	3306	3997	2898	2571	4842

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير السنوية لمجلس أسواق المال التركية. تاريخ الاطلاع: 8-8-2018

يتضح من الجدول السابق أنّ عدد حسابات المستثمرين بالمنتجات المالية المركبة في تزايد خلال الفترة 2013-2017، ماعدا سنتي 2015 و2016 حيث سُجل انخفاض، وهذا راجع لتخوف المستثمرين خاصة الأجانب من الأزمات السياسية الداخلية نتيجة المسألة الدستورية. ونجد أنّ عدد حسابات المستثمرين بالمنتجات المالية المركبة كان 3306 حساب سنة 2013 ليرتفع إلى 4842 حساب سنة 2017، وهذا دليل على أنّ إدراج المنتجات المالية المركبة كان له دور في جذب عدد أكبر من المستثمرين والذي يعود بالإيجاب على تنشيط السوق المالية التركية.

## خلاصة الفصل:

من خلال ما تم التطرق له في هذا الفصل من تحليل ومقارنة لموضوع الدراسة بين كل من الجزائر، المغرب وتركيا، تم التوصل إلى:

- الوضع العام للسوق المالية الجزائرية سيئ وسلي، كما تجلّى واضحاً من خلال التحليل السابق سواء من حيث الشركات المدرجة (5 شركات)، أو ما تعلق بحجم التداول ومدى ارتباطه بحالة العرض والطلب المسجلة على صعيد كافة القيم المتداولة بالبورصة، والتي كان لجميعها انعكاس على جوانب عدة ارتبطت خاصة بعدد الصفقات المبرمة في السوق، بالإضافة إلى القيمة السوقية للبورصة. إلى جانب معدل دوران الأسهم الذي لم يرقى حتى إلى أدنى المستويات المسجلة على صعيد بعض البورصات الناشئة، والذي يطلب النهوض به لمسايرة البورصات العربية. وبإسقاط جدول لورنس وبيدرا للحكم على مدى عمق ونضج الأسواق المالية في إطار التنسيق مع السياسات الاقتصادية على السوق المالية الجزائرية، حُكم عليها بأنها في المرحلة الأولى، أي أنّها سوق صغير الحجم للأوراق المالية؛

- إنّ دراسة وتحليل السوق المالية المغربية وبالنظر إلى الأرقام التي حققتها في معايير قياس نشاط الأسواق المالية، بيّن بأنها لازالت ضعيفة وبحاجة إلى المزيد من التطوير. وبإسقاط جدول لورنس وبيدرا للحكم على مدى عمق ونضج الأسواق المالية في إطار التنسيق مع السياسات الاقتصادية على السوق المالية المغربية، حُكم عليها بأنها في المرحلة الثانية، أي في مرحلة مبدئية لتطوير السوق؛

- إنّ دراسة وتحليل السوق المالية التركية يبين حجم التطور الذي وصلت إليه والمكانة العالمية التي حظيت بها، حيث تعتبر السوق المالية التركية من الأسواق القادرة على المنافسة على الصعيد الدولي، وهذا لأدائها الإيجابي الذي حققته. وبإسقاط جدول لورنس وبيدرا للحكم على مدى عمق ونضج الأسواق المالية في إطار التنسيق مع السياسات الاقتصادية على السوق المالية التركية، حُكم عليها بأنها في المرحلة الرابعة، أي سوق مالية ناضجة؛

- يساعد التنوع في المنتجات المالية في تنشيط السوق المالية، وهذا ما ظهر في كل من السوق المالية المغربية والسوق المالية التركية، على عكس السوق المالية الجزائرية والتي لا تملك سوى 5 منتجات مالية، وبالتالي لن يكون للمستثمر فيها الكثير من الخيارات لتشكيل محفظته المالية والتقليل والسيطرة على المخاطر التي قد يواجهها؛

- تُعد المشتقات المالية والصكوك الإسلامية والمنتجات المركبة من المنتجات التي تساعد على تنشيط السوق المالية، وهذا ما ظهر في السوق المالية التركية، على عكس كلا من السوق المالية لكل من المغرب والجزائر التي تنعدم فيهما هكذا نوع من المنتجات المالية، مما إنعكس عليهما بالسلب. حيث

تبين بأنه كلما أُدرجت بسوق مالية ما منتجات مالية مستحدثة تلبي حاجات المستثمرين، تنشُط أكثر وتكون جاذبة أكثر لمتعاملين جدد، وهذا ما يعود بالإيجاب عليها، ويُمكنها من تحقيق الأدوار المنوط بها.

# الخاتمة



## الخاتمة العامة

تعد السوق المالية بمثابة جهاز لقياس قوة أو ضعف اقتصاد بلد ما، وهي دائرة من الدوائر الأساسية التي تساهم في تمويل قطاعات النشاط الاقتصادي، بتحويل الموارد المالية من الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي إلى الوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي، وهذا عن طريق المنتجات المالية المصدرة من طرف الشركات. ويُعتبر وجود سوق مالية قادرة على حشد وتخصيص الموارد المالية بكفاءة لخدمة الأغراض المنتجة من المتطلبات الأساسية لتحقيق معدلات نمو عالية وقابلة للاستمرار. وهذا كله جعل الكثير من الدول بما فيها تلك السائرة في طريق النمو والمتخلفة الاهتمام بتنشيط أسواقها المالية والارتقاء بها إلى مستوى السوق الكفؤة.

ولقد تعددت المنتجات المالية بتعدد احتياجات المتعاملين بها، حيث نجد أنّ المتعاملين بالمنتجات المالية قد يكونون محافظون يتعاملون بمنتجات مالية منخفضة المخاطر، أو يتميزون بالرشد من خلال الموازنة بين العوائد والمخاطر، أو مضاربون يرغبون بتحقيق أرباح غير اعتيادية مقابل القبول بدرجة مخاطر مرتفعة، ومنهم من يحكمهم الوازع الديني، وغيرهم من المتعاملين الذين كان لهم دور في تعدد المنتجات المالية المتداولة في الأسواق المالية.

ونتيجة لنمو الأسواق المالية وتطور المؤسسات المالية ازداد الاستثمار في المنتجات المالية، حيث أصبحت تمثل مصدرا من مصادر التمويل المهمة، وكغيرها من الاستثمارات لها عوائد ولها مخاطر ترافقها، ولهذا فعلى المتعاملين بها معرفة كيفية إدارتها وهذا باستخدام مجموعة من النماذج والأدوات. ويُعتبر تحليل المنتجات المالية أهم خطوة في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية، حيث يحتاج المتعاملون في الأسواق المالية إلى استخدام بعض أدوات التحليل التي تساعدهم في اتخاذ قرارات شراء وبيع وعدم تداول المنتجات المالية. وللتقليل والسيطرة على المخاطر المرافقة للمنتجات المالية، دائما ما تظهر منتجات مالية جديدة ومطورة تلبية لاحتياجات المتعاملين في الأسواق المالية.

هناك مجموعة من العوامل اللازمة لتنشيط الأسواق المالية والمتمثلة في: تشجيع إنشاء شركات الأموال، خلق أدوات جديدة، نشر الوعي الادخاري والاستثماري لدى الأفراد وتوفير المعلومات الكافية عن قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطها. وأثر إدارة وتطوير المنتجات المالية في تنشيط الأسواق المالية، لا يمكن أن يتحقق إلا بتحقيق العوامل السابق ذكرها. غير أنّ مساهمة إدارة وتطوير المنتجات المالية في تنشيط السوق المالية يختلف من دولة إلى أخرى، حيث يتوقف على مدى تطور أو ضعف سوقها المالية.

### نتائج اختبار الفرضيات

- **الفرضية الأولى:** "يؤدي إدراج منتجات مالية مستحدثة إلى زيادة إقبال المستثمرين على توظيف أموالهم في السوق المالية".  
من خلال ما تم عرضه في الفصل الأول من هذه الدراسة، تبين أنّ من العوامل اللازمة لتنشيط الأسواق المالية والارتقاء بها إلى مستوى السوق الكفؤة هو خلق أدوات جديدة، حيث أنّ إدراج منتجات مالية جديدة تلبي احتياجات المتعاملين في السوق المالية، سيزيد من إقبال المستثمرين على الاستثمار في الأسواق المالية، وبالتالي تنشيطها. وهو ما يؤكد صحة الفرضية.
- **الفرضية الثانية:** "يوجد منتج مالي يلبي جميع احتياجات المتعاملين في الأسواق المالية".  
من خلال ما تم عرضه في الفصل الثاني من هذه الدراسة، تبين أنّ هناك مجموعة كبيرة جدا من المنتجات المالية المتداولة بالأسواق المالية، وتختلف هذه المنتجات عن بعضها البعض في النوع والخصائص والفئة الموجهة إليها. فباختلاف شخصية المتعاملين تختلف المنتجات المالية فقد يكون المستثمر مُحافظ أو رشيد أو مضارب أو مُتدين...، وهو ما ينفي صحة الفرضية.
- **الفرضية الثالثة:** "يؤدي الاهتمام بإدارة المنتجات المالية إلى رضا المتعاملين بالسوق المالية وزيادة عددهم".  
من خلال ما تم عرضه في الفصل الثالث من هذه الدراسة، تبين أنّه كلما توفر للمتعاملين بالمنتجات المالية نماذج لإدارة مخاطرها وأدوات لتحليل أسعارها بواسطة وسيط أو سمسار أو بدونهما، وتوفرت لهم منتجات جديدة ومطورة تلبي حاجاتهم الاستثمارية زادت درجة رضاهم، وكذا جذب مستثمرين جدد لهذه الأسواق، وهو ما يؤكد صحة الفرضية.
- **الفرضية الرابعة:** "لا يوجد اختلاف فيما يخص أثر إدارة وتطوير المنتجات المالية في تنشيط الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا".  
من خلال ما تم التطرق إليه في الفصل الرابع من هذه الدراسة، تبين الاختلاف الكبير بين الأسواق المالية لكل من الجزائر المغرب وتركيا، حيث وُجد بأنّ أثر إدارة وتطوير المنتجات المالية ظهر بدرجة أكبر على السوق المالية التركية، والذي انعكس على الأداءات الإيجابية لها وتحقيقها لمؤشرات عالية، على عكس الأسواق المالية الأخرى وخاصة الجزائر التي تفتقر لأبسط متطلبات تنشيط سوقها المالية. وهو ما ينفي صحة الفرضية.

### نتائج الدراسة:

بعد عرضنا لمختلف جوانب الموضوع، ومن خلال الدراسة التفصيلية التي تضمنت مختلف الفصول وأجزاء البحث، تم التوصل للنتائج التالية:

### أولاً: نتائج الدراسة النظرية

- 1-** للسوق المالية دوراً أساسياً ومهماً في اقتصاديات الدول، حيث تمثل الإطار الذي يتم بموجبه الجمع بين الوحدات الاقتصادية ذات العجز والفائض المالي، من خلال تسهيل مهمة الدخول إلى السوق لتجميع المدخرات من مختلف الشرائح والقطاعات، وتحويلها إلى وحدات العجز بهدف زيادة الاستثمار والإنتاج؛
- 2-** السوق المالية الكفؤة هي السوق القادرة على عكس أية معلومات جديدة عن المنتجات المالية المتداولة على سعر هذه المنتجات، بمعنى آخر قدرة السوق على تقييم المنتج المالي بقيمته الحقيقية، وأن تصل جميع المعلومات إلى المستثمرين في الوقت نفسه وبنفس النوعية وبتكلفة منخفضة؛
- 3-** هناك عوامل غير عقلانية (كالإفراط في الثقة، التقليد والمحاكاة، أخطاء الإدراك وغيرها) تُؤثر على تشكل الأسعار في السوق المالية، مما أدى إلى ظهور نظرية المالية السلوكية التي تهدف إلى المزاجية بين النظرية المالية وأبحاث علم النفس بغية الوصول إلى نموذج واقعية للسلوك البشري في الأسواق المالية؛
- 4-** المؤشرات في الأسواق المالية هي وسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها، وبالتالي فهي تساعد في اتخاذ قرارات بيع وشراء المنتجات المالية؛
- 5-** إنّ التعامل في السوق المالية يكون على شكل عمليات عاجلة وأخرى آجلة، عن طريق أوامر يتلقاها الوسيط أو السمسار من العميل، لأجل القيام ببيع وشراء منتجات مالية، وتختلف هذه الأوامر باختلاف العميل وتوقعاته، وتتلخص هذه الأنواع في: الأمر السوقي، الأمر بالسعر الأفضل، الأمر بالسعر المحدد، الأمر مع التوقيف عند سعر معين، الأمر المحدد للكمية، والأمر الحر أو المطلق؛
- 6-** هناك مجموعة من العوامل اللازمة لتنشيط الأسواق المالية والارتقاء بها إلى مستوى السوق الكفؤة وهي: تشجيع إنشاء شركات الأموال، خلق أدوات جديدة، نشر الوعي الادخاري والاستثماري، توفير المعلومات الكافية عن قطاعات الأعمال المختلفة ونشاطها؛
- 7-** تتمثل الميزة التنافسية للأسواق المالية في الوضع المتفوق الذي تحصل عليه، هذا التفوق يكون في شكل إضافة قيمة لدى المتعاملين فيها، والتي تأخذ شكل تكلفة معاملات أقل مقارنة بتكاليف المنافسين، أو في شكل سرعة تداول أكبر، أو في شكل منتج متميز، وذلك بهدف جذب أكبر عدد من المتعاملين فيها، سواء كانوا مصدرين أو متداولين للأوراق المالية.
- 8-** يوجد العديد من المعايير لقياس نشاط السوق المالية ودرجة تنافسيتها، منها: معدل رسملة السوق، عدد الشركات المدرجة في البورصة، معدل قيمة التداول، معدل دوران الأسهم.

## الخاتمة العامة

**9-** تختلف أنواع المنتجات المالية باختلاف درجة قبول المستثمر للمخاطر، وستبقى الهندسة المالية تُطور وتُنتج منتجات مالية جديدة تتماشى مع الظروف الاقتصادية والمالية من جهة، وشخصية المتعاملين بها من جهة أخرى.

**10-** يحتاج المتعاملون في الأسواق المالية إلى استخدام بعض أدوات التحليل التي تساعدهم في اتخاذ القرارات الاستثمارية. أما أكثرها استعمالاً فهي التحليل الفني والتحليل الأساسي؛

**11-** يتم تسعير المنتجات المالية بعدة تقنيات وعلى عدّة مراحل تُشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين، منها: التسعير بالمناداة- التسعير بالتدرج- التسعير بالصندوق- التسعير بالمقابلة، كما توجد طريقتان للتسعير في البورصة التسعير بالتثبيت والتسعير بالتواصل؛

**12-** الاستثمار في المنتجات المالية له وجهان، وجه يُمثل العائد الذي سنتحصل عليه من هذا الاستثمار، ووجه يُمثل المخاطر التي تُرافق هذا الاستثمار، وعليه وُجب التعامل مع هذه المخاطر من خلال تحديد طبيعتها (مخاطر منتظمة أو غير منتظمة) وإدارتها ليسهل في الأخير معالجتها والسيطرة عليها أو التقليل من حدتها. وأهم أدوات قياس المخاطر نجد: الانحراف المعياري والتباين- معامل الاختلاف- معامل بيتا. كما توجد عدّة نماذج لإدارة مخاطر المنتجات المالية نذكر منها: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، نموذج تسعير المراجعة ونموذج فرانز وفاما؛

**13-** تتجسد فلسفة الهندسة المالية في تطوير مجموعة من المنتجات المالية الجديدة لإشباع حاجات المتعاملين في الأسواق المالية لا تُلبّيها المنتجات القائمة، وتُقسم عملية الهندسة المالية إلى خمس خطوات هي: التشخيص- التحليل- الإنتاج- التسعير- التخصيص.

### ثانياً: نتائج الدراسة التطبيقية

**1-** الوضع العام للسوق المالية الجزائرية سيئ وسلب، كما تجلّى واضحاً من خلال التحليل السابق سواء من حيث الشركات المدرجة (5 شركات)، أو ما تعلق بحجم التداول ومدى ارتباطه بحالة العرض والطلب المسجلة على صعيد كافة القيم المتداولة بالبورصة، والتي كان لجميعها انعكاس على جوانب عدة ارتبطت خاصة بالرسملة السوقية للبورصة. إلى جانب معدل دوران الأسهم الذي لم يرق حتى إلى أدنى المستويات المسجلة على صعيد بعض البورصات الناشئة، والذي يطلب النهوض به لمسايرة البورصات العربية. وبإسقاط جدول لورنس وبيدرا للحكم على مدى عمق ونضج الأسواق المالية في إطار التنسيق

## الخاتمة العامة

مع السياسات الاقتصادية على السوق المالية الجزائرية، حُكم عليها بأنها في المرحلة الأولى، أي أنّها سوق صغير الحجم للأوراق المالية؛

**-2** إنّ دراسة وتحليل السوق المالية المغربية وبالنظر إلى الأرقام التي حققتها في معايير قياس نشاط الأسواق المالية، بيّن أنّها لازالت ضعيفة وبحاجة إلى المزيد من التطوير. وبإسقاط جدول لورنس وبيدرا للحكم على مدى عمق ونضج الأسواق المالية في إطار التنسيق مع السياسات الاقتصادية على السوق المالية المغربية، حُكم عليها بأنها في المرحلة الثانية، أي في مرحلة مبدئية لتطوير السوق؛

**-3** إنّ دراسة وتحليل السوق المالية التركية يبين حجم التطور الذي وصلت إليه والمكانة العالمية التي حظيت بها، حيث تعتبر من الأسواق القادرة على المنافسة على الصعيد الدولي، وهذا لأدائها الإيجابي الذي حققته. وبإسقاط جدول لورنس وبيدرا للحكم على مدى عمق ونضج الأسواق المالية في إطار التنسيق مع السياسات الاقتصادية على السوق المالية التركية، حُكم عليها بأنها في المرحلة الرابعة، أي سوق مالية ناضجة؛

**-4** يساعد التنوع في المنتجات المالية في تنشيط السوق المالية، وهذا ما ظهر في كل من السوق المالية المغربية والسوق المالية التركية، على عكس السوق المالية الجزائرية التي لا تملك سوى 5 منتجات مالية، وبالتالي لن يكون للمستثمر فيها الكثير من الخيارات لتشكيل محفظته المالية والتقليل والسيطرة على المخاطر التي قد يواجهها؛

**-5** تُعد المشتقات المالية والصكوك الإسلامية والمنتجات المالية المركبة من المنتجات التي تساعد على تنشيط السوق المالية، وهذا ما ظهر في السوق المالية التركية، على عكس كلا من الأسواق المالية للمغرب والجزائر التي تنعدم فيهما هكذا نوع من المنتجات المالية خلال فترة الدراسة، مما إنعكس عليهما بالسلب. حيث وُجد أنّه كلما أُدرجت بسوق مالية ما منتجات مالية مستحدثة تلي حاجات المستثمرين، تنشُط أكثر وتكون جاذبة أكثر لمعاملين جدد، وهذا ما يعود بالإيجاب عليها، ويُمكنها من تحقيق الأدوار المنوط بها.

### الاقتراحات والتوصيات

بناء على النتائج التي تم التوصل إليها من خلال هذه الدراسة لإشكالية أثر إدارة وتطوير المنتجات المالية على تنشيط السوق المالية، ومقارنة هذا الأثر بين كل من الجزائر المغرب وتركيا. فيما يلي مجموعة من الاقتراحات والتوصيات التي يمكن للسوق المالية الجزائرية الاستفادة منها:

1. استكمال الأطر القانونية والمؤسسية للسوق المالية الجزائرية، ومراجعة التشريعات القائمة، والتركيز على إيجاد قوانين مرنة تسمح باستيعاب التطورات المتوقعة، وتكون قادرة على التكيف مع المتغيرات المستجدة، وقادرة على تيسير التعامل وتوفير الحماية للمتعاملين، الأمر الذي يساهم في استحداث الأنظمة والتعليمات التي تُسهّم في تنشيط التعامل بالسوق المالية، وتيسيره واستقراره وحمايته من التصرفات والأنشطة الضارة؛
2. ضرورة إعداد الكوادر البشرية المتخصصة التي تشرف على عمليات إصدار وتداول المنتجات المالية بأنواعها؛
3. تنمية الوعي المالي لدى أفراد المجتمع من خلال عمل خطة إعلامية للتعريف بفرص ومزايا الاستثمار في السوق المالية؛
4. توفير مواد تثقيفية بشأن استخدام السوق المالية لصالح المؤسسات الصغيرة والمتوسطة وذات الملكية الأسرية؛
5. تشجيع إنشاء نوادي الاستثمار التي تساهم في زيادة الوعي الاستثماري في المنتجات المالية، وبناء جيل من المستثمرين المثقفين يمكن الاعتماد عليه؛
6. تنوع المنتجات المالية المتداولة في السوق المالية الجزائرية، مما يزيد من فرص الاختيار أمام المتعاملين وفق مصالحهم واتجاهاتهم، وبما يُعزّي المدخرين بالتعامل في السوق المالية الجزائرية، وبالتالي توسيع الأسواق الثانوية بما يُساعد على توفير السيولة بالسوق المالية باستمرار؛
7. ضرورة إدخال منتجات مستحدثة غير المنتجات التقليدية للسوق المالية كالمشتقات المالية والصكوك الإسلامية والمنتجات المالية المركبة، بغية تنشيطها من خلال جذب عدد كبير من المستثمرين بها؛
8. ضرورة العمل على توفير الكفاءة المعلوماتية للسوق مما يؤدي إلى رفع وتطوير كفاءة السوق عموماً؛
9. تحسين مستوى الالتزام بلائحة حوكمة الشركات ودراسة أفضل ممارسات الحوكمة.

### آفاق البحث

بعد البحث في موضوع إدارة وتطوير المنتجات المالية وأثر ذلك على تنشيط السوق المالية، وكذا مقارنة هذا الأثر بين كل من الجزائر المغرب وتركيا، برزت بعض الجوانب والإشكالات الجديدة بمواصلة البحث فيها لأهميتها النظرية والتطبيقية، ومنها:

1. المقاربات الكمية والنوعية المستخدمة في إدارة مخاطر السوق في المؤسسات المالية المدرجة في الأسواق المالية؛
2. آليات تنمية الوعي المالي للمجتمع الجزائري بالاستفادة من تجارب دول أخرى؛
3. تقنيات إدارة المخاطر في الأسواق الناشئة وفقا لمبادئ بازل 3؛
4. أهمية المنتجات المالية المركبة في تنشيط الأسواق المالية.

# قائمة المراجع



قائمة المراجع:

أولاً: باللغة العربية

أ. الكتب:

- 1- أجين برغام، ترجمة وإعداد محمود فتوح وآخرون، الإدارة المالية 01: مفاهيم أساسية تقييم الأدوات المالية، شعاع للنشر والعلوم، الطبعة الأولى، سورية، حلب، 2010.
- 2- أسامة نائل المحيسن، الوجيز في الشركات التجارية والإفلاس، دارالثقافة للنشر، الطبعة 1، عمان، الأردن، 2008
- 3- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الطبعة الأولى، 2010.
- 4- أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية: أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى 2007.
- 5- أجين برغام، ترجمة وإعداد محمود فتوح وآخرون، الإدارة المالية 1: مفاهيم أساسية تقييم الأدوات المالية، الطبعة الأولى، 2010، شعاع للنشر والعلوم، حلب\_سورية.
- 6- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان-الأردن، 2004.
- 7- أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية " إطار في التنظيم وتقييم الأدوات"، دار اليازوري، ط1، عمان، الأردن، 2010.
- 8- إيمان فاضل السامرائي، هيثم محمد الزعبي، نظم المعلومات الإدارية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2004.
- 9- بني هاني عبد الرزاق، الاقتصاد القياسي نظرية الانحدار البسيط والمتعدد، الطبعة 1، دار وائل للنشر والتوزيع: عمان، الأردن، 2014.
- 10- تومي صالح، "مدخل لنظرية القياس الاقتصادي"، ج1، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
- 11- تومي صالح، مدخل لنظرية القياس الاقتصادي، الجزء الثاني، الطبعة 2، ديوان المطبوعات الجامعية: الجزائر، 2010.
- 12- جبار محفوظ، تنظيم وإدارة البورصة، دار هومة للنشر، ط 1، الجزائر، 2002.
- 13- جبار محفوظ، سلسلة التعريف بالبورصة: الجزء الثاني، الأوراق المالية المتداولة في البورصات والأسواق المالية، دار هومة، الطبعة الأولى 2002

- 14- جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات، والاستراتيجيات، الجزء الثاني (الأسواق والأدوات المالية)، دار الهدى للطباعة والنشر والتوزيع، الطبعة الأولى 2011.
- 15- جبار محفوظ، الأسواق المالية- الجزء الأول: مفاهيم أساسية، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017.
- 16- جبار محفوظ، الأسواق المالية- الجزء الثالث: استراتيجيات الاستثمار والتحوط، دار هومة للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2017.
- 17- جمال جويدان الجمل، دراسات في الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى 2002.
- 18- حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، دار اليازوردي العلمية للنشر والتوزيع، عمان-الأردن، 2018.
- 19- حمدي عبد العظيم، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، المكتب الجامعي الحديث، مصر، طبعة 2012.
- 20- خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، دار المسيرة للنشر والطباعة، الطبعة الأولى، عمان، 2008.
- 21- دريد كامل ال شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، عمان، الطبعة الثانية، 2009.
- 22- دريد آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوردي للنشر، الأردن، 2009.
- 23- دريد كامل آل شبيب، الأسواق المالية والنقدية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2012.
- 24- دومينيك سلفاتور، "الإحصاء والاقتصاد القياسي"، الدار الدولية للاستثمارات الثقافية، القاهرة، مصر، ط3، 2012.
- 25- زياد رمضان، مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، القاهرة، 2007.
- 26- سمير عبد الحميد رضوان، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعتها، دار النشر للجامعات، مصر، الطبعة الأولى، 2005.
- 27- سليمان أبو صباح، الإدارة المالية، الشركة العربية للتسويق والتوريدات، القاهرة، طبعة 2008.
- 28- سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم -حالة سلطنة عمان، دار الراية، الطبعة الأولى، الأردن، 2013.

- 29- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الدراية، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.
- 30- شقيري نوري موسى وآخرون، إدارة المخاطر، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الطبعة الأولى، 2012.
- 31- شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي -دراسة تحليلية نقدية، دار الفكر، دمشق، الطبعة الأولى 2002.
- 32- صلاح الدين حسن السيبي، بورصات الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح)، عالم الكتب للنشر والتوزيع والطباعة، القاهرة، الطبعة الأولى 2003.
- 33- ضياء مجيد، البورصات: أسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، طبعة 2008.
- 34- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2000.
- 35- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية المفاهيم-إدارة المخاطر المحاسبية، الدار الجامعية الإسكندرية، مصر، 2001.
- 36- طارق عبد العال حماد، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002.
- 37- طارق عبد العال حماد، التقارير المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2006.
- 38- فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية، 2008.
- 39- عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطورها، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2008.
- 40- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمارات، الخيارات)، الدار الجامعية، الإسكندرية، طبعة 2000.
- 41- عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص، البورصات والمؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، طبعة 2002.
- 42- عبد الغفار حنفي، بورصات الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، الإسكندرية، 2002.
- 43- عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004.
- 44- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (أسهم، سندات، وثائق الاستثمار، الخيارات)، الدار الجامعية، 2005.

- 45- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، مؤسسة الرسالة ناشرون، دمشق - سوريا، الطبعة الأولى 2008.
- 46- عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، شركة البلاغ للطباعة، مصر، الطبعة 6، 2004.
- 47- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة، الأردن، 2007.
- 48- مائير موهين، ترجمة عبد الحكم أحمد الخزامي، الأسواق والمؤسسات المالية: الفرص والمخاطر، دار الفجر للنشر والتوزيع، القاهرة، 2007.
- 49- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز إشبيليا للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية، ج 1، 2005.
- 50- محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، اشتراك للنشر والتوزيع، 1996.
- 51- محمد أحمد حلمي الطواي، البورصات وسوق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي، دار الفكر الجامعي، مصر، 2011.
- 52- محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي والفني، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- 53- محمد الحناوي، وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، طبعة 2007.
- 54- محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2007.
- 55- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
- 56- محمد مطر، موسى السويطي، التأصيل النظري للممارسات المهنية المحاسبية في مجالات: القياس، العرض، الإفصاح، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الثانية، 2008.
- 57- محمد محمود الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
- 58- مصطفى يوسف كافي، بورصة الأوراق المالية، دار مؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، دمشق-سوريا، الطبعة الأولى 2009.

- 59- هاشم فوزي دباس العبيدي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2007.
- 60- هندي منير ابراهيم، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999.
- 61- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
- ب. الأبحاث والمجلات:
- 1- أحمد بن عبد العزيز الحداد، الأسهم والسندات تصور وأحكام، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات آفاق وتحديات، كلية الشريعة والقانون، جامعة أم القرى، 2007.
- 2- السعيد بريكة وسناء مرابطي، دور الصكوك الإسلامية في تمويل التنمية الاقتصادية -تجربة السودان نموذجاً، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، العدد الخامس، جوان 2017.
- 3- الشريف ريجان، الطاوس حمداوي، بورصة الجزائر -رهانات وتحديات التنمية الاقتصادية، مجلة التواصل في العلوم الانسانية والاجتماعية، عدد 34، جوان 2013.
- 4- أوصاف عتيقة، عاشور سهام ، مكانة الأسواق المالية في الاقتصاديات العربية وعوامل رفع كفاءتها، جامعة محمد خيضر-بسكرة.
- 5- بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية- دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 30، العدد 89.
- 6- بشار ذنون الشكرجي وآخرون، التحليل الفني ودوره في اتخاذ قرار الاستثمار بالأوراق المالية - دراسة تحليلية في عينة من أسواق المال في الخليج، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، جامعة تكريت، العدد 17، 2010.
- 7- بشير الزغبي، تأثيرات العوامل الاقتصادية الكلية في المؤشر العام لأسعار السهم في سوق عمان، مجلة دراسات العلوم الإدارية، مجلد 27، جامعة الأردن، 2000.
- 8- بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، عدد 7، سنة 2009-2010.
- 9- بلفيطح رمة، اختبار نموذج السير العشوائي في بورصة الجزائر- تحليل سلوك المؤشر **Dzair Index** للفترة 2008-2015، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية، العدد 17.
- 10- بن الضب علي، بلقاسم حليلة، نموذج توازن الأصول الرأسمالية بين نظرية المالية السلوكية وكفاءة أسواق المال دراسة تطبيقية لشركات صناعية مدرجة بالبورصة السعودية خلال الفترة

- 2011-2014، مجلة أبحاث اقتصادية وإدارية، العدد الثامن عشر، ديسمبر 2015، جامعة محمد خضر بسكرة.
- 11- بن شني عبد القادر، أثر السياسة النقدية على سوق الأوراق المالية في الجزائر، مجلة المالية والأسواق، جامعة مستغانم، المجلد 2، العدد 3.
- 12- بن موسى كمال، المحفظة الاستثمارية -تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، العدد 3، سنة 2004.
- 13- بوبكر شماحي، عبد الغني دادن، تقييم أداء محافظ القيمة في ظل كفاءة الأسواق المالية- دراسة اختبارية في سوق سنغافورة المالي خلال الفترة (2003-2016)، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، عدد 03، 2017.
- 14- بوداب سهام، صناعة الهندسة المالية الإسلامية: الواقع والتحديات، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، العدد الثامن، ديسمبر 2017.
- 15- تكثرشارت، دليل تكثرشارت للتحليل الفني. على الموقع: [www.book.yemenforex.com/tickerchart.pdf](http://www.book.yemenforex.com/tickerchart.pdf)
- 16- حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، مجلة جسر التنمية، سلسلة دورية تُعنى بقضايا التنمية في الدول العربية، العدد 27، مارس 2004.
- 17- حسن مشرقي، أيمن الشهاب، اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة جامعة البعث، المجلد 36، العدد 1، 2014.
- 18- حسين قبلان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية: دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية والتسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية والتسيير، سطيف العدد 11 لسنة 2011.
- 19- زكريا يحيى الجمال، "اختيار النموذج في نماذج البيانات الطولية الثابتة والعشوائية"، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، ع21، 2012.
- 20- شاكر نجات محمود، استراتيجية إدارة المخاطر في شركات التأمين التعاوني الاسلامي، مجلة جامعة المدينة العالمية، العدد الرابع، السعودية، 2012.
- 21- فتح عبد الرحمان علي محمد صالح، أدوات سوق النقد الإسلامية، مدخل الهندسة المالية الإسلامية، مجلة المصري، المجلد 26، بنك السودان، الخرطوم، ديسمبر 2002.
- 22- عادل عبد العظيم، اقتصاديات الاستثمار: النظريات والمحددات، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد 67، نوفمبر 2007.
- 23- عبد الحليم غربي، الابتكار المالي في البنوك الإسلامية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 09، 2009.

- 24- عبد الرحمان نعجة، التمويل السلوكي، مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية.
- 25- عبد الرحيم عبد الرحمان الساعاتي، نحو مشتقات مالية إسلامية لإدارة المخاطر التجارية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 2، جدة، السعودية، 1999.
- 26- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة الاقتصاد الإسلامي، جامعة الملك عبد العزيز، المجلد 20، العدد 2، 2007.
- 27- عبد اللطيف مصطفى، عبد الله عيشل، العلاقة بين العائد والمخاطرة النظامية في بورصة الدار البيضاء، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية، عدد 03، 2017.
- 28- عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية (البورصة) في ميزان الفقه الإسلامي.
- 29- قمحوي أباطة عبد الله، بحث بعنوان: أهمية الإشراف والرقابة على سوق التأمين السعودي، مركز البحوث بجامعة الملك سعود، السعودية.
- 30- محمد إبراهيم خليل، دور حوكمة الشركات في تحقيق جودة المعلومات المحاسبية وانعكاساتها على سوق الأوراق المالية -دراسة تطبيقية.
- 31- مفتاح صالح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية: دراسة لواقع أسواق الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، عدد 07، 2009-2010.
- 32- منذر قحف، سندات الإجارة والأعيان المؤجرة، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، البنك الإسلامي للتنمية، السعودية.
- 33- ميسون علي حسين، الأوراق المالية وأسواقها مع الإشارة إلى سوق العراق للأوراق المالية تأطيرن ظري، مجلة جامعة بابل، كلية العلوم الإنسانية، المجلد 21، العدد 1، 2013.
- 34- ناصر المهدي، الإصلاحات المالية في الجزائر، مجلة آفاق/ العدد: 04 - 2005.
- 35- نورين بومدين، منتجات الهندسة المالية كمدخل لتفعيل وظيفة سوق الأوراق المالية، مجلة دورية نصف سنوية تصدر عن كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، المجلد الخامس، العدد العاشر، 2013.
- 36- هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية، المعايير الشرعية للمؤسسات المالية الإسلامية، البحرين، 2007.
- 37- وكالة دعم وتشجيع الاستثمار، أهم عشرة أسباب للاستثمار في تركيا.
- 38- ياسر شاهين، كفاءة بورصة فلسطين ودورها في دعم الاقتصاد الوطني، مجلة أمابارك، المجلد الثالث، العدد الخامس، 2012.

ج. الرسائل الجامعية:

- 1- الصعيدي إسماعيل جميل، العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي، جامعة الأزهر- غزة، رسالة ماجستير، 2011.
- 2- بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول النامية -دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه، جامعة أبي بكر بلقايد -تلمسان، 2012-2013.
- 3- حسن السلطان، إدارة مخاطر الاستثمار المالي، رسالة ماجستير، جامعة دمشق، 2009.
- 4- حسين عبد المطلب الأسرج، دور سوق الأوراق المالية في تنمية الادخار في مصر، رسالة ماجستير، جامعة الزقازيق، مصر، 2002.
- 5- سمير عبد الدايم حسن العويسي، تحليل اتجاهات المستثمرين الأفراد في سوق فلسطين للأوراق المالية، دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، 2010.
- 6- صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجريبية جمهورية مصر العربية، أطروحة دكتوراه، جامعة الجزائر 3، 2011-2012.
- 7- فؤاد عبد الحميد حسن النواجحة، قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين -دراسة تحليلية مقارنة، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، 2014.
- 8- كتاف شافية، دور الأدوات المالية الإسلامية في تنشيط وتطوير السوق المالية الإسلامية- دراسة تطبيقية لتجارب بعض الأسواق المالية العربية والإسلامية، أطروحة دكتوراه، جامعة سطيف 1، 2014.
- 9- ماجد إسماعيل أبو حمام، أثر تطبيق قواعد الحوكمة على الإفصاح المحاسبي وجودة التقارير المالية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية غزة، 2009.
- 10- محمد علي محمد علي، إدارة المخاطر المالية، أطروحة دكتوراه، جامعة القاهرة، مصر، سنة 2005.
- 11- هامل دليلة، أثر تطبيق الحوكمة على الملاءة المالية لشركات التأمين التكافلي -دراسة قياسية لبعض شركات التأمين التكافلي الماليزية والإماراتية، أطروحة دكتوراه، جامعة سطيف 1، 2018-2019.

د. الملتقيات والندوات:



- 1- أوصالح عبد الحليم، فعالية الهندسة المالية في التحول نحو الاقتصاد الأخضر، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية بين الصناعة المالية التقليدية والصناعة المالية الإسلامية، يومي 5 و 6 ماي 2014، جامعة سطيف1.
- 2- برحاييلية بدر الدين، إدراج الصكوك الإسلامية في القانون الجزائري، الملتقى الدولي الثاني للصناعة المالية الإسلامية: آليات ترشيد الصناعة المالية الإسلامية، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، يومي 8 و9 ديسمبر 2013.
- 3- بن رحم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، مداخلة مقدمة للملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، خلال الفترة 20 إلى 21 أكتوبر 2009.
- 4- بن علي بلعوز، عبد الكريم قندوز، استخدام الهندسة المالية الإسلامية في إدارة المخاطر بالمصارف الإسلامية، مداخلة مقدمة للمؤتمر العلمي الدولي السنوي السابع: إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، جامعة الزيتونة الأردنية، أفريل 2007.
- 5- بوسبعين تسعديت، المشتقات المالية كأداة للتحوط من المخاطر المتعلقة بالمعلومات المحاسبية، ملتقى دولي تحت عنوان: إدارة المخاطر المالية وأثرها على اقتصاديات العالم، جامعة العقيد أكلي محند، البويرة.
- 6- حامد بن حسن بن محمد علي ميرة، صكوك الحقوق المعنوية، ورقة عمل مقدمة إلى ندوة "الصكوك الإسلامية: عرض وتقويم"، المملكة العربية السعودية، 2010.
- 7- خليفة بابكر الحسن، حكم وقف الأسهم والصكوك والمنافع، الدورة التاسعة عشر لمجمع الفقه الإسلامي الدولي، الإمارات العربية المتحدة، 2009.
- 8- سحنون محمود، محسن سميرة، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، مداخلة مقدمة للملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.
- 9- عبد الكريم أحمد قندوز، الهندسة المالية واضطراب النظام المالي العالمي، محور البحث: التمويل الإسلامي في مقابل التمويل التقليدي، مؤتمر الأزمة الاقتصادية العالمية من منظور الاقتصاد الإسلامي، مؤتمر كلية العلوم الإدارية الدولي الرابع، جامعة الكويت، من 15-16 ديسمبر 2010.

- 10- كمال توفيق حطاب، الصكوك الاستثمارية الإسلامية والتحديات المعاصرة، مؤتمر المصارف الإسلامية بين الواقع والمأمول، دائرة الشؤون الإسلامية والعمل الخيري، دبي، 31 ماي -3 جوان 2009.
- 11- مجدي الشرجي، "أثر تكنولوجيا المعلومات والاتصالات على النمو الاقتصادي في الدول العربية"، بحث مقدّم في ملتقى "رأس المال الفكري في متطلبات العمال العربية في الاقتصاديات الحديثة"، جامعة الشلف، 2013.
- 12- محمد بن علي العقلا، الوظائف الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية، بحث مقدم لمؤتمر أسواق الأوراق المالية والبورصات: آفاق وتحديات، المنعقد في الفترة 6\_8 مارس 2006، المجلد الأول.
- 13- محمد عمر جاسر، نحو منتجات مالية إسلامية مبتكرة، المحور الثالث: صيغ التمويل الإسلامية وتطوير المنتجات (الخدمات) الإسلامية، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر المصارف الإسلامية اليمنية المقام تحت عنوان " الواقع. وتحديات المستقبل"، تنظيم نادي رجال الأعمال اليمنيين في الفترة 20-21 مارس 2010 صنعاء - الجمهورية العربية اليمنية.
- 14- هاجر سعدي، لامية لعلام، دور الهندسة المالية الإسلامية في ابتكار منتجات مالية إسلامية -العقود المالية المركبة نموذجاً، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي حول: منتجات وتطبيقات الابتكار والهندسة المالية، جامعة فرحات عباس1، الجزائر، يومي 5 و6 ماي 2014
- 15- معطي الله خير الدين، شرياق رفيق، الصكوك الإسلامية كأداة لتمويل مشاريع التنمية الاقتصادية، الملتقى الدولي حول: مقومات تحقيق التنمية المستدامة في الاقتصاد الإسلامي، جامعة قلمة، يومي 3 و4 ديسمبر 2012.
- 16- وليد خالد الشايحي وعبد الله يوسف الحجى، الصكوك الإسلامية، مؤتمر دبي حول المصارف الإسلامية بيم الواقع والمأمول، 2009.
- 17- ياسر شاهين، دور الوعي الاستثماري في كفاءة واستقرار الأسواق المالية-سوق فلسطين للأوراق المالية: عقد من الصمود والانجاز والتحدى، مداخلة مقدمة إلى الملتقى السنوي الأول لسوق رأس المال الفلسطيني، 2007.
- 18- يوسف بن عبد الله الشيبلي، الضوابط الشرعية لتداول الأسهم والصكوك والوحدات الإستثمارية، ندوة الصكوك الإسلامية، جدة، 2010.

#### هـ. التقارير:

- 1- التقارير السنوية لبورصة الجزائر.
- 2- التقارير السنوية للجنة تنظيم ومراقبة البورصة.
- 3- التقارير السنوية لصندوق النقد العربي.

4- التقارير السنوية لبورصة الدار البيضاء.

5- التقارير السنوية لبنك المغرب المركزي.

و. القوانين:

1- المادة 715 مكرر 42 من القانون التجاري، المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25 أفريل 1993.

2- المرسوم التنفيذي رقم 91-170 المؤرخ في 28 ماي 1991، الذي يحدد أنواع القيم المنقولة وأشكالها وشروط إصدار شركات رؤوس الأموال لها، الجريدة الرسمية العدد 26، الصادر في 1 جوان 1991.

3- نظام رقم 01-12 مؤرخ في 12 يناير سنة 2012 يعدل و يتمم النظام رقم 97-03 المؤرخ في 18 نوفمبر سنة 1997 و المتعلق بالنظام العام لبورصة القيم المنقولة.

ثانيا: باللغة الأجنبية

أ. الكتب:

- 1- Badi.H.Baltagi, "Econometric Analysis of Panel Data", 3<sup>rd</sup>, John Wiley and Sons, England, 2005.
- 2- Frank Fabozzi, **The theory and practice of investment management**, JOHN WILEY, Canada, 2002.
- 3- Jaque teulie, Patrik Topsacalian, **Finance**, 2eme éditon, Vuibert, France, 1997.
- 4- Janes.C, **Investment analysis and Management**, 50hn uniley us sons.inc.New york.USA Fifth Editian 1996, Part I.
- 5- Jeff Madura, "**Financial institution and markets**" , Seventh edition, Thomson, south- western, 2006.
- 6- Joel Priolon, **Les marchés financiers**, AGRO, Paris, 2010.
- 7- John J.Murphy, **Technical Analisis of The Financial Markets**, institute of finance, london, 1999.
- 8- Josef Christl, **Financial Instruments Structured Products Handbook**, Oesterreichische National bank, Vienna, 2004.
- 9- Jossette Peyrad, **La bourse**, Vuibert, 5 ème edition, 1997.
- 10- Herbert Mayo, **Investment : An Introduction**, THOMSON, United States of America, 2008.
- 11- Marie-Agnès Leutenegger, **Gestion de portefeuille et théorie des marchés financiers**, ECONOMICA, Paris, 3<sup>e</sup> ED, 2010.

- 12- Michel Albouy, **Finance**, ECONOMICA, Paris, 3<sup>e</sup> ED, 2010.  
 13- simonyrees, **Encyclopédie des marchés financiers**, Economica, paris, 1997.

ب. الأبحاث والمجلات:

1. Asyraf Wajdi Dusuki, Shabnam Mokhtar, **The Concept and Operations of Swap as a Hedging Mechanism for Islamic Financial Institutions**, International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance, Malaysia, 2010.
2. BNP paribas Equities and Derivatives Handbook.
3. çakmak-gokçe Avukatlik, **Building The Turkish sukuk market : One step at a time**, 2016.
4. Clive Gaunt, **Size and book to market effects and the Fama French three factor asset pricing model: evidence from the Australian stock market**, Accounting & Finance, volume 44, issue 1, 2004.
5. - Dhrymes, P. J. Friend, I. and, Gultekin, B. N. "A Critical Re-Examination of the Empirical Evidence on the Arbitrage Pricing Theory", The Journal of Finance, Vol. 39, No. 2, June – 1984.
6. Fama.E and French. K, **The Cross-Section of Expected Returns**, Journal Of Finance, 1992.
7. -Frees. A, Kim, "**Longitudinal and Panel Data**", University of Wisconsin, Madison, 2007.
8. French, K.R., Schwert, G.W. and Stanbaugh, R.F. "**Expected Stock Returns and Volatility**", Journal of Financial Econom-ics, (1987), Vol. 19 Issue 1
9. Jack Marshall, **What Is Financial Engineering**, available at: [www.fenews.com/what-is-fe/htm](http://www.fenews.com/what-is-fe/htm)
10. - **John Bracchini & all**, Fama-French Factors: Predictability and Asset Allocation, **2002**, p: **03**, available at: [https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453\\_2002/LCLAM/LCLA M.doc](https://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Teaching/BA453_2002/LCLAM/LCLA M.doc)
11. Hélène Rainelli –Le Montagner, **Des marchés et des homes**.
12. Masanobu Taniguchi, Junichi hirukawa, kenichiro TaMaki, **Optimal Statistical Inference in Financial Engineering**, Taylor & Francis Group, 2008.
13. Mohammad Salam Al-Shiab, **The Enfluence of Monetary and Fiscalpolicies on The Capital Market : a Vector Autoregressive(VAR) Model**, Journal of Administration and Economic Sciences, Qassim University, Vol1 N0 2, 2008.
14. Nashwa .G, **Audit commitee: The solution to Quality Financial Reporting**, The CPA journal, December, 2003 .
15. options industry council, **Analysis on Structured Products and Listed Equity Option in Europe : An Industry Overview and Future Prospects**, part 2, European Structured Product Market Overview, 2015.
16. Pietro Millosovich, **Overview of financial markets and instruments**, University of Trieste, Italy, 2007.
17. Price water house Coopers, **Listing in Borsa İstanbul A detailed analysis**, 2016.
18. Robert C.Merton, **A Functional Perspective of Financial Intermediation**, a research in: financial Management, vol 24, 1995.
19. Shahid Jamil, **Valuation of Structured Products -Pricing of CommodityLinked Notes-**, Department of Business Studies, Aarhus School of Business, University of Aarhus, February 2011.
20. Sherin kunhibava, **Derivatives in Islamic Finance**, International Shari'ahResearchAcademy For Islamic Finance, Malaysia, 2010.
21. Z.EREN KOÇYİĞİT, **the use of retail structured products and their application in turkey**, İSTANBUL universiti , 2010.

ج. الرسائل الجامعية:

- 1- Clotide Wetzter, **la finance comportementale : d'une meilleure compréhension à une nouvelle régulation des marchés financiers**, thèse de master, université Paris 2 Panthéon Assas, 2008-2009.
- 2- Dhekra Azouzi, **Essai en finance comportementale ; Les biais psychologiques et leurs implications sur les prix** : enjeux conceptuels et portées pratiques (cas de marché financier tunisien), Thèse de Master, faculté sciences économiques et de gestion, université Tunis, El-Manar, juin 2006.

د. التقارير:

- 1- International Islamic Financial Market, A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market, Kingdom Of Bahrin, July 2017, 6 Th Edition.
- 2- The Central Bank of the Republic of Turkey, Annual reports, 2005-2016.
- 3- Capital Markets Board of Turkey, annual reports, 2005-2016.
- 4- Borsa Istanbul, annual reports, 2005-2016.
- 5- The World Federation of Exchanges, Second Annual Report for 2016.

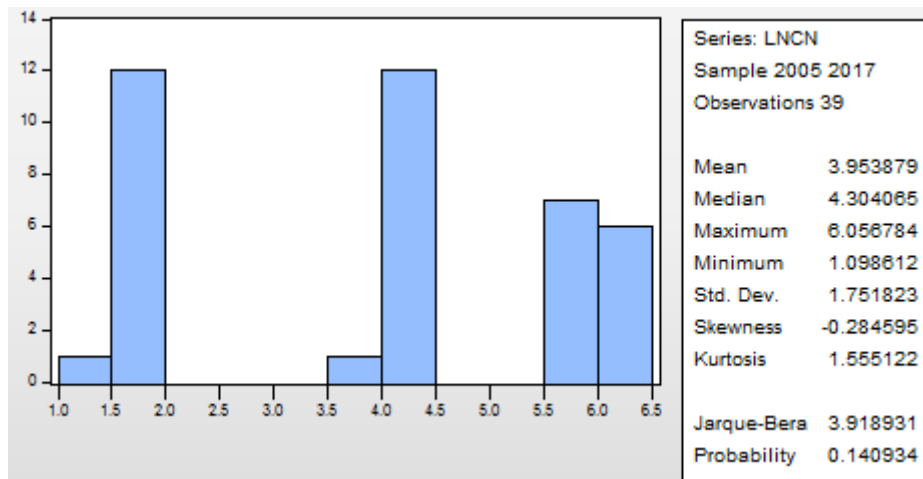
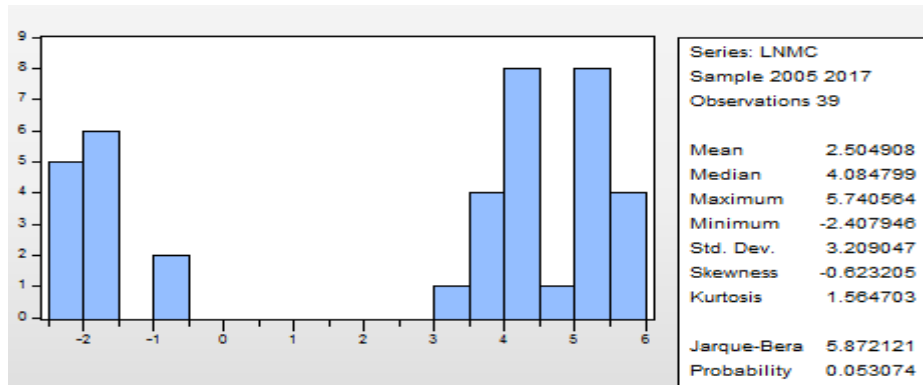
و. مواقع الانترنت:

1. <http://www.kantakji.com>.
2. [www.instituteurolace.com](http://www.instituteurolace.com)
3. <http://iefpedia.com>
4. [www.ac.ly](http://www.ac.ly)
5. [www.almsal.com](http://www.almsal.com)
6. [www.avatrade.sa.com](http://www.avatrade.sa.com)
7. [www.swissfs.sa.com](http://www.swissfs.sa.com)
8. <https://fr.scribd.com>
9. [www.book.yemenforex.com](http://www.book.yemenforex.com)
10. - [www.arab.api.org](http://www.arab.api.org)
11. <http://nozdr.ru/data/media/biblioteka>
12. [www.fenews.com](http://www.fenews.com)
13. [www.bankofsudan.org](http://www.bankofsudan.org)
14. <http://www.people.hbs.edu>
15. [www.world-exchanges.org](http://www.world-exchanges.org)
16. <http://www.joradp.dz>
17. <http://users.ictp.it>
18. [www.iifm.net](http://www.iifm.net)
19. [www.sgbv.dz](http://www.sgbv.dz)

20. [www.cosob.org](http://www.cosob.org)
21. [www.bank-of-algeria.dz](http://www.bank-of-algeria.dz)
22. [www.casablanca-bourse.com](http://www.casablanca-bourse.com)
23. [data.worldbank.org](http://data.worldbank.org)
24. [www.amf.org.ae](http://www.amf.org.ae)
25. [www.pwc.com.tr](http://www.pwc.com.tr)
26. [www.invest.gov.tr](http://www.invest.gov.tr)
27. [www.borsaistanbul.com](http://www.borsaistanbul.com)
28. [www.cmb.gov.tr](http://www.cmb.gov.tr)
29. [www.fr.investing.com](http://www.fr.investing.com)
30. [www.tspb.org.tr](http://www.tspb.org.tr)
31. [www.tcmb.gov.tr](http://www.tcmb.gov.tr)
32. [www.statista.com/statistics/418843/turkey-key-interest-rates/](http://www.statista.com/statistics/418843/turkey-key-interest-rates/)
33. [www.gkcpartners.com](http://www.gkcpartners.com)

الملاحق

ملحق رقم (01): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للمتغيرين  $\ln mc$ ,  $\ln cn$





الملحق رقم (02): نتائج اختبار استقرارية السلسلة الخاصة بـ lnmc

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)  
 Series: LNMC  
 Date: 11/12/19 Time: 14:14  
 Sample: 2005 2017  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Automatic selection of maximum lags  
 Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1  
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel  
 Total number of observations: 35  
 Cross-sections included: 3

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu *	-2.58077	0.0049

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)  
 Series: LNMC  
 Date: 11/12/19 Time: 14:15  
 Sample: 2005 2017  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Automatic selection of maximum lags  
 Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1  
 Total number of observations: 35  
 Cross-sections included: 3

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	16.3408	0.0120
ADF - Choi Z-stat	-1.90963	0.0281

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)  
 Series: LNMC  
 Date: 11/12/19 Time: 14:16  
 Sample: 2005 2017  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett ke...  
 Total (balanced) observations: 36  
 Cross-sections included: 3

Method	Statistic	Prob.**
PP - Fisher Chi-square	20.2152	0.0025
PP - Choi Z-stat	-2.28431	0.0112

## الملحق (03): نتائج اختبار استقرارية السلسلة الخاصة بـ lncn

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)  
 Series: LNCN  
 Date: 11/12/19 Time: 14:20  
 Sample: 2005 2017  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Automatic selection of maximum lags  
 Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1  
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel  
 Total number of observations: 35  
 Cross-sections included: 3

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-3.51705	0.0002

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)  
 Series: LNCN  
 Date: 11/12/19 Time: 14:22  
 Sample: 2005 2017  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Automatic selection of maximum lags  
 Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 1  
 Total number of observations: 35  
 Cross-sections included: 3

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	26.9159	0.0002
ADF - Choi Z-stat	-3.10249	0.0010

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)  
 Series: LNCN  
 Date: 11/12/19 Time: 14:22  
 Sample: 2005 2017  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett ke...  
 Total (balanced) observations: 36  
 Cross-sections included: 3

Method	Statistic	Prob.**
PP - Fisher Chi-square	35.8127	0.0000
PP - Choi Z-stat	-3.72428	0.0001

الملحق (04): نماذج البانل للمتغيرين  $lnmc, lncn$   
 نتائج تقدير النموذج التجميعي للمتغيرين  $lnmc, lncn$

Dependent Variable: LNMC  
 Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
 Date: 11/12/19 Time: 15:32  
 Sample: 2005 2017  
 Periods included: 13  
 Cross-sections included: 3  
 Total panel (balanced) observations: 39  
 Linear estimation after one-step weighting matrix  
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-4.491720	0.276784	-16.22826	0.0000
LNCN	1.725527	0.058887	29.30251	0.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.948547	Mean dependent var	2.733936
Adjusted R-squared	0.947156	S.D. dependent var	3.640120
S.E. of regression	0.795425	Sum squared resid	23.40996
F-statistic	682.1026	Durbin-Watson stat	0.382996
Prob(F-statistic)	0.000000		

نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة للمتغيرين  $lcmn, lncn$

Dependent Variable: LNMC  
 Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
 Date: 11/12/19 Time: 15:38  
 Sample: 2005 2017  
 Periods included: 13  
 Cross-sections included: 3  
 Total panel (balanced) observations: 39  
 Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.260914	1.321832	-0.197389	0.8447
LNCN	0.699521	0.334112	2.093675	0.0436

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.983161	Mean dependent var	4.035336
Adjusted R-squared	0.981718	S.D. dependent var	3.864077
S.E. of regression	0.359475	Sum squared resid	4.522786
F-statistic	691.1853	Durbin-Watson stat	1.487045
Prob(F-statistic)	0.000000		

نتائج تقدير نموذج التأثيرات العشوائية للمتغيرين  $lnmc, lncn$

Dependent Variable: LNMC  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 11/12/19 Time: 15:41  
 Sample: 2005 2017  
 Periods included: 13  
 Cross-sections included: 3  
 Total panel (balanced) observations: 39  
 Swamy and Arora estimator of component variances  
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-1.107359	1.403771	-0.788846	0.4352
LNCN	0.913601	0.255949	3.569459	0.0010

Effects Specification

	S.D.	Rho
Cross-section random	1.161921	0.9077
Idiosyncratic random	0.370571	0.0923

Weighted Statistics

R-squared	0.212712	Mean dependent var	0.220710
Adjusted R-squared	0.191433	S.D. dependent var	0.454595
S.E. of regression	0.408773	Sum squared resid	6.182532
F-statistic	9.996751	Durbin-Watson stat	0.915551
Prob(F-statistic)	0.003126		

نتائج اختبار هوسمان

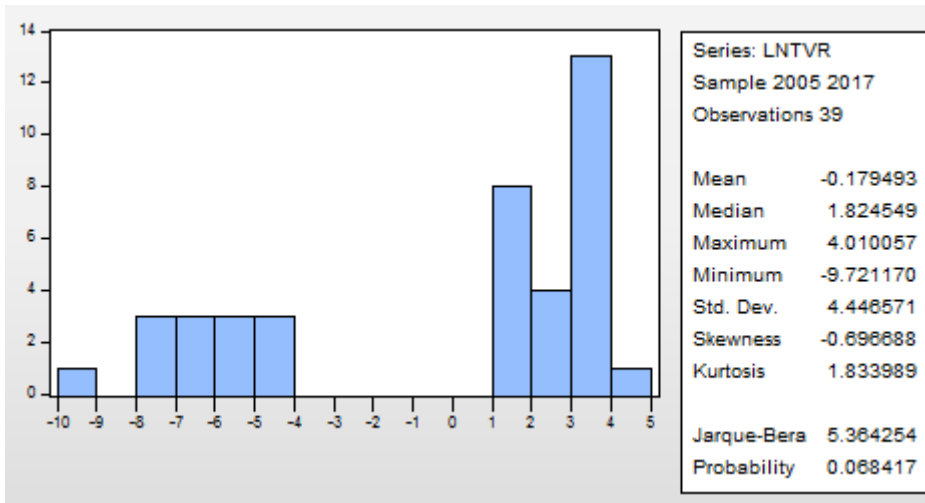
Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: Untitled

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	10.250736	1	0.0014

الملحق (05): اختبار التوزيع الطبيعي للمتغير Intvr



## الملحق (06): اختبار استقرارية سلسلة المتغير Intvr

Null Hypothesis: Unit root (common unit root process)  
 Series: LNTVR  
 Date: 12/12/19 Time: 14:03  
 Sample: 2005 2017  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Automatic selection of maximum lags  
 Automatic lag length selection based on SIC: 0  
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel  
 Total (balanced) observations: 36  
 Cross-sections included: 3

Method	Statistic	Prob.**
Levin, Lin & Chu t*	-2.34599	0.0095

\*\* Probabilities are computed assuming asymptotic normality

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)  
 Series: LNTVR  
 Date: 12/12/19 Time: 14:05  
 Sample: 2005 2017  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Automatic selection of maximum lags  
 Automatic lag length selection based on SIC: 0  
 Total (balanced) observations: 36  
 Cross-sections included: 3

Method	Statistic	Prob.**
ADF - Fisher Chi-square	15.0464	0.0199
ADF - Choi Z-stat	-1.94610	0.0258

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)  
 Series: LNTVR  
 Date: 12/12/19 Time: 14:06  
 Sample: 2005 2017  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett ke...  
 Total (balanced) observations: 36  
 Cross-sections included: 3

Method	Statistic	Prob.**
PP - Fisher Chi-square	14.2077	0.0274
PP - Choi Z-stat	-1.84419	0.0326

## الملحق (07): نماذج البانل للمتغيرين Intvr, lncn

## نتائج تقدير النموذج التجميعي للمتغيرين Intvr, lncn

Dependent Variable: LNTVR  
 Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
 Date: 12/12/19 Time: 14:08  
 Sample: 2005 2017  
 Periods included: 13  
 Cross-sections included: 3  
 Total panel (balanced) observations: 39  
 Linear estimation after one-step weighting matrix  
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-9.688796	0.447627	-21.64478	0.0000
LNCN	2.334428	0.080649	28.94570	0.0000
Weighted Statistics				
R-squared	0.940725	Mean dependent var	0.353620	
Adjusted R-squared	0.939123	S.D. dependent var	4.942297	
S.E. of regression	1.193552	Sum squared resid	52.70894	
F-statistic	587.2065	Durbin-Watson stat	0.488563	
Prob(F-statistic)	0.000000			

## نتائج تقدير نموذج التأثيرات الثابتة للمتغيرين Intvr, lncn

Dependent Variable: LNTVR  
 Method: Panel EGLS (Cross-section SUR)  
 Date: 12/12/19 Time: 14:13  
 Sample: 2005 2017  
 Periods included: 13  
 Cross-sections included: 3  
 Total panel (balanced) observations: 39  
 Linear estimation after one-step weighting matrix  
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.103698	1.185457	-5.992369	0.0000
LNCN	1.751243	0.293400	5.968798	0.0000
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
Weighted Statistics				
R-squared	0.960018	Mean dependent var	5.340001	
Adjusted R-squared	0.956591	S.D. dependent var	9.689813	
S.E. of regression	1.052450	Sum squared resid	38.76776	
F-statistic	280.1306	Durbin-Watson stat	1.098093	
Prob(F-statistic)	0.000000			

## نتائج تقدير التأثيرات العشوائية للمتغيرين Intvr, lncn

Dependent Variable: LNTVR  
 Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)  
 Date: 12/12/19 Time: 14:18  
 Sample: 2005 2017  
 Periods included: 13  
 Cross-sections included: 3  
 Total panel (balanced) observations: 39  
 Swamy and Arora estimator of component variances  
 White cross-section standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-9.274036	2.632271	-3.523208	0.0012
LNCN	2.300157	0.543200	4.234457	0.0001
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			1.516147	0.7354
Idiosyncratic random			0.909500	0.2646
Weighted Statistics				
R-squared	0.426354	Mean dependent var	-0.029458	
Adjusted R-squared	0.410850	S.D. dependent var	1.173342	
S.E. of regression	0.900612	Sum squared resid	30.01076	
F-statistic	27.49967	Durbin-Watson stat	1.411945	
Prob(F-statistic)	0.000007			

الملحق (08): نتائج اختبار هوسمان

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: Untitled  
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	0.137835	1	0.7104

## ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى إبراز أهمية إدارة وتطوير المنتجات المالية في تنشيط السوق المالية، باعتبارها مصدرا مهما من مصادر تمويل الاقتصاد. والجزائر كغيرها من الدول الناشئة تتطلع إلى تحديث وتنشيط سوقها المالية، من خلال الاستجابة للمتغيرات المتلاحقة التي تمر بها الصناعة المالية بتحديث و تطوير المنتجات المالية الأمر الذي يجعل المؤسسات والهيئات المالية تقوم بتعديل في استراتيجياتها و أساليب عملها بتبني الأساليب الحديثة لإدارة الأموال و القائمة على التنوع وعدم التقيد بالنظم التقليدية.

وقمنا في هذه الدراسة بمقارنة أثر التنوع، المشتقات المالية، الصكوك الإسلامية ومنتجات المركبة في تنشيط الأسواق المالية لكل من الجزائر والمغرب وتركيا، وقد وجدنا أنه كلما توفر عدد كبير من المنتجات المالية وأدرجت منتجات مالية مُستحدثة ومطورة بسوق مالية ما زاد نشاطها.

**الكلمات المفتاحية:** تنشيط السوق المالية، إدارة مخاطر المنتجات المالية، الهندسة المالية.

### **Abstract :**

This study aims to highlight the importance of managing and developing financial products in activating the financial market as an important source of financing for the economy. Algeria, like other emerging countries, is looking to modernize and activate its financial market by responding to the successive changes experienced by the financial industry by modernizing and developing financial products, which makes the financial institutions and bodies modify their strategies and methods of work by adopting modern methods of money management based on diversification, and non compliance to traditional systems.

In this study, we compared the effect of diversification, derivatives, Islamic instruments and structured financial products on the activating of the financial markets of Algeria, Morocco and Turkey, and we found that whenever a large number of financial products are available and new financial products developed in a financial market, Market activity increased.

**Keywords :** activate the financial market, Risk management of financial products, financial engineering