

المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصّوف ميلة  
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير  
قسم العلوم الاقتصادية والتّجارية



مطبوعة بعنوان:

## محاضرات في الأسواق المالية

مع تمارين وأمثلة محلولة  
موجّهة لطلبة السنة الثالثة ليسانس LMD تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

إعداد الدكتور: حمزة رملي  
أستاذ محاضر "أ" بقسم العلوم الإقتصادية  
-المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصّوف ميلة-

السنة الجامعية 2024/2023



## مقدمة

تعرف الساحة الأكاديمية في مجال العلوم الاقتصادية والمالية زخما كبيرا في المنشورات المتعلقة بالأسواق المالية، خاصة في السنوات الأخيرة، ويعبر ذلك على الأهمية الكبرى لهذه المادة في التخصصات المذكورة، ولعل هذا الاهتمام عرف تزايدا منذ الأزمة المالية العالمية سنة 2008، وما نتج عنها من أزمات متتابة ضربت جل دول العالم، وجعلت من البحث في أسبابها وتعقيداتها مجالا كبيرا للكثير من الباحثين، وتعمقت البحوث للوصول إلى تناقضات النظام الرأسمالي في حد ذاته.

إن الطلبة في تخصصات الاقتصاد النقدي والبنكي وتخصصات المالية عموما ومن خلال الاحتكاك اليومي بهم، يقفون أمام مشكلتين أساسيتين: الأولى متعلقة بغزارة المنشورات حول الأسواق المالية، والثانية متعلقة بارتباطهم بمحتوى المادة المقرر من اللجان البيداغوجية المختلفة، هذا بالإضافة إلى ضيق الفترة المقررة لاستكمال البرنامج. في الحقيقة يمكن القول أنه من الصعب استكمال برنامج مادة الأسواق المالية في سداسي واحد، وذلك لضخامة محتوى المحاور اللازمة لتغطية المادة من جهة، ولارتباط المادة بمواد أخرى بتشعباتها، وهو ما يجعل الطالب مجبرا على اكتساب معارف مسبقة للتمكن من فهم محتوى الأسواق المالية.

عملت اللجان البيداغوجية على مدار سنوات على التحسين المستمر لمحتوى المواد المدرة لمختلف التخصصات في مجال العلوم الاقتصادية، وذلك للتقليل من الإشكالات التي تواجه الطلبة والأساتذة على حد سواء، والتي ذكرنا بعضها سابقا، ويمكن أن يضاف إليها التداخل الكبير في بعض الأحيان بين محتوى مواد محددة يصل في بعض الأحيان إلى التكرار المفرط في محاور بين المواد، والتفريط في بعض المحاور أحيانا.

ترتبط محتوى مادة الأسواق المالية الموجة لطلبة السنة الثالثة اقتصاد نقدي وبنكي ارتباطا قريبا مباشرا بمحتوى مادة الاقتصاد النقدي وأسواق رأس المال للسنة الثانية ليسانس، كما يرتبط بعديا بمحتوى مادة الأسواق المالية الدولية لطلبة السنة الأولى ماستر لنفس التخصص. وهو ما يجعل تدريس المادة للسنة الثالثة أمرا سهلا نوعا ما.

تأتي أهمية تدريس مادة الأسواق المالية نظرا لمركزيتها ضمن عرض التكوين الخاص بالتخصصات المالية، حيث تأتي ضمن الوحدة التعليمية الأساسية، وذلك لأهمية الأسواق المالية في الاقتصاديات المعاصرة، كونها عصب التمويل للمؤسسات الاقتصادية ومرآة للاقتصاد وأداة

لصنّاع القرار، بالإضافة إلى أهميّتها في تعبئة المدّخرات وتحويل الفوائض المالية إلى استثمارات منتجة وخالقة للقيمة. وينعكس ذلك في معاملات والأرصدة الواجب اكتسابها لاكتساب المادة ومعارفها من قبل الطّلاب.

تأتي هذه المطبوعة لتبسيط المفاهيم المتعلّقة بالتمويل والأسواق المالية، تماشياً مع المحاور المقرّرة في محتوى المادة من جهة، بالإضافة إلى تمكين الطّلبة من الاطّلاع على أحدث المعارف والتقنيات المستخدمة في التمويلات الحديثة، كما نقدّم فيها أمثلة محلولة و تمارين و نماذج لمواضيع امتحانات سابقة، وذلك لمحاولة ربط الجوانب النّظرية بالأمثلة الواقعية، وهو ما حرصنا عليه من خلال جعل كلّ معطيات التمارين المدرجة معطيات واقعية وحقيقية كي لا يصطدم الطّلاب فيما بعد بفجوة كبيرة بين ما يتمّ تدريسه وما يوجد على الواقع فعلياً.

من خلال محتوى البرنامج الموجّه للطّلبة في هذه المادة قسّمنا محتوى هذه المطبوعة إلى ستّة فصول، حيث نقدّم في الفصل الأوّل مقدّمة حول التمويل وأنواعه وفي الفصل الثاني تعريفاً للأسواق المالية، ثمّ عرضاً لنشأتها وتطورها، بعدها نحاول تقديم الوظائف الرئيسية للأسواق المالية وإبراز أهميّتها في الاقتصاد، في الأخير نحاول توضيح أنواعها والحدود الفاصلة بينها ومنتجات كل سوق على حدى.

سنقدّم في الفصل الثالث شرحاً شاملاً لأدوات أسواق رأس المال مع توضيح كيفية تحديد الأسعار في البورصات والعوامل المؤثرة عليها، بعدها يمكن مناقشة مختلف أنواع المؤشرات المالية الرئيسية وكيفية استخدامها في قياس أداء الأسواق وشرح مفاهيم المخاطرة والعائد وعلاقتها بقرارات الاستثمار.

في الفصل الرابع سنتطرّق لعمليات البورصة وفي الخامس للمشتقات المالية بمختلف أنواعها، من عقود الخيار إلى العقود الآجلة مروراً بالعقود المستقبلية وعقود المبادلة، في الفصل السادس نقدّم لمحة عن أهم أدوات التمويل الإسلامي.

الفصل الأوّل  
مقدّمة عن التمويل

من خلال البحث في المصطلحات، ورغم تدريس مادة الأسواق المالية لتسع سنوات، لا أدري حتى الآن لماذا يتم إطلاق مصطلح الأسواق المالية على البورصات بشكل محدد، وخاصة في العديد من المقررات العربية! فأبسط اطلاع على كتب أمريكية كبرى تناول الموضوع سنكتشف من خلاله فداحة الخطأ الذي يقع فيه العديد من الباحثين، فقد تطلب الأمر من Stanley G. Eakins و Frederic S. Mishkin ما يقارب 707 صفحة للتفصيل في أسس وأنواع الأسواق المالية، ومن خلال هذا الكتاب يتطلب على العديد من الباحثين في المجال جمع كل الأسواق في مصطلح "أسواق رأس المال"، والتي يندرج تحتها أسواق نقدية وأخرى مالية وعقارية وأسواق العملات، هذا بالإضافة إلى أن كل واحد من هذه التسميات يندرج تحته أنواع أخرى فأسواق الأسهم هي أسواق مالية، وأسواق الدين هي أسواق مالية، وسوق LIBOR في لندن هو سوق مالي، وعليه يمكننا التفصيل في ذلك فيما بعد، لكن دعونا نتفق أنه وتماشيا مع التصحيح المطلوب، علاوة على الاتفاق مع مقرّر المادة سنصطلح على كل هذه الأسواق في هذه المطبوعة بـ "أسواق رؤوس الأموال" وسنجعل من عنوانها ضرورة للمقرّر الدراسي.

### I. الحاجة إلى التمويل، أساس عمل أسواق رؤوس الأموال

لنفترض أنه وفي عالم المؤسسات الصغيرة والناشئة جاءت لأحدكم فكرة إنشاء مشروع معين، وكانت فكرة عبقرية ذات جدوى اقتصادية كبيرة، وتم تطويرها بمرور الوقت إلى مشروع استثماري واعد، هنا وبعد إعداد جميع الدراسات اللازمة ستكون أمام معضلة حقيقية، وهي الحاجة إلى التمويل. انتظر أنت لست وحدك! فحسب إحصائيات سنة 2023 Exploding Topics وهو أداة برمجية تستخدم في تحديد الاتجاهات والمواضيع المتعلقة بالمؤسسات الناشئة على الإنترنت؛ ف90% من هذه المؤسسات تفشل في إيجاد تمويل للبدء و70% منها لا تستطيع إيجاد تمويلات لاحقا.

هنا يكون أمامك ثلاث طرق لتنفيذ المشروع والبدء في تشغيله، الأولى هو امتلاك المال اللازم من البداية وتمويل المشروع ذاتيا، الثانية هي الاتصال بأحد أفراد العائلة أو الأصدقاء للحصول على سلفة، والثالث هو الاتجاه إلى صديق ثري لإقناعه بالفكرة ودخوله شريكا لك في المشروع.

إنّ مثالنا هنا هو تعبير مبسّط على أنواع التمويل الموجود في عالمنا المعقّد اليوم، وهنا سنحاول تفصيل ذلك، لكن قبل هذا يجب تعرف التمويل أولا.

## 1.I. مفهوم التمويل

يمكن تعريف التمويل على أنه العملية التي تسمح بانتقال الأموال من أصحاب الفوائض إلى أصحاب العجز بغرض الاستثمار في مشروع معين أو توسيع أو تطوير مشروع قائم، ومن خلال التعريف يمكن استخلاص ما يلي:

-يتعلق التمويل أساسا بالمبالغ النقدية (السيولة) وليس بالأصول العينية (السلع والخدمات).

-يتم التمويل بالأموال اللازمة فقط بدون زيادة أو نقصان .

-تتم عملية التمويل في التوقيت الملائم (بمعنى ينبغي تقديمه بوقت الحاجة إليه).

-يكون الهدف الرئيسي من التمويل هو تغطية الاحتياجات المالية لمختلف الأعوان الاقتصاديين من عائلات، مؤسسات اقتصادية، إدارات عمومية.

- يرتبط التمويل بالعائد.

وتجدر الإشارة إلى أنّ هذا الانتقال عرف مشاكل وصعوبات في شكله المباشر يمكننا حصرها فيما يلي:

### أ. صعوبة التعارف بين الطرفين

ويقصد بها صعوبة التعرف على المراكز المالية، بمعنى آخر كيف لك في مثالنا السابق وأنت صاحب عجز وترغب في الاستثمار أن تعرف من يملك فائضا من الأموال ويريد أن يُقرضه؟ وكذلك الحال بالنسبة لمن يملك فائضا (صديقك الثري في المثال) ويبحث عن يملك عجزا.

### ب. صعوبة التوافق في المكان والزمان

ونقصد بها التباعد المكاني المحتمل بين الطرفين، ومن جهة أخرى الصعوبات الناجمة عن عدم التوافق في تاريخ استحقاق القروض.

### ج. صعوبة التوافق في المبلغ

وهنا تكمن الصعوبة في اتفاق الطرفين حول قيمة المبلغ المقرض أو المقترض، حيث يمكن أن يحتاج صاحب العجز إلى مبلغ أكبر أو أقل من المبلغ الذي يريد أن يُقرضه صاحب الفائض، وكذلك الحال بالنسبة لهذا الأخير.

### د. صعوبة التوافق في تكلفة الإقراض

وهو ما يبرز في سعر الفائدة أو العائد على القرض الذي يمنحه الطرف صاحب الفائض إلى الطرف صاحب العجز.

## هـ. صعوبات تقدير المخاطر

وهي صعوبات ناتجة عن الصعوبات السابقة وكذا عدم قدرة أصحاب الفوائض على التآكد من الملاءة المالية للمقترضين\*.

ونظرا للصعوبات التي واجهها التمويل المباشر، يقتضي الأمر التحول إلى شكل آخر من التمويل يقلل من هذا الصعوبات ويعطي حلا لهذه المشاكل، وهو ما عجل بظهور طرف ثالث في عملية التمويل كوسيط بين طرفي العجز والفائض، فيكون مصدرا للأموال بالنسبة لأصحاب العجز (الاستثمار) من جهة، ومكانا لتعبئة المدخرات لأصحاب الفوائض (الادخار) من جهة أخرى، هذه الاوصاف أنتجت مسميات كالبانك التجاري، الاستثمار، الادخار، سعر الفائدة، البنك المركزي...إلخ

## 2.I. أنواع التمويل

من خلال تتبع المسار المسيطر لتمويل الاقتصاد يمكننا وحسب اقتراح Hicks سنة 1974 والذّي سبقه كل من Guelly و Shaw تحديد نوعين من التمويلات: التمويلات المباشرة والتي تعتمد على الأسواق المالية، ويُصطلح على هذه الاقتصاديات باقتصاديات الأسواق المالية (économies des marchés financiers)، والتمويلات غير المباشرة والتي تعتمد على البنوك، ويُصطلح على هذه الاقتصاديات باقتصاديات الاستدانة (économies d'endettement).

فاقتصاد السوق المالي يقع فيه التوازن بين الحاجة والقدرة على التمويل بشكل أساسي، فالمالية المباشرة هي المهيمنة، أمّا اقتصاد الاستدانة فهو اقتصاد يكون فيه القرض هو الطريق الرئيسي لتمويل الأنشطة الإنتاجية. وعليه فتطور الحركة التجارية يجعل النشاط الاقتصادي يهتم بجانبين: الحقيقي والنقدي.

من خلال الإسقاط على مثالنا السابق، وبناء على تقسيم الاقتصاديات إلى اقتصاد الاستدانة واقتصاد الأسواق المالية يمكننا توضيح أنواع التمويل كما يلي:

### أ. التمويل الذاتي (Internal Financing)

هو مصطلح يشير إلى استخدام الأموال التي تنشأ داخل الكيان نفسه (شركة أو مؤسسة) لتلبية احتياجاته المالية. يُعرف التمويل الذاتي أيضاً بالتمويل الداخلي، ويشمل مصادر الأموال التي تنتجها الكيان ذاتياً دون الحاجة إلى اللجوء إلى مصادر خارجية.

من أمثلة التمويل الذاتي:

- الأرباح التشغيلية (Operating Profits): وهي استخدام الأموال التي تحققها الشركة من أنشطتها التشغيلية كمصدر لتمويل نشاطاتها الحالية والمستقبلية.
- الاحتياطات النقدية (Cash Reserves): وهي استخدام الأموال التي تحتفظ بها الشركة أو الفرد كاحتياطات لمواجهة مصاريف أو لتلبية احتياجاته المستقبلية.
- التمويل الذاتي للأصول (Self-Financing of Assets): وتظهر في الاعتماد على العائدات الناتجة عن الأصول (مثل العقارات أو الاستثمارات) لتمويل مشروعات جديدة أو لتحسين الهيكل المالي للشركة.

ويعبر التمويل الذاتي في مثالنا على الحالة الأولى التي يعتمد عليها صاحب المشروع على موارده الخاصة دون اللجوء للاقتراض أو إدخال شركاء، ويعكس قدرة الشركة على إدارة مواردها المالية الداخلية بشكل فعال دون الحاجة إلى الاعتماد الكبير على التمويل الخارجي، يعزز التمويل الذاتي الاستقلالية المالية للشركة ويحافظ على هيكل حقوق الملكية ويقلل من التبعية على الديون أو مصادر التمويل الخارجية.

#### ب. التمويل غير المباشر (الوساطة المالية) (Short-Term Financing)

ظهرت عملية الوساطة المالية من خلال ظهور طرفين: الأول عنده فائض من الأموال يريد توظيفها، والثاني يحتاج إلى تمويل، وقد جاءت البنوك ومؤسسات الوساطة المالية المختلفة للتقليل من مشاكل عدم التوافق في الرغبات والتي ذكرناها آنفاً، وقد انتقلت العلاقة في التمويل بين الأطراف من علاقة مباشرة، إلى علاقة غير مباشرة تمر عبر الوسيط الذي هو البنك التجاري في وقتنا هذا.

دعونا هنا نرجع بالتاريخ قليلاً، نحن في إيطاليا في القرن السابع عشر، وتزامناً مع سيادة المدرسة التجارية (Merchantile) التي كانت ترى أن الثروة تتلخص في الذهب والفضة، وكان التجار يودعون أموالهم ومعادنهم الثمينة لدى الصيارفة مقابل شهادات إيداع تمثل قيمة المبالغ المودعة، وذلك لحفظها من السرقة والضياع، مقابل دفع جزء من تلك الودائع للصيارفة.

تخيّل أنّك تاجر في إيطاليا في ذلك الوقت وأجريت صفقة بيع لتاجر آخر، دعنا نتخيّل السيناريو، سوف يقوم التاجر المشتري بتقديم شهادة تثبت إيداعه لمبالغ لدى الصيرفي، وسحب مبلغ يفي بالصفقة، تقوم أنت كبائع بعدما قبضت الثمن بإيداع المبلغ (ذهب أو فضة) لدى

الصيرفي مقابل شهادة إيداع، ثم تتوالى العمليات المماثلة. في الحقيقة عليك أن تتوقع أنك لو كنت مكان التاجر المشتري ستفكر كسلا بمنح البائع شهادة الإيداع التي تمتلك دون تكلف عناء السحب والإيداع لدى الصيرفي. وهذا هو ما حدث فعلا، أصبح التجار بإمكانهم استخدام تلك الشهادات للدفع والتبادل التجاري بدلاً من نقل الذهب والفضة بشكل مادي.

وهنا انتبه الصيرافة إلى شيء مهم، وهو أن التجار أصبحوا لا يقومون بسحب ودائعهم إلا في حالات نادرة، ومع تطور التجارة (خاصة مع ظهور تأمين السّفن التجارية والاكتشافات الجغرافية)، زاد الطلب على شهادات الإيداع Certificates of Deposit لتخليص المبادلات، وأصبح الصيرافة يصدرن شهادات إيداع أكبر قيمة مما يملكون من ودائع ثمينة، بل وتقسيم هذه الشهادات لقيم أصغر حتى تفي بالتعاملات الصغيرة.

يمكننا الآن أن نستنتج أن الصيرفي في إيطاليا في القرن 17 هو جنين لمولود لاحق يسمى البنوك التجارية، ويعتقد أن أول من تحول إلى إصدار نقود من خلال تحويل شهادات الإيداع Certificates of Deposit إلى بنكنوت Banknotes هو بنك السويد سنة 1661.

وعليه فالصيرفي تحول إلى بنك تجاري، وشهادات الإيداع تحولت إلى نقود قانونية، والتجار يمثلون الآن المدّخرين والمستثمرين. لكن مهلاً! هل تذكرون المقابل الذي كان يأخذه الصيرفي نظير حفظ الودائع، لقد تحول الآن إلى سعر للنقود انعكست فيه الأدوار فأصبح البنك يمنح مقابلاً لمن يودع نقوداً لديه يسمى سعر الفائدة Interest rate. لكن دعونا نتفق أنه ونتيجة لكسل أحد التجار في القرن 17 في أوروبا ظهر النظام المالي في وجهه المعاصر! وعلى الرغم من ظهور النقود، إلا أن شهادات الإيداع واصلت المشوار مع الإنسانية إلى القرن الواحد والعشرين.

إن العملية التي تتمثل في جهات تدّخر أموالاً لدى البنوك، وأخرى تقترض هذه الأموال لاستثمارها في مشاريعهم، هي -وعلى بساطتها- تتمثل جوهر عمل البنوك التجارية فيما يعرف بـ save & loan.

ويعتبر الاتجاه إلى البنوك التجارية هو توجه نحو تمويل قصير الأجل في الأساس، لأنه وببساطة وكما لا يمكن أن يمنحك صديق أو شخص مقرب أموالاً لتستثمرها كسلفة لمدة طويلة، فالبنوك كذلك لا تفعل، وهنا نركز على السبب، وهو مبدأ تجانس الحفظ مع التوظيفات، بمعنى أن البنوك لا يمكنها تمويل قروض طويلة بالاعتماد على ودائع قصيرة الأجل،

والعكس، فلا يجب أن يتم تمويل قروض قصيرة بالاعتماد على موارد معمرة، وإلا فالبانك سيقع في مخاطر التحوّل Transformation risque.

### ج. التمويل المباشر (Long-Term Financing)

يعبر التمويل المباشر عن الطريق الثالث الذي يمكن أن يسلكه صاحب فكرة المشروع في مثالنا، وهو محاولة إيجاد شريك يوافق على تمويل المشروع، وسنعرف فيما بعد أنّ هناك طريق أخرى في نفس السياق وهي طرح سندات طويلة الأجل.

إنّ التّمويل المباشر هو انتقال الأموال بدون وساطة بين عارضيهما وطلبهها، ويتمّ هذا من خلال أسواق المال، ويتمّ اللّجوء إلى هذا النّوع من التّمويل في حال الحاجة إلى تمويلات طويلة الأجل، ويمكن ذلك وفق سبيلين:

✍ فتح رأس المال: أي طرح أسهم للاكتتاب وهو ما يعني البحث عن شركاء؛

✍ الاقتراض عن طريق السوق المالي: وذلك يعني طرح سندات يكتتب فيها المقترضون.

يجدر بالذّكر أنّ كلتا الحالتين تمكّن من تداول الأوراق في السّوق ولا تتوقّف عند عملية الاكتتاب فيها، وهو ما يوفر تياراً مستمراً من التمويلات للشركات وهو ما يمكن توضيحه من خلال التغيّرات في القيمة الدفترية وحقوق الملكية.

في الأخير يمكن القول أنّه وبالرغم من اعتماد الشّركات على المسارين معا ( Long-Term Financing, Short-Term Financing)، إلّا أنّه غالباً ما نجد ميولاً نحو مسار معيّن على حساب الآخر، وعموماً يمكن قياس مدى اعتماد اقتصاد معيّن على الاستدانة من خلال العلاقة التّالية \*:

$$\square \text{معدّل الوساطة} = \frac{\text{قروض الوسطاء الماليين}}{\text{مجموع التمويلات الممنوحة في الاقتصاد}}$$

\*هناك صعوبات كبيرة اليوم في حساب هذه النسبة لوجود تداخل كبير بين التمويل المباشر وغير المباشر خاصة في الدّول المتقدّمة.

## الفصل الثاني: الأدوات المتداولة في أسواق رأس المال

## II. أسواق رؤوس الأموال (المفهوم الوظائف والأنواع)

كما ذكرنا آنفاً ، سنقوم باعتماد مصطلح أسواق رؤوس الأموال للتعبير عن مختلف الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية، الأوراق التجارية، السلع والبضائع، العملات والعقار، مع التركيز أكثر على أدوات سوقي التمويل القصيرة والطويلة، وهما السوق المالي والسوق النقدي.

### II.1. مفهوم الأسواق المالية

يُعرّف السوق المالي بأنه السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات بين المؤسسات والأفراد. ويلعب السوق المالي دوراً حيوياً في تعبئة رؤوس الأموال وإتاحة السيولة وتسهيل انتقال الأموال من المدخرين إلى المستثمرين.

نشأت الأسواق المالية منذ القدم عبر تطور أسواق التجارة لبيع وشراء البضائع، ثم ظهرت الحاجة لتنظيم تداول بعض السلع ذات القيمة العالية مثل الذهب والفضة، لينشأ سوق منظم لتداول هذه السلع ثم تطور بمرور الوقت ليشمل أدوات مالية متنوعة مثل الأسهم والسندات.

تعود نشأة الأسواق المالية إلى العصور الوسطى في أوروبا، حيث بدأت المدن الإيطالية مثل البندقية وجنوة بتداول سندات الدين الحكومية والبحرية في القرن الثالث عشر الميلادي. وفي القرن الخامس عشر، ظهرت بورصة أنتويرب في مدينة أنتويرب البلجيكية كأحد أقدم الأسواق المالية الرسمية في العالم، حيث كان يتم التداول على سندات الديون.

في عام 1602م، تأسست بورصة أمستردام الشهيرة بهولندا لتداول الأسهم والسندات، فيما عرف بأول سوق مالي حديث. وفي القرن السابع عشر، ظهرت بورصة لندن ثم بورصة نيويورك في القرن الثامن عشر.

وقد مرّت الأسواق المالية بعدد التحولات منذ ظهورها لتصل إلى التطور الحالي، ويمكن ذكر أهم هذه التحولات في:

- ☞ انتقال التداول من الأماكن العامة إلى أماكن مخصصة؛
- ☞ استخدام التلغراف والهاتف لنقل المعلومات بدلاً من الوسائل القديمة؛
- ☞ ظهور شركات المساهمة وانتشارها؛
- ☞ إدخال تقنيات حديثة كالتداول الإلكتروني والكمبيوتر؛
- ☞ زيادة حجم وسرعة التداولات بفضل العوامة.

## II.2. وظائف الأسواق المالية

لمعرفة أهمية ووظائف الأسواق المالية في عالمنا اليوم يكفي أن نراجع الأرقام التي تصدر في التقارير المالية حول حجم التداول في مختلف الأسواق، بالإضافة إلى حجم التمويلات التي تحصل عليها الشركات، هذا علاوة على السيولة طويلة الأجل التي توفرها في شكل تمويلات مستدامة لمختلف طالبي التمويل.

وعلى الرغم من بقاء جوهر التمويلات طويلة الأجل كأحد ركائز الأسواق المالية، إلا أن التعقيدات الحاصلة اليوم على العقود والأدوات المالية وظروف العولمة المالية؛ جعلت من هذه الوظائف أكثر تعقيدا كذلك، وزاد ارتباط الأسواق زمنيا وجغرافيا، بالإضافة إلى أن الأسواق الحقيقية أظهرت مرونة كبيرة للتغيرات في الأسواق المالية، وهو ما يجعل التحول من الأزمات المالية إلى أزمات اقتصادية اليوم أمرا حتميا.

وعلى العموم يمكن تلخيص أهم وظائف الأسواق المالية فيما يلي:

### أ. مرآة للاقتصاد

تؤدي الأسواق المالية هذه الوظيفة من خلال مدخلين: الأول هو أنها تمنح صنّاع القرار المعلومات اللازمة حول المؤشرات الاقتصادية الجزئية والكلية، خاصة فيما يتعلق بمسارات السيولة والاستثمارات، حجم التداول والقدرة الاستيعابية لرؤوس الأموال، هذا بالإضافة إلى أن هذه مؤشرات الأسواق المالية تعطي صورة واضحة عن حالة الاقتصاد في كل لحظة، حيث تشير المؤشرات الخضراء إلى التعافي والنمو والتأثر المتفائلة للمستثمرين والمتعاملين الاقتصاديين، بينما تعبر المؤشرات الحمراء عن مشاكل على مستوى القطاعات والشركات المدرجة، وهو ما يمكن أن يعطي نظرة سلبية تؤدي إلى أزمات.

أما المدخل الثاني فهو أن الأسواق المالية تمنح إمكانية التنبؤ بحدوث الأزمات من خلال التحليل الأساسي والفني للمؤشرات المالية، وهو ما يمكن أيضا من تلقي الإشارات التي يمكن أن تصبح أحداث محققة في المستقبل والتحرك على أساسها الآن، وهو ما قد يجنب الاقتصاد أزمات كبيرة، أو يمكن من الاستفادة من فرص مستقبلية للتوسع والنمو.

## ب. تعبئة رؤوس الأموال وتوفير فرص لصغار المدّخرين والمستثمرين

تتميّز التمويلات في الأسواق المالية بالسهولة، وذلك نظراً للطابع المباشر للعملية، حيث يمكن أن يلتقي البائع والمشتري بشكل مباشر، ويتم ذلك عبر طرح الأسهم والسندات لتمويل مشاريع الأعمال والمشروعات الاستثمارية المختلفة.

على صعيد آخر توفر الأسواق المالية إمكانيات لتوظيف المدّخرات والمشاركة في خلق الثروة، هذا بالإضافة إلى توفير غطاء فعال لتحويل ملكية الشركات، وهنا يمكننا ضرب مثال واقعي عن الشركات الكبرى في الجزائر في فترة التسعينات من القرن الماضي، حيث كانت الحاجة ملحة لخصوصية الشركات الكبرى في تلك الفترة، ولنتخيل معاً أنّ شركة صناعة العرّبات والجرّارات (SONACOME) تمّ خوصصتها، وهذا يعني تحويل ملكيتها إلى الخواص، ففي عدم وجود سوق مالي من الدّي يمكن أن يملك في ذلك الوقت المال الكافي لشراء شركة بأصول ضخمة تبلغ ملايين الدولارات؟ وإذا وُجد، كم من الوقت يستغرق الأمر؟ فلنتخيل الآن وجود سوق مالي نشط، ما الذي سيحدث؟ ببساطة سيتمّ إعادة تقييم أصول الشركة وتقسيم رأسمالها على عدد من الأسهم وليكن 1 مليون سهم مثلاً، هنا وبمجرد طرح أسهم الشركة للاكتتاب سيتمّ شراء الأسهم من المكتتبين في ظرف قصير، وسيختار المساهمون مجلس إدارة ومدير تنفيذي من خلال جمعية عامة يتم فيها الانتخاب، وبالتالي تحقيق كفاءة في تسيير الشركة والتمكّن من خصوصيتها والتخلص من عبء التطهير المالي لديونها من طرف الدولة بالاعتماد على الأموال العمومية.

ولعلّ أكبر دليل على فرضية المثال السابق هو أشهر عملية طرح أسهم للاكتتاب في التاريخ المعاصر، أين طرحت شركة Facebook ما يقارب 421 مليون سهم للاكتتاب في ماي 2012 في بورصة نيويورك، وقد تمّ بيعها في ظرف قصير بقيمة 18 مليار دولار. وهي ثالث أكبر عملية اكتتاب في التاريخ الأمريكي بعد عمليتي اكتتاب شركة التداول المالي العملاقة فيزا VISA وعملاق التكنولوجيا جنرال موتورز GM.

ومن جهة أخرى تمكّن العملية أصحاب الادخارات الضعيفة من المساهمة في تداول هذه الأسهم، وهو ما لا يمكن حدوثه في حال عدم وجود سوق مالي نشط.

### ج. توفير السيولة

حيث تتيح الأسواق المالية تحويل الأوراق المالية إلى نقد بسهولة ويسر من خلال بيعها وشرائها، وتؤمن الأسواق المالية السيولة من خلال عدة آليات:

**أولاً:** التداول المستمر للأوراق المالية بحيث يمكن للمستثمر بيع أصوله في السوق في أي وقت تقريباً.

**ثانياً:** العمق السوقي الكبير الناتج عن وجود قاعدة عريضة من المشترين والبائعين باستمرار، ما يساعد على امتصاص أي صدمات وتقليل التذبذب.

**ثالثاً:** تنوع الأوراق المالية المتداولة من أسهم وسندات وغيرها، بما يوفر بدائل متعددة للتداول والاستثمار.

**رابعاً:** وجود وسطاء ووكلاء متخصصين في الصناعة السوق كالممارسة والمتداولين بالهامش.

**خامساً:** اعتماد نظم تكنولوجية تتيح التداول الآلي والتنفيذ الفوري للأوامر، ما يزيد الكفاءة والسرعة.

لذا تلعب الأسواق دوراً أساسياً في تأمين السيولة المستمرة للاستثمارات المختلفة من خلال هذه الآليات.

### د. التخصيص الأمثل للموارد

تعمل الأسواق المالية آلياً على تخصيص الموارد بشكل كفاء، وذلك لأن رؤوس الأموال ستنتقل بشكل طبيعي إلى القطاعات والشركات الواعدة، والتي تحقق أفضل العوائد من جهة، ومن جهة أخرى تجعل القطاعات والشركات التي تعرف عدم إقبال على أسهمها تعمل بشكل جيد للبقاء في السوق، وهو ما يتطلب المزيد من العمل على تحسين تنافسيتها، وهو ما يحقق الكفاءة في توزيع الموارد بالضرورة.

### هـ. تسعير رؤوس الأموال

إنّ الأسعار السائدة في السوق المالي تحدد العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة من أسهم وسندات. على هذا الأساس يُعد تسعير رؤوس الأموال أحد الوظائف الرئيسية للأسواق المالية، إذ تقوم بتحديد القيمة السوقية لمختلف أدوات الاستثمار المتداولة مثل الأسهم والسندات، ويتم ذلك من خلال آلية العرض والطلب، حيث يتفاعل البائعون والمشترون في السوق لتحديد سعر التوازن العادل لكل أداة استثمارية. فعلى سبيل المثال، عندما تطرح الشركات أسهماً جديدة،

يكون هناك سعر طرح أولي، ولكن السعر الحقيقي يتحدد بناءً على الطلب على شراء الأسهم من قبل المستثمرين واستعدادهم لدفع سعر معين مقابلها.

ويُمثل السعر السوقي للأسهم قيمة حصة المساهم في حقوق الملكية للشركة. كما أن استمرار تداول الأسهم وتغيير أسعارها بفعل العوامل الاقتصادية ونتائج أعمال الشركات، يتيح إعادة تسعير رؤوس الأموال بشكل مستمر وفقاً لقيمتها الحقيقية الجارية. وبذلك يمكن القول أنّ الأسواق المالية تؤدي دوراً أساسياً في تسعير رأس المال المستثمر في الاقتصاد عبر مختلف الأوراق المالية.

إنّ ما سبق عرضه من وظائف للأسواق المالية يعبر أكثر عن الوظائف التقليدية، حيث أننا يمكن أن ندرج وظيفتين هامتين تلعبهما الأسواق المالية اليوم بعد التحوّلات التي عرفتها:

### و. تنويع المخاطر

يتيح تنويع الاستثمارات في الأسواق المالية للمستثمرين توزيع أموالهم بين مجموعة كبيرة ومتنوعة من الأصول المالية مثل الأسهم والسندات وصناديق الاستثمار بدلاً من الاستثمار في أداة واحدة. ويقلل هذا من المخاطر غير المنتظمة (Unsystematic Risks) المرتبطة بأي شركة أو قطاع اقتصادي محدد، إذ أن تعرض المحفظة بشكل أكبر لهذه المخاطر يعني أن الخسائر المحتملة لا استثمار ما سيتم موازنتها بالعوائد الإيجابية من استثمارات أخرى، مما يحقق عوائد معدلة للمخاطر أفضل على المدى الطويل.

### ز. الرقابة على أداء الشركات

يعكس سعر السهم لشركة ما القيمة السوقية لتلك الشركة، ويرتفع أو ينخفض تبعاً لأدائها المالي ونتائجها وتوقعات نموها المستقبلي. لذلك فإن تداول الأسهم باستمرار يتيح للمساهمين والمحللين مراقبة وتقييم أداء الشركات بناءً على حركة السعر ومؤشرات الربحية، مما يساعد على تعزيز كفاءة إدارتها واتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.

هذا بالإضافة إلى أنّ إدراج أسهم شركة ما في البورصة يتطلب من الشركة مزيداً من معايير الشفافية والإفصاح لتقاريرها المالية، وعليه فإنّ كلّ الشركات المدرجة في السوق المالي.

## II.3. أنواع أسواق رؤوس الأموال

يمكن تقسيم الأسواق المالية إلى خمس أنواع رئيسية:

### أولاً. الأسواق النقدية The Money Market

إن مصطلح سوق النقد غير دقيق في الواقع، النقد - العملات - لا يتم تداولها في أسواق النقد، ومع ذلك، ونظراً لأن الأدوات المالية التي يتم تداولها هناك هي أوراق قصيرة الأجل وعالية السيولة، فهي قريبة جداً من أن تكون نقداً. وتشارك أدوات سوق النقد عموماً في عدة خصائص:

عادة ما يتم بيعها بكميات كبيرة؛

لديها مخاطر تعثر منخفضة؛

تستحق خلال عام واحد أو أقل من تاريخ إصدارها الأصلي. تستحق معظم أدوات سوق النقد في غضون 120 يوماً.

وبالتالي فالأسواق النقدية هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأدوات المالية ذات المدى القصير لأجل استحقاق أقل من 12 شهراً. وتشمل هذه السوق الصكوك الحكومية، الأوراق التجارية، شهادات الإيداع، واتفاقيات إعادة الشراء، تُعتبر هذه السوق أساسية للاقتراض والإقراض على المدى القصير للمؤسسات المالية والشركات والحكومات، وتتميز بسيولة عالية و مخاطر منخفضة نسبياً وتسوية سريعة. من أشهر أمثلتها عالمياً هو السوق ما بين البنوك في مدينة لندن.

#### LONDON INTERBANK MARKET

التعريف	سوق ما بين البنوك في لندن هو السوق الرئيسي لتداول العملات الأجنبية والإقراض قصير الأجل بين البنوك في لندن وحول العالم
النشأة	نشأ السوق في الستينات لتلبية احتياجات البنوك من التمويل بالعملات الأجنبية. وكانت بدايته في مدينة لندن نظراً لمركزها كمركز مالي عالمي رائد
الأهمية	يوفر السوق آلية للبنوك للحصول على السيولة بالعملات الأجنبية وإقراض بعضها البعض لفترات قصيرة تتراوح بين يوم واحد و12 شهراً
المشاركون	يشمل السوق كبرى البنوك التجارية وبنوك الاستثمار في لندن بالإضافة إلى مئات البنوك الأجنبية من أوروبا وأمريكا وآسيا
آلية العمل	يتم التداول بشكل رئيسي عبر الهاتف والحاسب الآلي، حيث تتفاوض البنوك ثنائياً على أسعار الفائدة وشروط الإقراض
الأسعار	يعد سوق ما بين البنوك في لندن المرجح الأساسي لتحديد أسعار الفائدة بين البنوك عالمياً، وخاصةً سعر الفائدة المعروف باسم لايبور (LIBOR (LONDON INTERBANK OFFERED RATE)) وهو سعر البيع، بينما يتم الشراء من هذا السوق وفق سعر آخر يسمى (LIBID)

LIBOR أو سعر الفائدة بين البنوك في لندن (London Interbank Offered Rate) هو سعر الفائدة المرجعي عالمياً للقروض قصيرة الأجل بين البنوك. يتم تحديد LIBOR يومياً بناءً على معدلات الفائدة التي تطلب بها البنوك الرئيسية في لندن لإقراض بعضها البعض، وتوجد عدة فترات استحقاق لسعر LIBOR تتراوح من يوم واحد وحتى 12 شهراً. ويستخدم LIBOR كمرجع لتسعير العديد من المنتجات والأدوات المالية مثل: القروض والسندات قصيرة الأجل، المشتقات المالية مثل مبادلات أسعار الفائدة، الرهون العقارية، بطاقات الائتمان... وبذلك فإن سعر LIBOR له تأثير مباشر على تكلفة الاقتراض والاستثمارات قصيرة الأجل عالمياً. ويعتبر هذا المعدل أساساً لعمليات البيع، بينما يتم الشراء من سوق لندن النقدي وفقاً لسعر آخر هو LIBID (London Interbank Offered Rate)، ولأن كثيراً من المتعاملين يشاركون في هذا السوق فهو سوق تنافسي جداً، حيث لا يتجاوز الفرق بين LIBOR وLIBID نسبة 0.125%.

ويوجد عموماً عدد من المتعاملين الرئيسيين في الأسواق النقدية:

☞ البنوك المركزية: تتدخل في الأسواق النقدية للتأثير على السيولة وأسعار الفائدة قصيرة الأجل؛  
 ☞ البنوك التجارية: تستخدم الأسواق النقدية للحصول على التمويل قصير الأجل وإدارة السيولة؛  
 ☞ شركات التأمين وصناديق الاستثمار: تستثمر أموالها في أدوات سوق النقد كودائع وأذونات خزنة؛

☞ الشركات والمؤسسات: تلجأ للأسواق النقدية لتغطية احتياجاتها قصيرة الأجل من النقد؛

☞ الحكومات: تصدر أدوات دين قصيرة الأجل لتمويل عجز الموازنة؛

☞ البنوك المركزية الأجنبية: تتعامل لأغراض إدارة الاحتياطيات؛

☞ المضاربون والمستثمرون: يستفيدون من تقلبات أسعار الفائدة قصيرة الأجل.

وبذلك تخدم الأسواق النقدية مجموعة واسعة ومتنوعة من المتعاملين ذوي الاحتياجات المالية قصيرة الأجل.

وتأتي أهمية الأسواق النقدية من خلال التوسط في مشكلة المعلومات غير المتماثلة بين المدخرين-المقرضين والمقرضين-المنفقين، ويمكن للبنوك تحقيق أرباح من خلال الاستفادة من وفورات الحجم أثناء تقديم هذه الخدمة. ومع ذلك، تخضع صناعة الخدمات المصرفية للمزيد من اللوائح والتكاليف الحكومية مقارنةً بأسواق النقد. في الحالات التي لا تكون فيها مشكلة

المعلومات غير المتماثلة خطيرة، تمتلك أسواق النقد ميزة تكلفة محددة مقارنةً بالبنوك في توفير الأموال قصيرة الأجل.

### ثانياً. أسواق الأسهم The Stock Markets

سوق الأسهم هو سوق مالي حيث يتم تداول الأسهم، وهي وحدات ملكية في الشركات، حيث يمكن للأفراد والمؤسسات شراء الأسهم وبيعها، مما يسمح للشركات بجمع رأس المال من خلال بيع الأسهم للمستثمرين.

يركز سوق الأسهم على ملكية الأسهم في الشركات، فعندما تشتري سهماً في شركة، فأنت تشتري جزءاً صغيراً من الشركة، تمنحك الأسهم الملكية في الشركة، مما يعني أن لديك الحق في التصويت في اجتماعات المساهمين وتلقي أرباح الأسهم (التوزيعات النقدية).

يهدف سوق الأسهم إلى جمع

الاسم الرسمي: بورصة نيويورك للأوراق المالية (New York Stock Exchange)

التأسيس: تأسست عام 1817م

الموقع: وول ستريت، نيويورك، الولايات المتحدة الأمريكية

عدد الشركات المدرجة: حوالي 2,400 شركة (كما في عام 2022م)

القيمة السوقية: حوالي 21.3 تريليون دولار أمريكي (عام 2021م)

أكبر شركاتها: أبل، مايكروسوفت، جونسون آند جونسون، والت ديزني

مؤشراتها: مؤشر داو جونز الصناعي، S&P 500

أنواع الأسهم: أسهم عادية، أسهم ممتازة، سندات، خيارات

رأس المال للشركات. عندما تبيع

شركة أسهماً، فإنها تبيع جزءاً من

الملكية في الشركة للمستثمرين،

ويمكن استخدام رأس المال هذا

لتمويل النمو أو الاستثمار أو الديون.

يلعب سوق الأسهم دوراً مهماً في

الاقتصاد، فهو يوفر وسيلة

للشركات لجمع رأس المال من المستثمرين، ويوفر للمستثمرين وسيلة لتحقق مكاسب رأسمالية. كما أنه يعكس أداء الاقتصاد الكلي، حيث أن الشركات الناجحة عادة ما يكون لها أسهم ذات قيمة أعلى.

### أ. كيفية التداول في سوق الأسهم

يمكن للمستثمرين شراء وبيع الأسهم في سوق الأسهم من خلال وسيط، الوسيط هو شركة تربط بين المشترين والبائعين. عندما تشتري سهماً، فإنك تدفع للوسيط رسوماً مقابل خدمته. ويتم تداول الأسهم في البورصة، وهناك العديد من البورصات في جميع أنحاء العالم، بما في ذلك أسهم بورصات الأسهم في العالم وهي: بورصة نيويورك NYSE وبورصة لندن LSE وبورصة طوكيو TSE.

تاريخياً، كانت بورصة نيويورك للأوراق المالية (NYSE) الأكثر شهرة بين بورصات الأوراق المالية المنظمة، وبدأت بورصة نيويورك لأول مرة التداول في عام 1792، عندما بدأ 24 وسيطاً تداول بضعة أسهم على وول ستريت، لا تزال بورصة نيويورك أكبر بورصة للأسهم في العالم وأكثرها سيولة، وكان التداول يتم في موقع محدد يلتقي فيه المشترون والبائعون بشكل منتظم لتداول الأوراق المالية باستخدام نموذج مزاد الصراخ المفتوح.

مع تكييف تكنولوجيا أكثر تطوراً لتداول الأوراق المالية، أصبح استخدام الصراخ أقل شيوعاً. حالياً، تعلن بورصة نيويورك عن نفسها كسوق هجين يجمع بين جوانب التداول الإلكتروني والتداول في السوق بنموذج المزاد التقليدي. في مارس 2006، اندمجت بورصة نيويورك مع Archipelago، شركة شبكة الاتصال الإلكتروني (ECN). في 4 إبريل 2007، تم إنشاء NYSE Euronext عن طريق دمج مجموعة بورصة نيويورك وشركة Euronext N.V. أكملت NYSE Euronext استحواذها على بورصة الأوراق المالية الأمريكية في عام 2009. في نوفمبر 2013، اشترت Intercontinental Exchange (ICE) بورصة NYSE Euronext مقابل حوالي 8.2 مليار دولار. وهناك أيضاً بورصات أسهم منظمة كبيرة حول العالم. أشهرها بورصة نيكوي في طوكيو وبورصة لندن في إنجلترا.

وهناك العديد من الطرق للاستثمار في سوق الأسهم. يمكن للمستثمرين شراء الأسهم الفردية أو الاستثمار في صناديق الاستثمار المتداولة ETFs أو صناديق الاستثمار المشتركة.

• **شراء الأسهم الفردية:** يعني شراء الأسهم الفردية شراء أسهم في شركة معينة. هذا يمنح المستثمرين سيطرة أكبر على استثماراتهم، ولكنه أيضاً أكثر خطورة.

• **الاستثمار في ETFs:** تُعرف صناديق الاستثمار المتداولة ETFs أيضاً باسم صناديق المتداولة في البورصة، وهي عبارة عن صناديق استثمار تتبع مؤشراً معيناً، مثل مؤشر S&P 500 ETFs هي وسيلة جيدة للمستثمرين الذين يرغبون في الاستثمار في مجموعة متنوعة من الشركات دون الحاجة إلى شراء الأسهم الفردية.

• **الاستثمار في صناديق الاستثمار المشتركة Mutual funds:** تُعرف صناديق الاستثمار المشتركة أيضاً باسم صناديق الاستثمار. وهي عبارة عن صناديق استثمار تدار من قبل مدير استثمار محترف. صناديق الاستثمار المشتركة هي وسيلة جيدة للمستثمرين الذين يرغبون في الحصول على مساعدة في إدارة استثماراتهم.

## ب. المتعاملون في سوق الأسهم

توجد عدة أطراف رئيسية تتعامل في سوق الأسهم، من أبرزهم:

- **المستثمرون الأفراد:** وهم الأشخاص العاديون الذين يشترون ويبيعون الأسهم لحسابهم الخاص بهدف تحقيق الأرباح.
- **شركات الاستثمار و صناديق الاستثمار:** وهي مؤسسات مالية تجمع أموال المستثمرين وتستثمرها في الأسهم وغيرها من الأصول المالية.
- **مديرو الصناديق:** وهم محترفون يديرون محافظ الاستثمار ويتخذون القرارات الاستثمارية نيابة عن المستثمرين في الصناديق.
- **المؤسسات والبنوك:** مثل البنوك الاستثمارية وشركات التأمين، والتي تستثمر أموالها في سوق الأسهم.
- **وسطاء ووكلاء البورصة:** وهم الوسطاء الذين ينفذون الصفقات نيابة عن المستثمرين مقابل عمولات.

## ثالثاً. أسواق السندات The Bond Markets

سوق السندات هو السوق الذي يتم من خلاله إصدار وتداول أدوات الدين طويلة الأجل مثل السندات الحكومية وسندات الشركات والبلديات. وتعد سوق السندات أحد أهم مكونات أسواق رأس المال حيث تلجأ إليها الحكومات والشركات والكيانات الأخرى لجمع التمويل طويل الأجل لتمويل مشاريع البنية التحتية والتوسع والاستثمار.

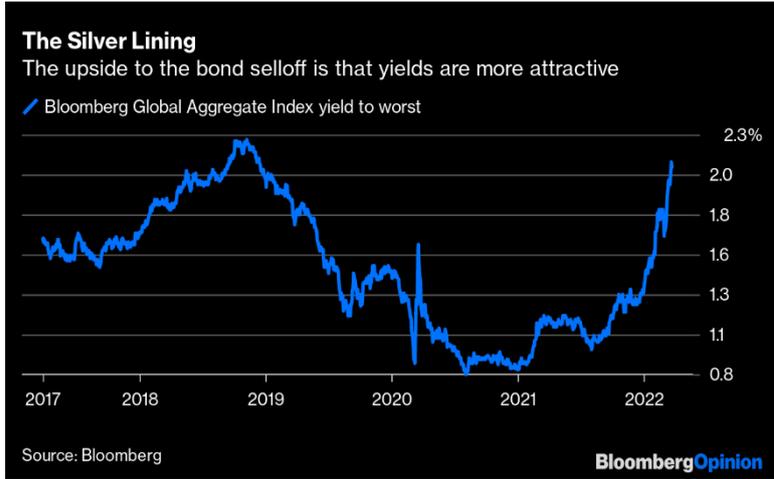
وتتميز سوق السندات بأحجام تداول كبيرة نظراً لضخامة رؤوس الأموال التي تحتاجها المشاريع طويلة الأجل. كما أن سوق السندات يوفر بديلاً استثمارياً يتميز بدخل ثابت ومخاطر منخفضة نسبياً مقارنة بالأسهم، مما يجعلها خياراً شائعاً لدى المستثمرين من الأفراد وصناديق الاستثمار وشركات التأمين الذين يبحثون عن عوائد مستقرة وآمنة. وتخضع سوق السندات للتنظيم من قبل هيئات تنظيم أسواق المال لضمان كفاءتها وشفافيتها.

الجهات الرئيسية المصدرة للأوراق المالية في أسواق رأس المال هي الحكومات الاتحادية والمحلية والشركات. تصدر الحكومة الاتحادية سندات وأذونات طويلة الأجل لتمويل الدين العام الوطني. كما تصدر حكومات الولايات والبلديات أيضاً سندات وأذونات طويلة الأجل لتمويل

مشاريع رأسمالية، مثل بناء المدارس والسجون. ولا تصدر الحكومات أبدأ أسهماً لأنها لا يمكنها بيع مطالبات ملكية.

تصدر الشركات كل من السندات والأسهم. إحدى أصعب القرارات التي تواجهها الشركة يمكن أن تكون ما إذا كان يجب عليها تمويل نموها بالديون أو حقوق الملكية. يُطلق على توزيع رأس مال الشركة بين الديون وحقوق الملكية اسم هيكل رأس المال.

المرتبة	الدولة	القيمة السوقية (تريليون دولار)
1	الولايات المتحدة	18
2	اليابان	12.8
3	المملكة المتحدة	9.7
4	ألمانيا	5.7
5	فرنسا	5.4
6	الصين	4.9
7	إيطاليا	4.6
8	كندا	4.1



قد تدخل الشركات أسواق رأس المال لأنها لا تملك رأس المال الكافي لتمويل فرص الاستثمار الخاصة بها. وبدلاً من ذلك، قد تختار الشركات الدخول إلى أسواق رأس المال لأنها تريد الحفاظ على رأس مالها للوقاية من الاحتياجات غير المتوقعة. في كلتا الحالتين، تعتبر توافر أسواق رأس مال تعمل بكفاءة أمراً حاسماً لاستمرار صحة القطاع التجاري، وقد تم إثبات ذلك بشكل مدهش خلال الأزمة المالية 2008-2009. مع انهيار أسواق السندات والأسهم تقريباً، جفت الأموال اللازمة لتوسع الأعمال. مما أدى إلى تراجع النشاط التجاري وارتفاع معدلات البطالة وبطء النمو. وما إن تم استعادة ثقة السوق حتى بدأ التعافي.

من أشهر أسواق السندات في العالم نجد سوق السندات الأمريكية، حيث تبلغ القيمة السوقية للسندات المتداولة فيه حوالي 18 تريليون دولار، وهو أكبر سوق سندات في العالم، ويتميز بحجم تداول كبير ودرجة عالية من السيولة.

ومن أهم السندات التي يتم تداولها في أسواق السندات عبر العالم نذكر:

- سندات الخزانة الأمريكية 10 سنوات Treasury Yield 10 Years
- سندات الخزانة الأمريكية 30 سنة Treasury Yield 30 Years
- سندات الشركات الأمريكية ICE BofA Corporate Bond

- ICE BofA High Yield Corporate Bond سندات الشركات الأمريكية ذات المخاطر العالية
- ICE BofA US Mortgage-Backed Securities سندات الرهن العقاري الأمريكية
- Eurozone Bond Index سندات اليورو
- Japan Government Bond Index سندات اليابان
- UK Gilts Index سندات المملكة المتحدة
- China Government Bond Index سندات الصين
- India Government Bond Index سندات الهند

التصنيف	النوع	المصدر	المخاطر	العائد
السندات الأمريكية	سندات الخزانة الأمريكية	الحكومة الأمريكية	منخفضة	منخفض
	سندات الشركات الأمريكية ذات التصنيف الائتماني الاستثماري	الشركات الأمريكية	متوسطة	متوسط
	سندات الشركات الأمريكية ذات المخاطر العالية	الشركات الأمريكية	عالية	مرتفع
	سندات الرهن العقاري الأمريكية	المؤسسات التي تستثمر في الرهن العقاري	متوسطة إلى عالية	متوسط إلى مرتفع
السندات العالمية	مؤشر سندات اليورو	حكومات الاتحاد الأوروبي	متوسطة	متوسط
	مؤشر سندات اليابان	الحكومة اليابانية	منخفضة	منخفض
	مؤشر سندات المملكة المتحدة	الحكومة البريطانية	متوسطة	متوسط
	مؤشر سندات الصين	الحكومة الصينية	متوسطة إلى عالية	متوسط إلى مرتفع
	مؤشر سندات الهند	الحكومة الهندية	متوسطة إلى عالية	متوسط إلى مرتفع

ويتمّ قياس أداء السندات بمؤشرات مختلفة من أشهرها:

- **مؤشر بلومبرغ باركليز الإجمالي العالمي Bloomberg Barclays Global Aggregate Index**: يتتبع الديون ذات التصنيف الاستثماري على مستوى العالم من 24 سوق بالعملات المحلية.
- **مؤشر جي بي مورجان العالمي للسندات JP Morgan Global Bond Index**: يقيس العوائد الإجمالية من أسواق الدخل الثابت العالمية. يضم أكثر من 15000 سند.
- **مؤشر بلومبرغ الإجمالي للسندات الأمريكية Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index**: المؤشر المرجعي لسوق الدخل الثابت ذو التصنيف الاستثماري في الولايات المتحدة.
- **مؤشر ICE BofA للعائد العالي بالدولار الأمريكي ICE BofA US High Yield Index**: يتتبع أداء سندات الشركات دون التصنيف الاستثماري والمصدرة في الولايات المتحدة.
- **مؤشر بلومبرغ باركليز الإجمالي للسندات باليورو Bloomberg Barclays Euro Aggregate Bond Index**: المقياس الرائد للسندات المسعّرة باليورو والمصدرة في أسواق اليورو أو منطقة اليورو.

• مؤشر **Markit iBoxx EUR Liquid High Yield Index**: يتتبع أكثر سندات الشركات عالية العائد باليورو.

• مؤشر **ICE BofA** لسندات الشركات عالية العائد بالدولار الأمريكي في آسيا: **ICE BofA Asian Dollar High Yield Corporate Bond Index** يقيس أداء السندات دون التصنيف الاستثماري المسعرة بالدولار الأمريكي من آسيا.

• مؤشر **JP Morgan EMBI Global Diversified Index**: يتتبع العوائد لأدوات الدين الخارجي المتداولة والأكثر نشاطا عبر الأسواق الناشئة.

• مؤشر **بلومبرغ باركليز للعائد الإجمالي لسندات الخزانة والبنوك الصينية: Bloomberg Barclays China Treasury and Policy Bank Total Return Index** يقيس أداء السندات المسعرة باليوان الصيني والصادرة من الحكومة الصينية وشبه السيادية.

#### رابعاً. أسواق الرهن العقاري **The Mortgage Markets**

أسواق الرهن العقاري هي الأسواق التي تتعلق بالتمويل العقاري حيث يتم من خلالها منح القروض الطويلة الأجل المؤمنة بالعقارات. تشمل هذه الأسواق عمليات الإقراض والاقتراض التي ترتبط بشراء أو تمويل العقارات، سواءً كان ذلك لغرض السكن الشخصي أو لأغراض تجارية. يُستخدم الرهن العقاري لتمويل شراء المنازل والشقق السكنية والمباني التجارية أو الاستثمارية. وتعتبر أسواق الرهن العقاري جزءاً أساسياً من النظام المالي حيث يتم تبادل الأموال والرهونات العقارية بين المقرض العقاري والمقرضين مثل البنوك والمؤسسات المالية الأخرى. يقدم المقرضون الرهونات العقارية للمقرضين ويحصلون على فائدة مقابل ذلك. وعادةً ما تكون هذه القروض مؤمنة بالعقارات نفسها كضمان للحصول على القرض.

الرهن العقاري هو قرض طويل الأجل مضمون بالعقارات. يمكن لمطور الحصول على قرض رهن عقاري لتمويل بناء مبنى مكثبي، أو يمكن لأسرة الحصول على قرض رهن عقاري لتمويل شراء منزل. في كلا الحالتين، يتم استهلاك القرض: يقوم المقرض بسداده مع مرور الوقت من خلال دفعات متزايدة من رأس المال والفوائد التي تؤدي إلى سداد الدين بالكامل عند الاستحقاق.

لفهم الرهن العقاري الحديث يجب مراجعة تاريخه، في البداية، كانت لدى العديد من الولايات قوانين تمنع البنوك من تمويل الرهن العقاري حتى لا تربط البنوك أموالها في قروض

طويلة الأجل، حيث قام قانون البنوك الوطنية لعام 1863 بتقييد تمويل الرهن العقاري بشكل أكبر. نتيجة لذلك، كان معظم عقود الرهن العقاري في الماضي تُرتب بين الأفراد، عادةً مع مساعدة محامي يجمع الأطراف معاً ويعد الأوراق. كانت مثل هذه القروض متاحة بشكل عام فقط للأثرياء والمتصلين اجتماعياً. ومع زيادة الطلب على الأموال طويلة الأجل، ظهر المزيد من وسطاء الرهن العقاري. كانوا في كثير من الأحيان يطلقون القروض في الجزء الغربي المتطور بسرعة من البلاد ويبيعونها إلى البنوك الاستثمارية وشركات التأمين في الشرق.

بدأت القروض الرهنية في الازدهار بشكل كبير في الولايات المتحدة بعد الحرب العالمية

الثانية نتيجة إقرار قانون ضمان القروض العقارية G.I. Bill عام 1944 الذي مكّن الجنود العائدين من الحصول على قروض ميسرة لشراء المساكن. ومع انهيار سوق الائحة الأمريكية وارتدادها

سوق الرهن العقاري الأمريكي هو الأكبر في العالم، ويتعامل في إصدار وتداول القروض العقارية لشراء المساكن في الولايات المتحدة. تجاوز إجمالي القروض العقارية 10.7 تريليون دولار أمريكي في 2020. المتعاملون الرئيسيون: المقرضون من الأفراد، المقرضون مثل البنوك وشركات الرهن العقاري، مؤسسات شراء الرهن مثل فاني ماي وفريدي ماك. حجم التشغيل: بلغ إجمالي القروض العقارية الجديدة حوالي 2.3 تريليون دولار أمريكي في عام 2019.

مستوى الدخل والطلب على المساكن بعد الحرب، تم إنشاء جهات إقراض متخصصة مثل فاني ماي Fannie Mae عام 1938 لشراء وضممان القروض الرهنية، وهي جهة حكومية تم تدعيمها فيما بعد بشركة Freddie Mac سنة 1970، ومع انتشار نظام الرهن العقاري ذي المعدل الثابت في الخمسينات والستينات ازدهر سوق الرهن العقاري بكثافة، وازدادت مصادر تمويله، ومع ازدهار عمليات الهندسة المالية وتوريق الديون وصل الأمر إلى ظهور منتجات مالية جديدة مثل الرهن العقاري المضمون وسندات الرهن، وتم التوسع في الإقراض وظهور مشاكل subprime loan وهي قروض رهنية تمنح لمتوسطي ومحدودي الدخل، أو أولئك الذين ليس لديهم تاريخ ائتماني كبير، وازدادت مشاكل هذه الأسواق بالإكثار من الإقراض لمعدومي الدخل بما يسمى NINJA loan (No Income, No Job, and No Assets loan) وهي قروض ذات مخاطر كبيرة لعدم السداد. كل هذا أدى إلى استمرار نمو سوق الرهن العقاري بوتيرة سريعة حتى حدوث الأزمة المالية عام 2008 التي كان لها تأثير كبير على هذا القطاع.

وتكمن إحدى حلقات تنشيط سوق الرهن العقاري في شركات تأمين القروض، مروراً بوكالات تصنيف الديون وعلى رأسها Moody's, S&P, Fetch، وتمر عملية توريق القروض وتأمينها وتصنيفها بعدة خطوات:

- التوريق: حيث يتم تجميع القروض العقارية أو الاستهلاكية وبيعها من البنوك والمؤسسات المالية إلى شركات توريق خاصة؛

- التأمين: تشتري شركات التأمين بوليصات تأمين على القروض المورقة لتغطية أية خسائر ناتجة عن التعثر في السداد؛

- التصنيف: تتولى وكالات التصنيف مثل S&P وموديز وفيتش تحليل وتصنيف مخاطر القروض المورقة وفق معايير الجودة الائتماني

- إصدار السندات: يتم إصدار سندات مدعومة بمجموعات القروض وبيعها للمستثمرين على أساس التصنيف الائتماني؛

- خدمة القروض: تقوم شركات متخصصة بخدمة القروض بعد التوريق من حيث تحصيل الأقساط ومعالجة التعثر، وهكذا تضمن عملية التوريق والتأمين والتصنيف تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول تجذب المستثمرين.

وتوفراً لسوق الرهن العقاري مجموعة متنوعة من المنتجات لتلبية احتياجات مختلفة للمقترضين، وتشمل بعض المنتجات الشهيرة في أسواق الرهن العقاري:

- القروض ذات الفائدة الثابتة **Fixed-rate mortgage: FRMs** تتمتع هذه القروض بسعر فائدة ثابت على مدى فترة القرض، مما يوفر دفعات شهرية متوقعة.

- القروض ذات الفائدة المتغيرة **Adjustable-rate mortgages: ARMs** تحمل هذه القروض سعر فائدة يمكن أن يتغير بشكل دوري، وغالباً ما يكون أقل في البداية مقارنة بالـ **FRMs**، لكنه قابل للتقلب.

- قروض إدارة الإسكان الفدرالية **FHA**: مؤمنة من قبل إدارة الإسكان الفدرالية ممثلة في مثل برامج فاني ماي وفريدي ماك وجيني ماي التي تشتري وتؤمن القروض السكنية، وهي مصممة للمقترضين من ذوي الدخل المنخفض إلى المتوسط الذين قد يكونون بحاجة إلى متطلبات أقل لدفعة الدفعة الأولى وتسهيلات أكبر في الائتمان.

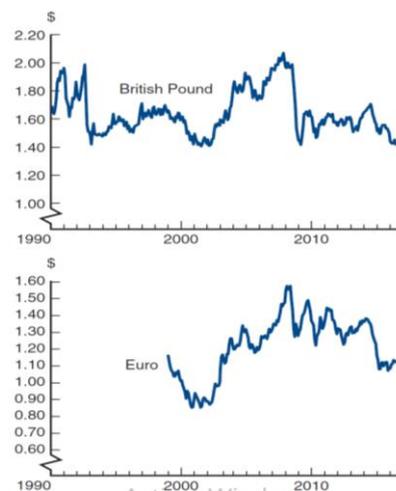
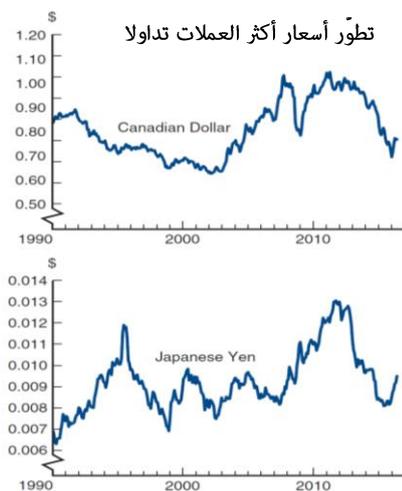
- قروض إدارة الشؤون العسكرية VA: مكفولة من قبل وزارة شؤون المحاربين القدامى، وهي متاحة للمحاربين القدامى المستحقين، وأفراد الخدمة النشطين، والأزواج الناجين، وتقدم فوائد مثل عدم الحاجة لدفعة دفعة أولى أو متطلبات التأمين العقاري.
- القروض الضخمة Jumbo Mortgages: تتجاوز هذه القروض حدود القروض المتوافقة مع القوانين الاتحادية المحددة من قبل مؤسسات الدعم الحكومية مثل فاني ماي وفريدي ماك، وتستهدف العقارات ذات القيمة العالية.
- القروض بدون دفعة رأس المال Interest-only Mortgages: يدفع المقترضون فقط الفائدة لفترة معينة قبل أن ينتقل القرض إلى دفعات رأس المال والفائدة.
- القروض العكسية Reverse Mortgages: عادةً ما تكون لمالكي المنازل كبار السن، تتيح للمقترضين تحويل حقوق الملكية إلى سيولة نقدية، مما يكون مفيداً بشكل خاص للمقاعدنين.
- سندات الرهن العقاري Mortgage-backed securities (MBS): سندات مدعومة بمجموعات من القروض العقارية المورقة.
- سندات الرهن العقاري المضمون Collateralized Debt Obligations: مغطى بوثيقة تأمين لتعويض المقرض في حال التخلف عن السداد.
- مشتقات الرهن العقاري Mortgage derivatives: مثل خيارات الرهن العقاري ومقايضات معدلات الفائدة.
- خطط الإنقاذ من الرهن Mortgage rescue plans: تقدمها شركات خاصة لمساعدة المقترضين على تجنب التخلف عن السداد.

#### خامساً. أسواق العملات The Foreign Exchange Markets

سوق العملات هو السوق الذي يتم فيه بيع وشراء العملات الأجنبية، وهو على عكس الأسواق التي تم التطرق إليها سابقاً على اعتبار أنها أسواق منطمة، فهو سوق غير منظم وغير مركزي، يندرج ضمن تعاملات فوق المنضدة (over-the-counter).

لا يمكنك الذهاب إلى موقع مركزي لمشاهدة تحديد أسعار الصرف؛ فالعملات لا تُتداول على بورصات مثل بورصة نيويورك. بدلاً من ذلك، يُنظم سوق الصرف الأجنبي كسوق خارج البورصة حيث يقف عدة مئات من الوسطاء (أغلبهم من البنوك) على استعداد لشراء وبيع الودائع

المعربة بالعملات الأجنبية. ونظراً لأن هؤلاء الوسطاء على اتصال دائم عبر الهاتف والكمبيوترات، يكون السوق منافساً للغاية؛ حيث يعمل عملياً بنفس طريقة السوق المركزي. يعمل سوق الصرف الأجنبي على نطاق عالمي، مما يسهل تبادل العملات بين جهات مختلفة، مثل المؤسسات المالية والشركات والحكومات وصناديق التحوط والمتداولين الفرديين. يعمل هذا السوق غير المركزي على مدار 24 ساعة في اليوم، خلال خمسة أيام في الأسبوع، عبر مناطق زمنية مختلفة، مما يجعله واحداً من أكثر الأسواق المالية سيولة وتأثيراً على الصعيد العالمي. تقع مراكز التداول الرئيسية للعملات في لندن ونيويورك وطوكيو وهونج كونج وسنغافورة، إلا أن التداول يمتد عبر 24 منطقة زمنية في جميع أنحاء العالم. يدعم سوق العملات التجارة والاستثمارات الدولية من خلال السماح للشركات بتحويل العملات. وتشارك البنوك المركزية لمواءمة أسعار الصرف مع العوامل الاقتصادية والتحكم بالتقلبات. ويواصل الابتكار المالي زيادة حجم التداول وكفاءته. وأصبح سوق العملات أكثر سهولة الوصول للمستثمرين الأفراد من خلال وسطاء التداول عبر الإنترنت.



يعمل سوق الصرف الأجنبي كمصدر للمشاركين للمشاركة في تداول العملات، بهدف الربح من تقلبات أسعار الصرف، ومن العملات الرئيسية المتداولة في هذا السوق نجد: الدولار

الأمريكي (USD)، اليورو (EUR)، الين الياباني (JPY)، الجنيه الإسترليني (GBP)، الفرنك السويسري (CHF)، الدولار الكندي (CAD)، الدولار الأسترالي (AUD)، وغيرها، بنشاط. يحلل المشاركون في السوق المؤشرات الاقتصادية والأحداث الجيوسياسية وسياسات البنوك المركزية وعوامل أخرى تؤثر في تقييمات العملات، مما يسهم في تقلبات وتعقيدات السوق.

كيف يتم التداول في منصات سوق العملات الأجنبية؟

النقطة المهمة التي يجب ملاحظتها هي أنه على الرغم من أن البنوك والشركات والحكومات يتحدثون عن شراء وبيع العملات في أسواق الصرف الأجنبي، إلا أنهم لا يحملون حزمة من الدولارات ويبيعونها مقابل جنيهه إسترليني، بل تشمل معظم التداولات شراء وبيع الودائع المصرفية بعملات مختلفة. لذا عندما نقول أن البنك يشتري الدولارات في سوق الصرف الأجنبي، نقصد فعلياً أن البنك يشتري الودائع بالدولارات. حيث تكون حجم التداولات في هذا السوق هائلاً، يتجاوز 5 تريليون دولار في اليوم.

تقع مراكز التداول الرئيسية للعملات في لندن ونيويورك وطوكيو وهونج كونج وسنغافورة. إلا أن التداول يمتد عبر 24 منطقة زمنية في جميع أنحاء العالم. يدعم سوق العملات التجارة والاستثمارات الدولية من خلال السماح للشركات بتحويل العملات. وتشارك البنوك المركزية لمواءمة أسعار الصرف مع العوامل الاقتصادية والتحكم بالتقلبات. ويواصل الابتكار المالي زيادة حجم التداول وكفاءته. وأصبح سوق العملات أكثر سهولة الوصول للمستثمرين الأفراد من خلال وسطاء التداول عبر الإنترنت.

الصفقات في سوق الصرف الأجنبي تتكون من صفقات تجاوز قيمتها مليون دولار، والسوق الذي يحدد أسعار الصرف في مربع أخبار المال التالي ليس هو المكان الذي تُشتري فيه العملة الأجنبية للسفر إلى الخارج، بل نشترى العملة الأجنبية في السوق الجزئي من البنوك أو الوكالات المتخصصة مثل American Express لشركة معروفة بخدماتها المالية العالية الجودة والتي توفر مجموعة واسعة من الخدمات والمزايا لعملائها في العديد من البلدان حول العالم. تشتهر American Express بشعارها العالمي "Don't Leave Home Without It" الذي يعكس ثقة العملاء بها وبطاقاتها في التعاملات المالية والسفر. ونظراً لأن الأسعار التجزئة أعلى من الأسعار الجملة، عند شراء العملة الأجنبية، نحصل على وحدات أقل من العملة الأجنبية بالدولار الواحد، أي ندفع ثمناً أعلى للعملة الأجنبية مقارنة بأسعار الصرف المذكورة في النشرات الإعلامية.

أحد السمات المميزة للسوق هو سيولته العالية، مما يمكن من تنفيذ الصفقات بسهولة مع الحد الأدنى لتلاعب الأسعار، يحدث تداول العملات الأجنبية بأزواج، حيث يتم تبادل عملة واحدة بأخرى بسعر صرف متفق عليه، وتتقلب أسعار الصرف باستمرار بسبب عوامل مختلفة، مما يوفر فرصاً للتداولين لالتكهن بحركات العملات والاستفادة من التغيرات المحتملة في

الأسعار. وعموماً تساعد أسواقاً لعملات في عمليات التّحكيم، وهي عمليات شراء عمولات من سوق معيّن وبيعها في سوق آخر، وهو ما يرفع درجة الترابط بين الأسواق عبر العالم.

كأين تقع سوق العملات المشفرة في الأسواق المالية اليوم؟

بالموازاة مع العملات التقليدية، ظهرت العديد من العملات المشفرة، وقد تزايد الاعتماد عليها منذ 2010، وقد بلغ حجم تداول هذه العملات حوالي 1.33 تريليون دولار في عام 2023، ومن أهمّ العملات المتداولة اليوم نجد: Bitcoin، Ethereum، Ripple، Dash...

العملات الرقمية أو العملات المشفرة هي أشكال من العملات المؤسّسة على التكنولوجيا الرقمية، وتعتمد على شبكات الكمبيوتر المؤمنة بتقنيات التشفير. يمثل البتكوين Bitcoin أول عملة رقمية ظهرت في عام 2009، وهي تعتبر أشهرها وأولها، لكن هناك العديد من العملات الرقمية الأخرى المعروفة مثل إيثيريوم Ethereum، ريبل Ripple، وتتميز العملات الرقمية بعدة جوانب، منها:

• لامركزية: لا يتحكم أحد أو جهة مركزية في هذه العملات، بل تتم معاملة وتسجيل المعاملات عبر شبكة موزعة؛

• التشفير والأمان: يتم استخدام تقنيات التشفير لحماية العملات الرقمية وضمان سرية وأمان المعاملات؛

• تقنية البلوكشين Blockchain: تقنية البلوكشين تسجل المعاملات بشكل متسلسل وجماعي في كتل متصلة ببعضها البعض، مما يزيد من الأمان والشفافية.

وتستخدم العملات الرقمية لعدة أغراض، منها الاستثمار والتداول والمدفوعات الرقمية، ويتطلب استخدامها فهماً للتكنولوجيا والمخاطر المرتبطة بهذا النوع من الأصول المالية، ويجب أن يقوم المستثمرون بإجراء البحث والتقييم الجيد قبل المشاركة في الأسواق المشفرة.

اليوم وبعد رواج العملات المشفرة، تعمل الحكومات على إصدار عملات مشفرة مركزية خاصة بها، على غرار اليوان الرقمي الصيني Digital Yuan في الصين، والبترو Petro في البيرو، كما تعمل الإمارات العربية المتحدة على إصدار عملتها الرقمية Emcash، وفي الجزائر توجّهت الحكومة نحو رقمنة العمليات المالية من خلال إدراج تعاملات رقمية بين البنك المركزي والبنوك التجارية وفق ما يسمى الدينار الرقمي الجزائري، وقد تمّ إقراره في القانون النقدي والمصرفي

الصادر في جويلية 2023. ويذكر أنّ الدينار الرقمي ليس له علاقة بالعملات المشفرة، بل هو آلية رقمية للتعاملات المالية بين بنك الجزائر والبنوك العاملة في القطر الوطني.

ويتمّ تداول العملات المشفرة اليوم عبر عدد من المنصات الرّمية نذكر منها:

• **Binance**: تُعد واحدة من أكبر وأشهر منصات تداول العملات الرقمية في العالم من حيث حجم التداول. توفر مجموعة واسعة من العملات والأدوات المالية الرقمية.

• **Coinbase**: منصة موثوقة وشهيرة تُمكن المبتدئين والمتداولين المحترفين من شراء وبيع عملات مشفرة مثل بيتكوين وإيثريوم.

• **Kraken**: توفر خدمات تداول متعددة لعدة عملات رقمية مختلفة، وتُعتبر منصة ذات سمعة جيدة في السوق.

• **Huobi**: تُعتبر منصة صينية عالمية واسعة النطاق تدعم تداول مجموعة واسعة من العملات الرقمية.

• **eToro**: تقدم منصة تداول اجتماعية تسمح للمتداولين بمتابعة و نسخ استراتيجيات التداول للمستثمرين الآخرين.

إنّ الأسواق التي قمنا بتفصيلها، تصنّف في مراجع أخرى ضمن تصنيفات أخرى، ولعلّ أهمّها هو تصنيف الأسواق حسب تنظيمها ومركزيتها، حيث نجد أسواق مركزية منظمّة كالأسواق التقدية، والأسواق المالية وأسواق الرهن العقاري، بينما نجد أسواقا غير منظمّة يتمّ فيها تداول العملات الأجنبية، وتجدد الإشارة إلى أنّ الأسواق المنظمّة تكون عادة خاضعة لتشريعات محدّدة، ورقابة مركزية من الشركات المالكة للبورصة، كما تتميز الأدوات المتداولة فيها بنمطية معيّنة تساعد في تسهيل التداولات، بينما لا تخضع الأسواق اللامركزية OTC إلاّ لممارسات التفاوض بين المتعاملين، وتسير وفق قواعد تخضع لإجماع وعرف المتعاملين.

ملاحظة مهمّة: إنّ الأسواق التي تمّ تفصيلها هنا ليست معزولة، بل مترابطة وتؤثر على بعضها البعض من خلال قنوات مختلفة، على سبيل المثال، يمكن أن تؤدي التغييرات في أسعار الفائدة في سوق المال إلى انتشارها عبر أسواق السندات والأسهم. يمكن أن يؤثر أداء سوق الأسهم على أسعار الرهن العقاري والتحويلات في سوق صرف العملات.

---

الفصل الثالث:  
الأدوات المتداولة في أسواق رأس المال

### III. الأدوات المالية المتداولة في أسواق رأس المال

من خلال اعتبار أنّ للأسواق عناصر أربع: بائعون، مشترون، سلع وأسعار، فلأسواق رأس المال منتجات يتم تداولها بيعاً وشراءً، وتنقسم إلى عدّة أصناف حسب نوع الملكية وتاريخ الاستحقاق وطرق التداول في السوق العاجل أو الآجل، ويمكن تقسيم المنتجات المتداولة إلى قسمين: قسم يتمّ تداوله في الأسواق النقدية (الأجل القصير)، وقسم يتمّ تداوله في الأجل الطويل في الأسواق المالية.

#### III.1. الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية

يتمّ تداول عديد المنتجات في الأسواق المالية، وهنا يجب التمييز بين أصناف هذه المنتجات، والتي يتمّ تداولها وفقاً لنوع السوق (سوق مالي، سوق بضائع، سوق عملات....)، وكذلك نوع المعاملة (فورية وآجلة...)، كما يمكن تصنيف المنتجات وفقاً لمنتجات أصلية ومنتجات مشتقة. ونظراً لتخصيص جزء منفصل من هذه الدروس للتفصيل في المشتقات المالية؛ سنقتصر هنا في شرح المنتجات الأصلية في الأسواق المالية والتي يمكن تقسيمها عموماً إلى قسمين: منتجات يتم الطلب عليها بغية زيادة رأس المال، وأخرى يتم الاستثمار فيها بغية الحصول على توزيعات الدّخل.

#### أولاً. الأسهم Stocks

تعتبر الأسهم أهمّ الأدوات التي يتمّ تداولها في الأسواق المالية، وقد عرف ظهورها انتقالاً مهماً في تاريخ الشركات وطرق التمويل، وجاء إدراج نيويورك لقانون المسؤولية المحدودة نقطة تحوّل كبيرة في تاريخ الشركات عبر العالم.

#### أ. مفهوم وتطورّ الأسهم

وقد ظهرت الأسهم في هولندا في القرن السابع عشر، عندما أصدر الهولنديون شركة الهند الشرقية الهولندية (VOC) سهماً للجمهور العام، كانت هذه أول شركة مساهمة حديثة، وأصبحت الأسهم أداة استثمارية شائعة في جميع أنحاء العالم.

في القرن الثامن عشر، بدأت الشركات في الولايات المتحدة في إصدار الأسهم أيضاً، وكانت شركة قناة بنسلفانيا أول شركة أمريكية تصدر أسهماً، في عام 1790، ثمّ تلتها شركة السكك الحديدية في ولاية نيويورك سنة 1844، وفي القرن التاسع عشر، أصبحت الأسهم أكثر شيوعاً في جميع أنحاء العالم. أدى النمو الاقتصادي السريع إلى زيادة الطلب على الأسهم، كما أدت التطورات في التكنولوجيا المالية إلى تسهيل تداول الأسهم.

في القرن العشرين، شهدت الأسهم نمواً هائلاً. أدى النمو الاقتصادي المستمر إلى زيادة الطلب على الأسهم، كما أدت التطورات في التكنولوجيا المالية إلى تسهيل تداول الأسهم وزيادة السيولة في الأسواق المالية.

اليوم، تعد الأسهم أداة استثمارية شائعة في جميع أنحاء العالم. توفر الأسهم للمستثمرين إمكانية تحقيق مكاسب رأسمالية من خلال نمو قيمة الشركة، بالإضافة إلى إمكانية الحصول على دخل من خلال توزيعات الأرباح.

يُصطلح على الأسهم باسم shares أو Equities وتعبّر عموماً عن شهادات ملكية في شركة ما، يصبح الشخص مساهماً ويحصل على جزء من شركة عندما يشتري أسهماً فيها، الأسهم جزء حيوي من النظام المالي، حيث تتيح للشركات جمع الأموال من خلال عرض أسهم ملكية على المستثمرين في أعما لها وتوزيعات الأرباح المحتملة، وكذا القدرة على التصويت على القرارات التنفيذية، واحتلال المكاسب المالية إذا ارتفعت قيمة الأسهم، كلها تسمح للمساهمين بالمشاركة في نجاح الشركة.

تتأثر أسعار الأسهم بالعديد من المتغيرات، مثل ديناميكيات السوق وأداء الشركة والتطورات الاقتصادية، وللمحد من المخاطر، يقوم المستثمرون غالباً بتنويع استثماراتهم من خلال شراء أسهم من مجموعة متنوعة من الشركات والقطاعات. من أجل اتخاذ قرارات استثمارية حكيمة في عالم الأسواق المالية المتقلب، يجب أن يكون لدى المستثمر فهم شامل للأسهم، والذي يتضمن تقييم الوضع المالي للشركة، وإمكانات النمو، والمناخ السوقي العام.

كما ذكرنا آنفاً، فالسهم هو وثيقة ملكية تمثل حصة في رأس مال شركة مساهمة، وله عديد من المزايا، حيث يخوّل لمالكه حق التصويت في الجمعيات العامة للشركة والحصول على توزيعات الأرباح، بالإضافة إلى إمكانية بيعه والاستفادة من هواش تنتج عن فروق بين قيمة الشراء والبيع.

ويتم عادةً توثيق امتلاك الأسهم عن طريق ما يسمّى شهادات الأسهم stock certificate والتي تثبت امتلاك عدد من الأسهم في شركة محددة، ويتم عادةً إدراج معلومات تخصّ عدد الأسهم، الشركة، إسم حامل الأسهم وبيئتها، كما يمكن أن تتضمن نسبة امتلاك الشخص حامل الشهادة لأسهم الشركة، ويمكن توضيح نموذج لهذه الشهادة وفق الصورة الموالية:



### ب. أنواع الأسهم

تنقسم الأسهم عموماً إلى ثلاث أنواع رئيسية، هي الأسهم العادية، الأسهم الممتازة وأسهم الخزينة، غير أننا يمكن أن نصادف تسميات أخرى لأنواع من الأسهم سنذكر بعضها لاحقاً.

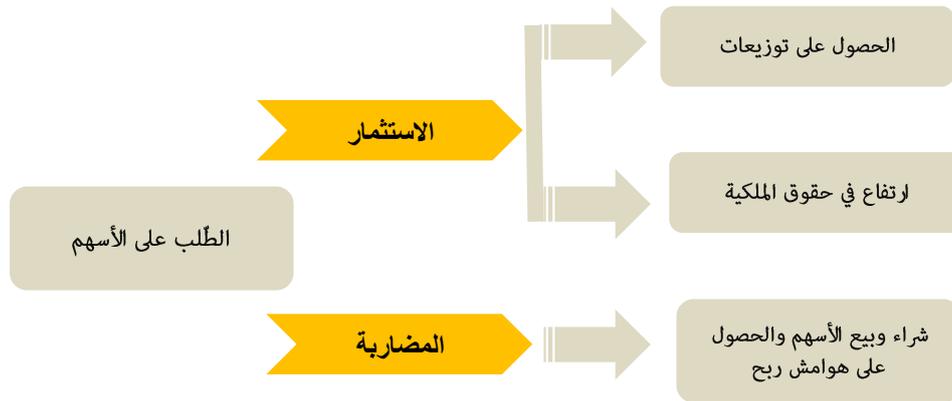
#### السهم العادية Common Stock

تملكها الحق في التصويت في الجمعية العامة وانتخاب مجلس الإدارة. يحصل حاملها على حصة من أرباح الشركة على شكل توزيعات نقدية. في حالة تصفية الشركة، يكون لحاملها الأولوية في الحصول على حصتهم من موجودات الشركة.

تعتبر الأكثر شيوعاً واستخداماً وتداولاً في الأسواق المالية، ويمكن اعتبارها أهم أنواع التي يطلبها

المستثمرون، وتمثل الحصة الكبرى لحجم التداول في الأسواق. وتمكن الأسهم العادية الشركات من التوسع في عمليات الاستثمار نظراً لكونها أدوات طويلة الأجل، فهي لا تمثل عبء تمويلياً على الشركة، نظراً لعدم مطالبة الملاك بقيمتها، باعتبارها مستندات ملكية لا مديونية، ورغم ذلك فهي لا تخفف من العبء الضريبي على الشركة، وذلك لأن الضرائب المفروضة على الشركة يتم فرضها قبل توزيع الأرباح المقررة.

وينقسم الطلب على الأسهم العادية عموماً إلى قسمين كما في الشكل الموالي:



في الحقيقة ورغم إمكانية الحصول على توزيعات نقدية لأصحاب الأسهم العادية، فإن أغلب الشركات لا تقوم بذلك، حيث يركّز مجلس الإدارة على إعادة استثمار هذه الأموال في الشركة، وبالتالي تظهر القيمة هنا في ارتفاع حقوق الملكية للسهم.

وتتسم الأسهم العادية بالمخاطرة العالية لكن مع فرص عائد أكبر، ويتم إصدار الأسهم العادية من قبل الشركة بالاعتماد على ما يسمّى بنوك الاستثمار، ويكتتب فيها من قبل المستثمرين، وهنا نفرّق بين نوعين من رأس المال الناتج عن عملية الإصدار:

**رأس المال المدفوع:** وهو قيمة الأسهم التي تم إصدارها وتم الاكتتاب فيها، بمعنى أنّ الشركة حصلت على القيمة الإسمية للأسهم.

**رأس المال غير المدفوع:** ويعبر عن الأسهم التي تم إصدارها ولم يتم الاكتتاب فيها بعد. وتتقسم الأسهم العادية حسب الخصائص إلى:

• **الأسهم المعفاة من الضرائب Tax-Exempt Common Stock:** هذه الأسهم تتمتع بامتيازات خاصة تتعلق بالضرائب، مما يسمح بعدم فرض الضرائب على الأرباح المحققة من بعض الأنشطة. تُصدر هذه الأسهم عادةً من قبل الحكومات أو المؤسسات الحكومية أو الشركات التي تعمل في قطاعات معينة، مثل التعليم أو الصحة.

• **الأسهم ذات الحقوق الخاصة Class A, Class B, ...:** تحتوي بعض الشركات على متغيرات من الأسهم العادية تحمل أرقاماً أو أحرفاً مثل الفئة "أ" أو "ب". تختلف هذه الأسهم فيما بينها من حيث حقوق التصويت والتوزيعات النقدية والأمور الأخرى. على سبيل المثال، قد تتمتع أسهم الفئة "أ" بحقوق تصويت أعلى من أسهم الفئة "ب"، أو قد تتلقى أسهم الفئة "ب" توزيعات نقدية أعلى من أسهم الفئة "أ".

• **الأسهم ذات القيمة الاسمية المرتفعة High-Value Common Stock:** يتميز هذا النوع من الأسهم بأنها تمتلك قيمة اسمية أعلى مما يعني أن سعر السهم الفعلي يكون أعلى مما هو شائع في السوق. عادةً ما تصدر هذه الأسهم من قبل الشركات الكبرى أو الشركات الناجحة التي تتمتع بسجل حافل من النمو.

• **الأسهم المضاعفة Multiplier or Multiple Common Stock:** هذه الأسهم تأتي مع بنية تمويلية تسمح بمزيد من الحقوق أو المميزات لحاملي الأسهم مثل توزيعات الأرباح أو الحقوق في حالة الاستحواذ على الشركة. على سبيل المثال، قد تمنح الأسهم المضاعفة لحامليها الحق في تلقي عدد من الأسهم العادية الإضافية مقابل كل سهم عادي يمتلكونه في حالة استحواذ على الشركة.

☞ **الأسهم الممتازة Preferred Stock** هي نوع خاص من الأسهم تتمتع بمزايا وحقوق معينة، حيث تمكن أصحابها من الأولوية في الحصول على الأرباح السنوية قبل أصحاب الأسهم العادية، كما أنها توفر دخلاً ثابتاً ومنتظماً على شكل توزيعات سنوية مضمونة، على عكس الأسهم العادية التي قد تفشل الشركة في دفع توزيعات لها، كما أنها تتسم بمخاطرة مالية أقل من الأسهم العادية نظراً لأولويتها في توزيع الأرباح واسترداد رأس المال.

☞ لا تمنح حامليها الحق في التصويت عادةً، لكن قد تمنحهم حقوق تصويت محدودة في حالات معينة تمس مصالحهم. ☞ في حالة تصفية الشركة أو إفلاسها، يكون لها أولوية استرداد رأس المال قبل أصحاب الأسهم العادية

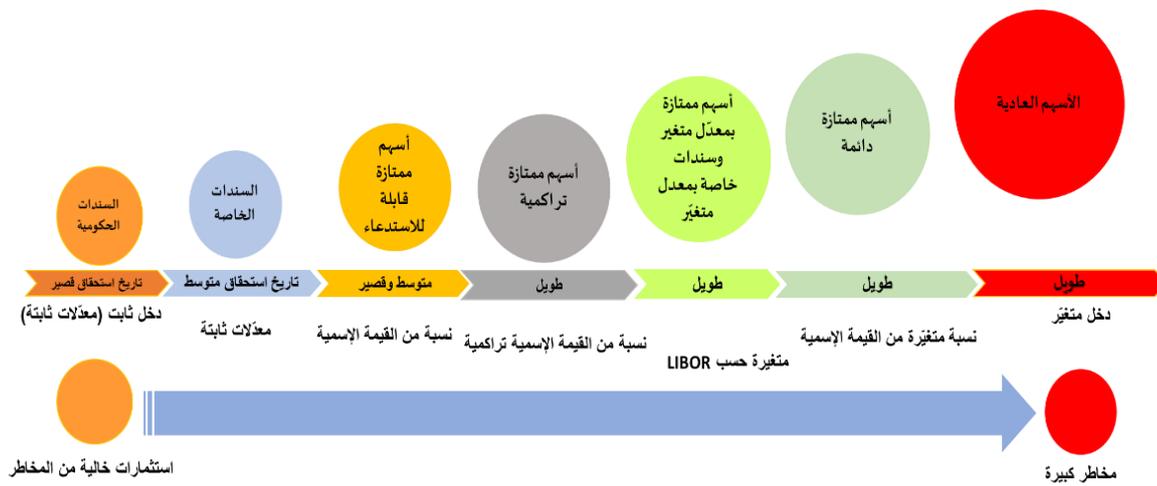
وعلى عكس الأسهم العادية التي تندرج ضمن الأدوات المالية ذات الدخل المتغير، فالأسهم

الممتازة أقرب للأدوات المالية ذات الدخل الثابت، وذلك لضعف هامش الحصول على أرباح أكبر في حال تحقيقها من الشركة. وعلى

فباختصار، الأسهم الممتازة لديها نسبة معينة من الأرباح، عادة تحتسب وفق نسبة معينة من القيمة الاسمية لإصدارها، لذلك فهامش التغيير في التوزيعات ضئيل جداً.

كما تنقسم الأسهم الممتازة إلى أقسام عدة نصلها فيما يلي:

- **الأسهم الممتازة التراكمية Cumulative Preferred Stock**: هذا النوع يضمن أنه إذا لم تدفع الشركة الأرباح في فترة معينة، يتراكم المبلغ ويجب دفعه قبل أي توزيع للأرباح على الأسهم العادية.
  - **الأسهم الممتازة غير التراكمية Non-Cumulative Preferred Stock**: على عكس الأسهم الممتازة التراكمية، إذا لم تدفع الأرباح في فترة معينة، فإنها لا تتراكم أو تحمل إلى الفترات اللاحقة.
  - **الأسهم الممتازة التحويلية Convertible Preferred Stock**: هذه الأسهم توفر مرونة تحويل الأسهم الممتازة إلى عدد محدد مسبقاً من الأسهم العادية، مما يوفر للمستثمرين فرصة للاستفادة من التقدير المحتمل لقيمة أسهم الشركة في المستقبل.
  - **الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء Callable Preferred Stock**: لدى الشركات الحق في استرداد هذه الأسهم بسعر محدد بعد تاريخ معين. هذه الميزة تتيح للشركة شراء الأسهم مرة أخرى، وعادةً بعد فترة معينة، والتي قد تؤثر على عوائد المستثمر.
  - **الأسهم الممتازة الدائمة Perpetual Preferred Stock**: هذه الأسهم ليس لها تاريخ استحقاق محدد، مما يجعلها تشبه إلى حد كبير الدخل الدائم مع دفع الأرباح بشكل مستمر، شريطة استمرارية استقرار الشركة.
  - **الأسهم الممتازة ذات المعدل المتغير (المشاركة في الأرباح) Adjustable-Rate Preferred Stock**: نسبة الأرباح على هذه الأسهم تتغير استناداً إلى مؤشر محدد مسبقاً، غالباً مؤشر سعر الفائدة القصيرة الأجل، مما يوفر تحوطاً ضد تقلبات أسعار الفائدة.
- نلاحظ هنا أن أقرب الأسهم الممتازة للأسهم العادية هي تلك ذات المعدل المتغير. ويمكن هنا إدراج رسم تمثيلي للعلاقة بين نوع الدخل (ثابت ومتغير)، والمخاطرة والأرباح حسب مختلف أنواع الأوراق المالية.



### أسهم الخزينة Treasury Stock

هي أسهم سبق إصدارها وتم استردادها لاحقاً من قبل الشركة نفسها، حيث تحتفظ بها الشركة في خزائنها ولا يتم تداولها، لا تحمل أي حقوق تصويت أو توزيعات أرباح، تستخدمها الشركة فيما بعد لأغراض مثل مكافآت الموظفين أو إعادة إصدارها. ويؤدي رفع نسبتها لدى المؤسسة لزيادة الربحية لكل سهم متبقي.

اليوم، تقوم معظم الشركات بالاحتفاظ بهذا النوع من الأسهم في خزائنها لا استخدامه لأغراض سوقية، حيث يمكنها بيعها بشكل مكثف لمحاولة التخفيف من ضغوط الطلب على أسهمها، ويكون ذلك عموماً بهدف تسييل الأسهم وجعلها أكثر تداولاً من خلال تخفيض أسعارها، كما يمكن للشركات اليوم أن تقوم بسحب أسهم من السوق بشرائها وتحويلها إلى أسهم خزينة، وذلك بغية التقليل من عرض الأسهم وبالتالي الرفع من أسعارها وعوائدها، يذكر أن الشركات اليوم تقوم بهذه العملية بالاعتماد على صناديق استثمار معينة أحياناً، ولا يتم استخدام أسهم الخزينة أصلاً.

كما يمكن أن نصادف أحياناً مصطلحات أخرى حول الأسهم، نورد بعضها فيما يلي:

- **أسهم الرقاقات الزرقاء Chip-Blue:** تسمى أيضاً الأسهم القيادية أو أسهم الشريحة الزرقاء أو أسهم الدرجة الأولى، وهي تشير إلى أسهم الشركات الكبرى التي لها سمعة راسخة ظلت تكسبها لسنوات، والسمات المميزة الرئيسية لمثل هذه الكيانات التجارية هي الاستقرار المالي، والبنية التحتية المصممة بشكل جيد، وتقارير الأرباح المثيرة للإعجاب، وتاريخ قوي من النمو المستدام.

• أسهم المنحة Bonus shares: يُشار إلى مصطلحي "أسهم المكافأة" أو "أسهم المنح" بالأسهم الإضافية التي تصدرها الشركة لمساهميها الحاليين مجاناً، وبنسبة تتناسب مع حصصهم الحالية. تُمنح هذه الأسهم كمكافأة وتُوزع عادةً عندما ترغب الشركة في مكافأة مساهميها دون تغيير هيكل الملكية العام أو تخفيف قيمة الأسهم الحالية. يتلقى المستثمرون هذه الأسهم مجاناً ولكنهم لا يتلقون أي دفعة نقدية مباشرة، ومع ذلك تزداد حصصهم الإجمالية في ملكية الشركة. غالباً ما تستخدم الشركات هذه الاستراتيجية لتعزيز ولاء المساهمين وثقتهم. كما تعتمد بعض الشركات إلى منح هذه الأسهم للمساهمين الحاليين عوضاً عن توزيعات نقدية للأرباح، ما يعني أنها توزيعات نقدية في شكل أسهم، ويتم الأمر محاسبياً بتحويل جزء من الاحتياطات إلى مقابلات أسهم حسب سعرها السوقي، ويتم بذلك رفع حقوق الملكية للمساهمين في شكل أسهم جديدة، غير أن ذلك لا يرفع من قيمة الأصول ولا يؤثر على هيكل رأس المال (نسبة مساهمة الملاك في رأس مال الشركة) بل يرفع من رأس المال فقط.

#### ثانياً. السندات Bonds

السند هو نوع من القروض تقوم فيه جهة إصدار السند، وهي عادةً ما تكون شركة أو حكومة، باقتراض المال من حامل السند، والذي يُعرف أيضاً بالمستثمر. تتعهد جهة إصدار السند بسداد مبلغ القرض الأصلي، بالإضافة إلى الفائدة، لحامل السند في تاريخ الاستحقاق. تُعد السندات أداة استثمارية شائعة لأنها توفر دخلاً ثابتاً للمستثمرين، كما أنها تعتبر أداة استثمارية آمنة نسبياً، حيث أن جهة إصدار السند ملزمة قانوناً بسداد مبلغ القرض الأصلي والفائدة.

من خلال الشكل السابق تظهر السندات في الجانب الأيسر منه، وهو ما يوضح أنها أدوات أقل مخاطرة وأكثر ثباتاً في الدخل المتأتي منها، كما تعتبر مستندات مديونية لا ملكية، وتميل إلى الأجل القصير (خاصة السندات الحكومية)، كما أنها المكوّن الرئيسي للمحافظ المالية الدفاعية.

وتلجأ الشركات عادة إلى التمويل عن طريق السندات تفادياً للمسبب في كل حقوق الملكية في الشركة، بالإضافة إلى الاستفادة

توفر دخلاً دورياً ثابتاً على شكل كوبونات الفائدة.

تتمتع بمخاطر محدودة، فساد أصل الدين والفوائد مضمون.

سيولة عالية حيث يمكن تداول السندات بسهولة في الأسواق الثانوية.

تنوع المحفظة الاستثمارية وتقليل المخاطر عند الجمع بين السندات

من الرّفْع المالي والتخفيف من العبء الضريبي باعتبار أنّ الضرائب يتم اقتطاعها بعد الوفاء بالالتزامات للدائنين، وعلى رأسهم أصحاب السندات.

#### أ. أنواع السندات

تنقسم السندات إلى عدة أنواع حسب تصنيفات مختلفة، فحسب جهة الإصدار يمكن تقسيمها إلى:

- **سندات الحكومة Government bonds**: تصدرها الحكومات، وتعتبر من أكثر الاستثمارات أماناً بسبب انخفاض خطر التخلف عن السداد. ومع ذلك، فإنها تقدم عادةً عائدات أقل من أنواع السندات الأخرى، وتخضع لعمليات التصنيف الائتمانية للحكومة المصدرة من طرف وكالات ك Moody's, S&P, Fetch، حيث كلما كان التصنيف الائتماني ضعيفا كلما طلبت الجهات الممولة فائدة أكبر لأن المخاطر تكبر.

- **سندات الشركات Corporate bonds**: تصدرها الشركات، وتقدم عائدات محتملة أعلى من سندات الحكومة ولكنها تحمل أيضاً مخاطر تخلف عن السداد أكبر اعتماداً على الوضع المالي للشركة.

- **السندات المحلية Municipal bonds**: تصدرها الحكومات المحلية والهيئات لتمويل المشروعات

العامة، وهي معفاة من الضرائب الفيدرالية وقد تكون معفاة أيضاً من الـ ضرائب الحكومية والمحلية، مما يجعلها	القيمة الاسمية للسند: هي المبلغ الأصلي الذي تم إقراضه لجهة إصدار السند
سعر الفائدة: هو مقدار الفائدة الذي سيدفعه حامل السند	تاريخ الاستحقاق: هو التاريخ الذي يجب فيه على جهة إصدار السند سداد مبلغ
سعر السوق: هو السعر الذي يتم به تداول السند في السوق	القرض الأصلي والفائدة
معدل العائد: هو مقدار العائد الذي سيحققه المستثمر من الاستثمار في السند	سعر السوق: هو السعر الذي يتم به تداول السند في السوق

جذابة للمستثمرين في الشرائح الضريبية المرتفعة.

وتنقسم السندات حسب تاريخ الاستحقاق إلى:

- **أذون الخزانة Treasury bills**: سندات حكومية قصيرة الأجل (أقل من عام) ذات مخاطر ضئيلة ولكنها أيضاً عائدات ضئيلة.

- **السندات متوسطة الأجل**: (من عام إلى 10 سنوات) ذات مخاطر وعائدات معتدلة.

- **السندات طويلة الأجل**: (أكثر من 10 سنوات) ذات عائدات محتملة أعلى ولكنها أيضاً مخاطر أعلى لتقلبات أسعار الفائدة.

ومن حيث ضمان المخاطر يمكن تقسيم السندات إلى الأقسام التالية:

- **السندات المضمونة Secured bonds**: مدعومة برهن، مثل العقارات أو الأصول، والتي يمكن مصادرتها إذا تخلف المصدر عن السداد. هذه تقدم مخاطر أقل من السندات غير المضمونة.
- **السندات غير المضمونة Unsecured bonds**: غير مدعومة برهن، مما يجعلها أكثر خطورة من السندات المضمونة ولكنها قد تقدم عائداً أعلى.
- ويمكن أن نجد تصنيفات وأنواع أخرى للسندات نوضحها كما يلي:
- **السندات القابلة للتحويل Convertible bonds**: يمكن تحويلها إلى أسهم في الشركة المصدرة، مما يوفر إمكانية للدخل الثابت وزيادة حقوق الملكية.
- **السندات بدون كوبون Zero-coupon bonds**: لا تدفع فائدة منتظمة ولكنها تباع بخصم عن قيمتها الاسمية، مع كون الفرق يمثل العائد للمستثمرين.
- **سندات الخردة Junk bonds**: تصدرها الشركات ذات التصنيفات الائتمانية المنخفضة، وتقدم عائداً محتملة أعلى ولكنها تحمل أيضاً مخاطر تخلف عن السداد العالية.

#### ب. تقييم السندات

تخضع أسعار السندات في الأسواق إلى عدة متغيرات، فتختلف أسعار سندات شركة أو حكومة عن أسعار شركة وحكومة أخرى، وذلك حسب العائد المتوقع والمخاطر وأسعار الفائدة السائدة في السوق، بالإضافة إلى القيمة الحالية للسندات والعوائد المتوقعة للأسهم والأصول

الأخرى، وسند شرح هـ نا

هذه المتغيرات:

• **تأثير المخاطر**: وتشير إلى

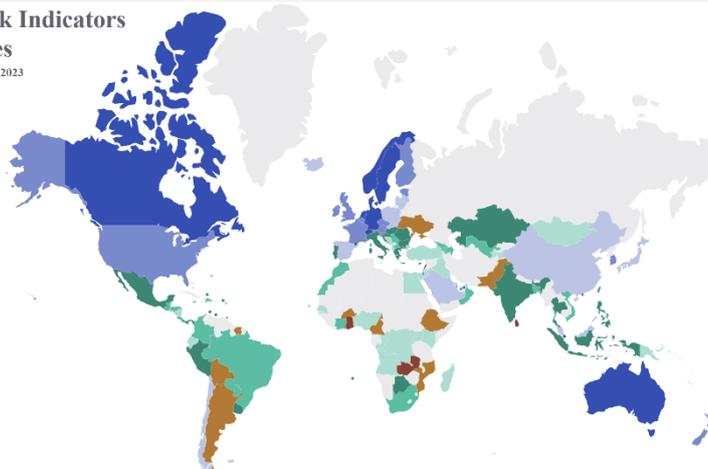
احتمالية عدم سداد القرض من قبل المصدر، فالسندات ذات المخاطر العالية لها معدلات عائد

أعلى من السندات ذات المخاطر المنخفضة، ويتم قياس المخاطر من خلال التصنيف الائتماني للجهة المصدرة، لذلك تهتم الحكومات بالتصنيف الائتماني لها، وذلك لأن تخفيض التصنيف

Sovereign Risk Indicators  
2023 Estimates  
Updated As of December 11, 2023

RATING SCALE

AAA	AA	A	BBB
BB	B	CCC	SD



الائتماني لبلد معين يؤدي إلى رفع العوائد التي يطلبها الممولون (المستثمرون) الذين يطلبون الاكتتاب في سندات الحكومة).

• **تأثير القيمة الزمنية للنقود:** تشير إلى حقيقة أن المال اليوم يساوي أكثر من المال في المستقبل، السندات ذات فترات الاستحقاق الأقصر لها قيمة أعلى من السندات ذات فترات الاستحقاق الأطول.

• **تأثير معدلات الفائدة:** تشير إلى أسعار الفائدة التي تدفعها البنوك على القروض، ارتفاع معدلات الفائدة يقلل من قيمة السندات.



عموماً تتأثر القيمة السوقية للسندات في السوق بأسعار الفائدة، حيث يتم التنازل على السندات القديمة ذات معدلات الفائدة الأقل في حال إصدار سندات بمعدلات فائدة أعلى.

ويتم تقييم الأسهم وفق ما يسمى **القيمة الحالية Present Value** من خلال الخطوات التالية:  
الخطوة الأولى: حساب مدفوعات الكوبون **Coupon Payments**: وذلك وفق الصيغة التالية:

$$PV(\text{Coupon Payments}) = C \times (1 - (1 + r)^{-n}) / r$$

حيث:

**C** = مدفوعات الكوبون السنوية

**r** = معدل الفائدة الدوري

**n** = عدد الفترات

الخطوة الثانية: حساب القيمة الاسمية **Face Value**: وتحدد القيمة الحالية للقيمة الاسمية للسند (المبلغ الأساسي عند الاستحقاق) وفق الصيغة التالية:

$$PV(\text{Face Value}) = F / (1 + r)^n$$

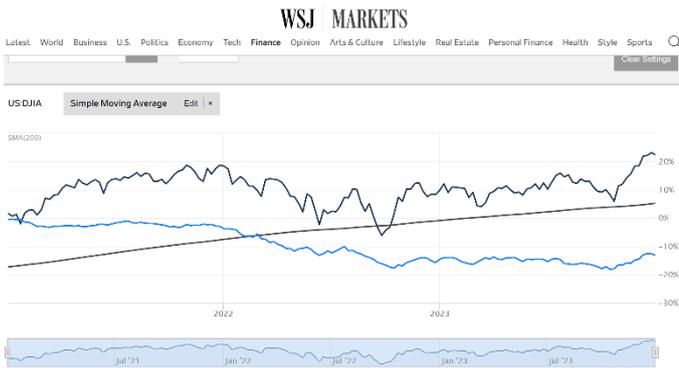
حيث: تشير **F** إلى القيمة الاسمية للسند.

الخطوة الثالثة: حساب إجمالي القيمة الحالية: ويتم فيها جمع القيم الحالية لمدفوعات الكوبون والقيمة الاسمية للحصول على القيمة الفعلية للسند:

$$\text{Bond Value} = PV(\text{Coupon Payments}) + PV(\text{Face Value})$$

• **تأثير مؤشرات الأسهم:** عادة هناك علاقة عكسية بين عوائد السندات وعوائد الأسهم، حيث يميل المستثمرون إلى استثمار أموالهم في السندات في حال ركود أسواق الأسهم وارتفاع أسعار

الفائدة على غرار ما يحدث منذ نهاية 2022، حيث أدى ارتفاع التضخم المصاحب لرفع الحجر



المنزلي وارتفاع أسعار العقارات، مما دفع إلى تراجع أسعار الأسهم. كما شهدت الأسواق العالمية انخفاضاً في السيولة من الأسواق باعتماد أسعار الفائدة مرتفعة، وهو ما يجعل المستثمرين يميلون

إلى ادخار أموالهم في البنوك أو استثمارها في أدوات الدين، وانسحاب رؤوس الأموال من أسواق الأسهم، بينما ومع نهاية 2023، وبعد تثبيت أسعار الفائدة وانتعاش أسواق الأسهم أدى ذلك إلى انخفاض عوائد السندات. تظهر هذه العلاقة في المنحنيين أعلاه، حيث يشير المنحنى الأسود لتغيرات مؤشر داو جونز الصناعي، والأزرق لمؤشر بلومبرغ للسندات.

### 2.III. الأدوات المالية المتداولة في الأسواق النقدية

السوق النقدي هو سوق مالي يتم فيه تبادل السندات القصيرة الأجل مقابل السيولة. وهي مخصصة للمؤسسات المالية والشركات التي يمكنها أن تُقرض أو تقترض السيولة على المدى القصير، أي أقل من سنة واحدة.

أدوات السوق النقدي هي الأدوات المالية التي يتم تداولها في السوق النقدي. وتتميز هذه الأدوات بأنها ذات مخاطر منخفضة وعائدات متواضعة، مما يجعلها جذابة للمستثمرين الذين يبحثون عن السيولة أو الذين يرغبون في تقليل مخاطر استثماراتهم.

### أولاً. أهم الأدوات المتداولة في السوق النقدي

هناك العديد من الأدوات المالية التي يتم تداولها في الأسواق النقدية نذكر ما يلي:

#### • أدوات الخزنة Treasury bills

هي سندات حكومية قصيرة الأجل تصدرها وزارة المالية في الدولة، تتراوح فترات استحقاقها بين 3 أشهر و12 شهراً، يتم إصدارها بقيمة اسمية ثابتة، ويتم دفع الفائدة لها عند الاستحقاق. تعتبر أدوات الخزنة من أكثر الأدوات النقدية أماناً، حيث أن الحكومة هي المصدر الأساسي لهذه السندات.

• أوراق تجارية Commercial paper

وهي سندات قصيرة الأجل تصدرها الشركات، تتراوح فترات استحقاقها بين 1 و270 يوماً، يتم إصدارها بقيمة اسمية ثابتة، ويتم دفع الفائدة لها بشكل دوري، وتعتبر أوراق التجارية أقل أماناً من أذون الخزانة، حيث أن الشركات هي المصدر الأساسي لهذه السندات.

• شهادات الإيداع Certificates of deposit

هي حسابات إيداع في البنوك تدفع فائدة أعلى من الحسابات الجارية، تتراوح فترات استحقاقها بين 7 أيام و5 سنوات، يتم إصدارها بقيمة اسمية ثابتة، ويتم دفع الفائدة لها بشكل دوري، وتعتبر شهادات الإيداع أقل أماناً من أذون الخزانة وأوراق التجارية، حيث أنها مدعومة بضمان البنك المصدر.

• الكمبيالات Bills of exchange

هي أوراق تجارية يتم تداولها بين الشركات، تتراوح فترات استحقاقها بين 30 و180 يوماً، يتم إصدارها بقيمة اسمية ثابتة، ويتم دفع الفائدة لها عند الاستحقاق. وتعتبر الكمبيالات أقل أماناً من أوراق التجارية، حيث أنها غير مدعومة بضمان الحكومة أو البنك.

• صناديق السوق النقدي Money market funds

هي صناديق استثمارية تستثمر في أدوات السوق النقدي، تتميز بقدرتها على توفير السيولة للمستثمرين، بالإضافة إلى تحقيق عائدات متواضعة، تختلف صناديق السوق النقدي في مكوناتها، حيث يمكن أن تستثمر في أذون الخزانة، أو أوراق التجارية، أو شهادات الإيداع، أو الكمبيالات، أو أي مزيج من هذه الأدوات.

• عمليات إعادة الشراء Repurchase agreements

هي اتفاقات بين طرفين تقضي بشراء أحد الأطراف لأوراق مالية من الطرف الآخر بسعر معين، مع التزام الطرف الأول بإعادة شراء هذه الأوراق المالية بسعر أعلى في وقت محدد، وتعتبر عمليات إعادة الشراء أداة مهمة في السوق النقدي، حيث أنها توفر السيولة للمؤسسات المالية والشركات. تتراوح فترات استحقاق عمليات إعادة الشراء بين يوم واحد و180 يوماً.

• الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري Mortgage-backed securities

هي أدوات مالية يتم إنشاؤها من خلال دمج مجموعات من القروض العقارية، يتم إصدارها من قبل البنوك أو مؤسسات التمويل العقاري، تعتبر الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري من الأدوات النقدية طويلة الأجل، حيث يمكن أن تتراوح فترات استحقاقها بين 5 و30 عاماً.

ثانياً. المخاطر المرتبطة بأدوات السوق النقدي

ترتبط أدوات السوق النقدي بمخاطر منخفضة نسبياً، وذلك بسبب قصر فترات استحقاقها. ومع ذلك، هناك بعض المخاطر التي يجب على المستثمرين أخذها في الاعتبار عند الاستثمار في أدوات السوق النقدي، مثل:

• **مخاطر التخلف عن السداد:** وهي المخاطر التي قد يتخلف فيها المصدر عن سداد أصل المبلغ أو الفائدة المستحقة على الأداة.

• **مخاطر التقلبات في أسعار الفائدة:** وهي المخاطر التي قد تؤدي إلى انخفاض قيمة الأداة إذا ارتفعت أسعار الفائدة.

• **مخاطر السيولة:** وهي المخاطر التي قد تواجه صعوبة في بيع الأداة إذا لزم الأمر.

III.3. قيم ومؤشرات الأسهم

عند البحث في مواضع الأسواق المالية تظهر أمام الطلبة عادة مجموعة من المصطلحات المرتبطة بالقيم المختلفة للأسهم، بالإضافة إلى مصطلحات تخص العلاقة بين الأسهم وفعاليتها الأسواق المالية، هذا بالإضافة إلى أنّ الطلبة وعلى مدار سنوات التدريس كانوا دائماً ما يطرحون أسئلة كثيرة حول مختلف العلاقات التي تربط القيم المختلفة للأسهم من جهة، و حول ميكانيزمات العلاقة بين مؤشرات السوق والوضعية المالية للشركات في الجهتين.

سنحاول هنا التطرق إلى كلّ القيم المتعلقة بالأسهم، بالإضافة إلى شرح ميكانيزمات التأثير بين أسعار الأسهم والوضعية المالية في الشركة، بالإضافة إلى مختلف العلاقات التي تربط أسعار الأسهم بأسعار السندات، هذا مع شرح كلّ مصطلحات السوق وعلاقتها بالشركات.

أولاً. قيم الأسهم وارتباطاتها بالسوق ووضعية الشركات

ينتقل السهم منذ إصداره عبر قيم تؤثر في أدائه في السوق من جهة، وعلى أسعار أدوات مالية أخرى في إطار عمليات انتقال رؤوس الأموال في الأسواق، ويمكن البدء هنا من عملية الإصدار، وهي عملية طرح أسهم الشركة للبيع للجمهور لأول مرة. يتم ذلك عادةً من خلال عملية تسمى

الطرح العام الأولي IPO التي تتضمن طرح الشركة أسهمها للبيع في بورصة الأوراق المالية، تتم عملية إصدار الأسهم على النحو التالي:

- إعداد الأوراق المالية: تقوم الشركة بإعداد الأوراق المالية اللازمة للطرح العام الأولي، بما في ذلك نشرة الإصدار وبيان المعلومات المالية.
- اختيار مدير الاكتتاب: تقوم الشركة باختيار مدير الاكتتاب، وهو شركة مالية مسؤولة عن بيع الأسهم للجمهور، وتسمى عادة بنوك الاستثمار.
- تحديد سعر الاكتتاب: يقوم مدير الاكتتاب بتحديد سعر الاكتتاب للأسهم، وهو السعر الذي سيتم بيع الأسهم به للجمهور.
- طرح الأسهم للبيع: يقوم مدير الاكتتاب بطرح الأسهم للبيع للجمهور، إما عبر بورصة الأوراق المالية أو عبر الاكتتاب الخاص.

#### أ. القيمة الاسمية (سعر الاكتتاب) Par value

القيمة الاسمية للسهم والمترجمة من الإنجليزية بمصطلحات كثيرة ( Par value, Face value, Nominal value)، هي المبلغ النقدي الثابت المخصص للسهم عند إصداره. يتم طباعتها على شهادة السهم وتمثل الحد الأدنى للمبلغ الذي تتعهد الشركة بدفعه لمساهميها عند الاسترداد أو التصفية. ومع ذلك، من المهم أن نعرف أموراً عدة تخص القيمة الاسمية:

- القيمة الاسمية لا تعكس القيمة السوقية الفعلية للسهم: تتغير سعر السوق للسهم باستمرار بناءً على العرض والطلب، وأداء الشركة، والظروف الاقتصادية، وعوامل أخرى. يمكن أن يكون أعلى بكثير أو أقل من القيمة الاسمية، كما أن القيمة الاسمية عادة ما يتم تسقيفها تشريعياً في عديد الأسواق المالية.

• تلعب القيمة الاسمية دوراً قانونياً ومحاسبياً بشكل أساسي: فهي تساعد في تحديد الحد الأدنى لرأس مال الشركة، وحقوق التصويت، وحسابات توزيع الأرباح.

- يتم تحديدها عند الإصدار: عندما تصدر شركة أسهماً جديدة، تقوم بتعيين قيمة اسمية لكل سهم. عادة ما يكون هذا المبلغ ثابتاً ولا يتغير.

• لا تضمن أي عائد: لا يعني امتلاك سهم بقيمة اسمية قدرها 10 دولار أنك ستتلقى 10 دولار عندما تباعه أو تقوم الشركة بالتصفية.

• يمكن أن تكون مختلفة لأنواع الأسهم المختلفة: يمكن للشركة أن يكون لديها فئات أسهم مختلفة بقيم اسمية مختلفة.

وبالتالي، فالقيمة الإسمية هي القيمة التي يصدر السهم بها أول مرة، وتنفيذ الشركة والسوق بمعرفة رأس مال الشركة من جهة، ومن جهة أخرى تمنح تصوراً عن مجال تحرك الأسعار، بالإضافة إلى أنها تمثل الوحدة التي تقاس بها الأرباح عند التوزيع والالتزامات عند التصفية، وتعتبر الأساس للتغيير في الأسهم في الفترة اللاحقة للإصدار.

#### ب. القيمة السوقية (سعر الأسهم في السوق) Market value

على عكس القيمة الإسمية، تعبر القيمة السوقية عن السعر الذي يتم تداول السهم في السوق، وبذلك فهي تتغير في كل لحظة بين الافتتاح والإغلاق، ويتم تحديدها بواسطة التوازن بين العرض والطلب لهذا السهم المحدد في وقت معين، حيث يتم مقابلة أوامر الشراء بأوامر البيع ووفقاً لذلك يتم تقدير الأسعار، كما تجدر الإشارة إلى أن القيمة السوقية هي التي يتم بناء المؤشرات على أساسها، كما تساعد في معرفة القيمة السوقية للشركة ككل.

#### مقارنة بين القيمة السوقية والإسمية

القيمة الاسمية	القيمة السوقية	التعريف
المبلغ النقدي الثابت المخصص للسهم عند إصداره	السعر الذي يتم تداول السهم به حالياً	
يتم تحديده من قبل الشركة أثناء الإصدار ولا يتغير عموماً	العرض والطلب، وأداء الشركة، والظروف الاقتصادية، وما إلى ذلك	يتم تحديده بواسطة
قد يعكس أو لا يعكس السعر الحالي للسهم	يعكس مباشرة السعر الحالي للسهم	العلاقة بسعر السهم
تلعب دوراً قانونياً ومحاسبياً بشكل أساسي في هيكل الشركة	ضرورية للمستثمرين لأنها تحدد المكاسب أو الخسائر المحتملة	الأهمية

وفيما يلي بعض العوامل التي يمكن أن تؤثر على القيمة السوقية للسهم:

- أداء الشركة: يمكن أن يؤدي الأداء المالي القوي وآفاق النمو إلى ارتفاع السعر، بينما يمكن أن يؤدي الأداء الضعيف إلى انخفاضه.
- اتجاهات الصناعة: يمكن أن تؤثر الاتجاهات الإيجابية أو السلبية في صناعة الشركة على سعر سهمها.
- الظروف الاقتصادية: غالباً ما يؤدي الاقتصاد القوي إلى ارتفاع أسعار الأسهم، بينما يمكن أن يؤدي الاقتصاد الضعيف إلى انخفاضها.

- النظرة الاستشرافية للمستثمرين: يمكن أن يدفع التفاؤل بشأن الشركة أو السوق السعر إلى الأعلى، بينما يمكن أن يؤدي التشاؤم إلى دفعه إلى الأسفل.
- المعلومات الواردة للأسواق: يمكن أن يؤدي الأخبار الإيجابية عن الشركة إلى تعزيز سعر سهمها، بينما يمكن أن تؤدي الأخبار السلبية إلى تسببه في الانخفاض.

### ج. القيمة الدفترية وحقوق الملكية Book Value

القيمة الدفترية هي القيمة الصافية لأصول الشركة التي تظهر في ميزانيتها، وهي تساوي تقريباً المبلغ الإجمالي الذي سيحصل عليه جميع المساهمين (Shareholders) إذا قاموا بتصفية الشركة. ويجب القول أن القيمة الدفترية متغيرة حسب تغيير أصول الشركة وبالتالي حقوق ملكية المساهمين.

ويمكن حسابها رياضياً بالعلاقة بين أصول وديون الشركة كالتالي:

$$Book Value = Total Assets - Total Liabilities$$

كما يمكن حسابها من خلال حقوق الملكية كالتالي:

$$Book Value = \frac{Shareholders' equity}{Number of shares}$$

وبفصل حقوق أصحاب الأسهم الممتازة يتم حساب القيمة الدفترية كما يلي:

$$Book Value = \frac{Shareholders' equity - Preferred shareholders' equity}{Number of Common shares}$$

$$أي: القيمة الدفترية = \frac{\text{حقوق الملكية - حقوق أصحاب الممتازة}}{\text{عدد الأسهم العادية}}$$

هذه العلاقة تقودنا إلى قيمة أخرى وهي حقوق الملكية Equity والتي تعني حقوق المساهمين

في الشركة باستبعاد الالتزامات، وتحسب وفقاً لذلك كما يلي:

$$\square \text{ حقوق الملكية} = \text{أجمالي الأصول} - \text{إجمالي الديون}$$

وعليه فحقوق الملكية تساوي رياضياً مجموع الجزء العلوي من خصوم الشركة وهو ما جعل

العديد من المراجع تقدم العلاقة التالية لحساب حقوق الملكية:

$$\square \text{ حقوق الملكية} = \text{رأس المال المدفوع} + \text{الاحتياطات} + \text{الأرباح غير الموزعة}$$

### د. القيمة السوقية للشركة Market Capitalization

تمثل القيمة السوقية قيمة الشركة وفقاً لسوق الأوراق المالية، وهي السعر الذي سيحصل

عليه السهم في السوق، وعلى مستوى شركات المساهمة فالقيمة السوقية للشركات أو ما يطلق

عليه اسم رسملة السّوق Market capitalization، هذه الأخير هي سعر السّهم في لحظة معيّنة مضروباً بعدد أسهم الشركة في السّوق.

$$\text{Market Capitalisation} = \text{Number of titles} * \text{Market Price of share} \square$$

هـ. معدّل السّعر إلى الدّفتر The price-to-book (P/B) ratio

وتظهر العلاقة بين القيمة السوقية والقيمة الدفترية Market Value and Book Value باستخدام المعدّل بينهما، والذي يطلق عليه The price-to-book (P/B) ratio، وغالباً يشير المعدّل المنخفض إلى شراء مربح.

كما أنّه وبالتّظر إلى مكّونات القيمة الدّفترية نجد أنّه من المنطقي أن تتحرّك القيمة السوقية في نفس اتجاه الدّفترية.

و. قيمة الشركة Enterprise value

قيمة المؤسسة (EV) هي مقياس للقيمة الإجمالية للشركة، وغالباً ما تستخدم كبديل أكثر شمولاً للقيمة السوقية للأسهم. تتضمن EV في حسابها القيمة السوقية للشركة وأيضاً الدين قصير الأجل وطويل الأجل بالإضافة إلى أي نقود سائلة في الميزانية. قيمة المؤسسة EV هي مقياس شائع يستخدم لتقييم شركة من أجل عملية استحواذ محتملة.

ز. القيمة السّوقية المضافة Market Value Added

يقصد بالقيمة السوقية المضافة الفرق بين القيمة السوقية للشركة ورأس المال المستثمر بها من قبل المالك والمقرضين، وبهذه الصورة، فإن القيمة السوقية المضافة تعدّ معياراً شاملاً في قياس وخلق الثروة، كما أنّها المقياس للفاعلية التشغيلية في منظمات الأعمال وفقاً لقدرتها وكفاءتها في ربط العوامل التي تعود إلى نجاح المنشأة وفعاليتها.

تعرف القيمة السوقية المضافة (MVA) على أنّها عملية حسابية توضح الفرق بين القيمة السوقية للشركة ورأس المال الذي يساهم به جميع المستثمرين، سواء حملة السندات أو المساهمين. بمعنى آخر، هي القيمة السوقية للديون وحقوق الملكية مطروحاً منها جميع مطالبات رأس المال المحتفظ بها ضد الشركة.

وتحسب القيمة السوقية المضافة وفقاً لما يلي:

$$\text{MVA} = \text{Market Value of Shares} - \text{Book Value of Shareholders' Equity}$$

$$\text{MVA} = \text{MEV} - \text{BEV}$$

واختصاراً

حيث:

MVA: هي القيمة السوقية المضافة

MEV: هي القيمة السوقية لحقوق الملكية

BEV: هي القيمة الدفترية لإجمالي حقوق الملكية.

وتستخدم قيمة الشركة EV في حساب MVA في المراجع الأمريكية، فلا تكفي بالقيمة الدفترية للأسهم بل كذلك الديون والتقود السائلة. وهو ما يعني أن MVA هي الفرق بين سعر السهم وما يمكن للمساهم أن يحصل عليه في حال بيع جميع أصول الشركة بقيمتها السوقية.

### ثانياً. ديناميكية السوق وقيم الأسهم

لفهم علاقة ديناميكيات السوق وعلاقتها بقيم الأسهم، سنحاول أن نعطي مثالا، فلنفترض أن أحد اثنين من طلبتنا مصطفى وعليّ قاما بشراء 10 أسهم لكل منهما لشركة معينة مدرجة في سوق مالي معين، وكان سعر الشراء هو 100 دولار، وبالتالي فقيمة الشراء والتي تمثل المبلغ المستثمر، و لنفترض أن مصطفى اختار الاستثمار في هذه الأسهم (بمعنى الاحتفاظ بالأسهم للحصول على توزيعات أو زيادة في حقوق الملكية)، وهو بالتالي اختار المدى الطويل، بينما عليّ اختار أن يقوم بالمضاربة في أسهم الشركة (بمعنى شراء وبيع الأسهم ومحاولة الحصول على هوامش ربح).

لنفترض أنه وفي الأسبوع الموالي لعملية الشراء والذي تزامن مع عقد الجمعية العامة للشركة؛ كان سعر سهم الشركة في السوق يبلغ \$105 وهنا سيقوم عمر ببيع الأسهم التي اشتراها وستكون أرباحه كالتالي:

$$R = Mp2 - Mp1 = (105 - 100) * 10 = 500\$$$

بينما قررت الجمعية العامة للشركة ألا تقوم بتوزيعات نقدية، وهنا نطرح السؤال: بفرض أن مصطفى بقي على موقفه بالاحتفاظ بأسهم الشركة، كيف يمكن تقييم أرباحه بناء على ما حصل عليه صديقه عليّ؟

تكمن الإجابة في حقوق الملكية، حيث أشرنا سابقا إلى أن حقوق الملكية تمثل ما يملكه المساهمون فعليا في الشركة ترجمة لقيمة مجموع أصولها بعد استبعاد الالتزامات، ويمكن توضيحها حسب الجدول الموالي:

الأصول	الخصوم
الأصول الدائمة	حقوق الملكية رأس المال الاحتياطات الأرباح غير الموزعة
الأصول المتداولة	الالتزامات

وهنا ومن خلال عدم توزيع الأرباح التي حققتها المؤسسة فسيتم إدراجها في بند الأرباح غير الموزعة، ومن ثم إعادة استثمارها كأصول، وبالتالي فحقوق الملكية لمصطفى سترتفع من خلال ارتفاع الأرباح غير الموزعة وأصول الشركة.

فلنتذكر أن حقوق الملكية هي مجموع رأس المال والاحتياطات والأرباح غير الموزعة، والتي تمثل القيمة الدفترية التي شرحناها سابقاً، وبالتالي فهناك علاقة طردية بين القيمة السوقية للسهم وقيمه الدفترية، بل أن القيمة الدفترية والتي هي قيمة محاسبية هي المحدد الرئيسي لسعر السهم في السوق.

وتجدر الإشارة إلى أنه كلما كانت القيمة السوقية قريبة من القيمة الدفترية للسهم فذلك يعبر عن كفاءة جيدة للأسواق عموماً، حيث تعرف الأسواق الكفاءة على أنها الأسواق التي تستجيب بصورة سريعة وواضحة للتغيرات التي تطرأ على وضعية الشركات، بينما تفسر الفقاعة السعرية أداء الأسواق غير الكفاءة.

### ثالثاً. مؤشرات الأسهم

يعرف المؤشر بأنه مقياس رياضي يهدف إلى قياس أداء مجموعة من الأصول أو الأسهم المالية

مع بعضها البعض.

و يتم حساب قيمة المؤشر بناءً على أسعار وكميات الأسهم المكونة له، وفقاً لمعادلة رياضية محددة تأخذ بعين الاعتبار



الأهمية النسبية لكل سهم داخل المؤشر.

وتكمن أهمية المؤشرات في كونها توفر معلومات موجزة وسريعة عن اتجاهات السوق وأدائه العام في فترة زمنية معينة. كما تُستخدم المؤشرات كمقياس مرجعي لتقييم أداء محافظ الاستثمار وصناديق الاستثمار، بالإضافة إلى استخدامها في صناعة المشتقات المالية مثل العقود الآجلة والخيارات.

### أ. كيفية بناء المؤشرات

تبنى مؤشرات الأسواق المالية وفق منهج الاستقراء، حيث يتم التعبير عن حالة السوق وفق المؤشر، هذا المؤشر هو رقم قياسي يحسب من خلال أسعار أسهم الشركات المدرجة في المؤشر. لكن السؤال المهم هنا هو كيف يتم اختيار الشركات التي يتم بناء المؤشر وفقاً لبيانات أسهمها؟ الجواب هو من خلال المنهج الاستقرائي، حيث يتم اختيار عينة من المؤسسات التي تعبر بيانات أسهمها عادة عن حالة السوق، وينتج ذلك من خصائص هذه الشركات، وهي عادة كونها شركات كبيرة وقائدة في السوق، وذلك من خلال ارتباطها الأمامي والخلفي مع عدد كبير من الشركات الأخرى المدرجة في السوق. ولعل هذا ما يفسر كفاءة كلاً من مؤشر DJIA الصناعي ومؤشر S&P رغم أن الأول يتضمن 30 شركة فقط بينما الثاني يضم 500 شركة. وعموماً يمكن توضيح أهم خطوات بناء المؤشرات كما يلي:

- **تحديد الهدف من المؤشر:** يجب تحديد الغرض من إنشاء المؤشر في البداية - هل المؤشر سيقيس أداء قطاع معين، أم سوق مالي محدد، أم اقتصاد بلد بأكمله مثلاً.
- **اختيار مكونات المؤشر:** يتم اختيار الأسهم أو السلع أو المؤشرات الفرعية التي ستشكل مكونات المؤشر، بحيث تعكس بشكل جيد السوق أو القطاع المستهدف.
- **تحديد الأوزان النسبية لمكونات المؤشر:** يتم تحديد الوزن النسبي لكل مكون داخل المؤشر وفقاً للمنهجية المتبعة مثل التساوي أو القيمة السوقية أو غيرها.
- **تحديد القواعد الحاكمة للمؤشر:** مثل قواعد التوازن وإدارة التغييرات في المكونات وطريقة الحساب.
- **جمع البيانات اللازمة لحساب المؤشر:** الحصول على أسعار وكميات تداول جميع مكونات المؤشر بشكل مستمر.

• حساب قيمة المؤشر: حساب القيمة العددية للمؤشر بناءً على المعادلة الرياضية المحددة والبيانات الجاهزة.

### ب. طرق حساب المؤشرات

يقصد بطريقتي حساب المؤشرات تلك المعادلة الرياضية المستخدمة لربط أسعار أسهم الشركات المدرجة في المؤشر، والأمر يتعلق هنا بكيفية حساب الأوزان المرجحة لسعر كل شركة داخل المؤشر.

• المؤشرات المرجحة بالسعر: تعطي أوزاناً أكبر للأسهم ذات السعر الأعلى للسهم الواحد. ويتم

حساب المؤشر بجمع أسعار جميع الأسهم المكونة له وقسمتها على عدد الأسهم. ومثال ذلك: مؤشر داو جونز الصناعي DJIA.

حساب المؤشر بجمع أسعار جميع الأسهم المكونة له وقسمتها على عدد الأسهم. ومثال ذلك: مؤشر داو جونز الصناعي DJIA.

• المؤشرات المرجحة بالقيمة السوقية: ترجح الأسهم حسب قيمتها السوقية الإجمالية (سعر

السهم × عدد الأسهم المتداول). الأسهم ذات القيمة السوقية الأعلى لها تأثيراً كبيراً على المؤشر. مثال: مؤشر ستاندر آند بورز S&P500 ومؤشر ناسداك المركب NYSE Market Composite.

السهم × عدد الأسهم المتداول). الأسهم ذات القيمة السوقية الأعلى لها تأثيراً كبيراً على المؤشر. مثال: مؤشر ستاندر آند بورز S&P500 ومؤشر ناسداك المركب NYSE Market Composite.

• المؤشرات ذات الأوزان المتساوية: تعطي جميع مكونات المؤشر نفس الترجيح بغض النظر عن

السعر أو القيمة السوقية. يتم حساب المؤشر بتوسيط أسعار جميع الأسهم. مثال: مؤشر داو جونز للأوزان المتساوية.

السعر أو القيمة السوقية. يتم حساب المؤشر بتوسيط أسعار جميع الأسهم. مثال: مؤشر داو جونز للأوزان المتساوية.

• المؤشرات المرجحة بالأساسات Divisor: ترجيح

الأسهم بناءً على مقاييس أساسية كالأرباح والقيمة الدفترية والقيمة السوقية والتدفق النقدي وليس السعر السوقي. الأسهم ذات الأساسيات الأفضل تحظى بترجيح أكبر. مثال: مؤشرات FTSE

• مؤشر CNX Nifty هو أحد أبرز مؤشرات الأسهم في الهند وآسيا، ويتكون من 50 سهماً لشركات هندية كبرى مدرجة في بورصة الهند NSE.  
 • يمثل مؤشر Nifty أكبر 50 شركة متداولة في بورصة الهند من حيث السيولة والقيمة السوقية.  
 • يغطي المؤشر أكثر من 12 قطاعاً صناعياً رئيسياً في الهند.  
 • يستخدم المؤشر ترجيحاً مختلطاً يجمع بين القيمة السوقية والأسهم الحرة المتداولة.  
 • تخضع مكونات المؤشر لمراجعة دورية كل 6 أشهر لإعادة توازن المؤشر.

• المؤشرات المختلطة: تستخدم مزيجاً من طرق الترجيح المختلفة مثل السعر والقيمة السوقية والأساسيات. مثال: مؤشر CNX Nifty الهندي.

يؤثر أسلوب الترجيح بشكل كبير على أداء المؤشر وتركيزه، ويجب اختيار الأسلوب المناسب وفقاً للغرض من المؤشر.

### ج. مثال تطبيقي:

إليك المعطيات التالية حول ثلاث شركات GM, pfi, GE

Nx	Px2	Px1	الشركات
4000	100	102	GM
5300	65	96	Pfi
3600	86	82	GE

### المطلوب:

1. إعداد مؤشر لقياس تغيّرات أسعار أسهم الشركات الثلاث وفق 3 طرق:

أ- حسب الأوزان المتساوية

ب- حسب الأوزان على أساس القيمة السوقية

ج- حسب الأوزان على أساس السعر

2. تقييم المؤشر في الحالات الثلاث.

### الحل:

1. إعداد مؤشر لقياس تغيّرات أسعار أسهم الشركات الثلاث وفق 3 طرق:

أ- حسب الأوزان المتساوية:

يتم حساب المؤشر وفق المتوسط الحسابي للأسعار

$$\text{Index1} = (102+96+82) / 3 = 93,33$$

$$\text{Index2} = (100+95+86) / 3 = 93,66$$

ب- حسب الأوزان على أساس القيمة السوقية

$$Mv = P_x \cdot N_x$$

أولاً يتم حساب القيمة السوقية  $Mv$  لكل شركة كالتالي:

ثانياً يتم حساب وزن كل شركة على أساس القيمة السوقية  $MvF$  وذلك بقسمة القيمة السوقية

لكل شركة على مجموع القيم السوقية كالتالي:

$$MvF = Mv / \sum Mv$$

ثالثاً: حساب المؤشر من خلال مجموع ضرب معامل كل شركة في سعر سهمها كالتالي:

$$Index = \sum MvF \cdot P_x$$

ج- حسب الأوزان على أساس السعر

أولاً يتم إيجاد مجموع الأسعار  $\sum P_x$

ثانياً حساب وزن كل شركة على أساس السعر  $PF$  وذلك بقسمة سعر كل شركة على مجموع

$$PF = P_x / \sum P_x$$

الأسعار كالتالي:

ثالثاً: حساب المؤشر من خلال مجموع ضرب معامل كل شركة في سعر سهمها كالتالي:

$$Index = \sum PF \cdot P_x$$

2. تقييم المؤشر في الحالات الثلاث.

يظهر أن المؤشر حسب القيمة السوقية وحسب السعر يظهر كفاءة أفضل في التعبير عن حالة

السوق (الشركات الثلاث) من المؤشر حسب الأوزان المتساوية.

الشركات	$P_{x1}$	$P_{x2}$	$N_x$	$Mv_1$	$Mv_2$	$MvF_1$	$MvF_2$	$MvF_1 \cdot P_{x1}$	$MvF_2 \cdot P_{x2}$
GM	102	100	4000	408000	400000	0,33	0,32	33,66	32
Pfi	96	95	5300	508800	503500	0,44	0,41	42,24	38,95
GE	82	86	3600	295200	309600	0,24	0,25	19,68	21,5
المجموع	280	281	12900	1212000	1213100	1	1	INDEX1=95,58	INDEX2=92,45
	INDEX1= 280/3=93,33	INDEX1=280/3= 93,66							
	PF1	PF2	PF1 . $P_{x1}$	PF2 . $P_{x2}$					
	0,36	0,35	36,72	35,35					
	0,34	0,33	32,64	31,35					
	0,29	0,30	23,78	25,8					
	1	1	INDEX1=93,14	INDEX2=92,15					

الفصل الرابع:  
عمليات البورصة

#### IV. عمليات البورصة

تتمثل عمليات البورصة في التعاملات التي تتم بين الأفراد والشركات والمتعاملين في البورصة، وتتم هذه التعاملات ضمن لوائح تشريعية مضبوطة، ووفق أنماط محددة. يمكن أن تتم عمليات البورصة من خلال وسيط أو بطريقة مباشرة، ويكون الوسيط عادة شركة مالية أو أفراد يسهلون عملية التداول بين المستثمرين، كما يمكن للمستثمرين أيضاً التداول مباشرة من خلال حساب تداول إلكتروني.

وتشمل عمليات سوق الأسهم شراء وبيع الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات والخيارات والسلع. وتتم هذه العمليات على البورصات، وهي منصات مركزية حيث يجتمع التجار والمستثمرون لتنفيذ المعاملات.

#### أولاً. خطوات المعاملات المالية

وتشمل العناصر الرئيسية لعمليات سوق الأسهم:

**وضع الطلبات Order Placement:** يقوم المستثمرون بوضع طلبات لشراء أو بيع الأوراق المالية من خلال شركات الوساطة. يمكن أن تكون الطلبات طلبات سوقية (تُنفذ بسعر السوق الحالي) أو طلبات حدودية (تُنفذ بسعر محدد أو أفضل).

**مقابلة طلبات الشراء وطلبات البيع Matching Buyers and Sellers:** تقوم بورصات الأوراق المالية بمطابقة طلبات الشراء والبيع استناداً إلى السعر وأولوية الوقت. يتم ذلك لتحديد السعر الذي يتم فيه المعاملات.

**تنفيذ المعاملات Trade Execution:** بمجرد مطابقة طلبات الشراء والبيع، يتم تنفيذ المعاملات. تضمن البورصة التسوية الصحيحة ونقل الأوراق المالية والأموال بين الأطراف المعنية.

**تسعير الأوراق المالية Security Pricing:** يقوم وسيط أو نظام التداول بتحديد سعر الأوراق المالية بناءً على الطلب والعرض.

**تتبع المؤشرات السوقية Market Indices:** تتتبع المؤشرات مثل مؤشر S&P 500 ومؤشر Dow Jones Industrial Average ومؤشر Nasdaq Composite أداء السوق العام من خلال قياس قيمة اختيار معين من الأسهم.

**التنظيم والرقابة Regulation and Oversight**: تتم تنظيم بورصات الأوراق المالية من قبل الهيئات الحكومية لضمان تداول عادل ومنظم. تفرض الجهات الرقابية قواعد لمنع الاحتيال والتلاعب والحفاظ على نزاهة السوق.

**ديناميات السوق Market Dynamics**: تتأثر أسعار الأسهم بعوامل عديدة، منها المؤثرات الاقتصادية وأداء الشركات والأحداث الجيوسياسية وتوقعات المستثمرين.

### ثانياً. أقسام وتصنيفات عمليات البورصة

سنقوم هنا بتصنيف عمليات البورصة وفق مدخلين: الأول حسب الغرض من العمليات، والثاني حسب أجل العملية.

#### أ. عمليات البورصة حسب الغرض

وتنقسم عمليات البورصة حسب الغرض من العملية إلى:

• **البيع والشراء Buying and Selling**: تشمل هذه العمليات شراء الأصول المالية بأسعار منخفضة مع توقع زيادة قيمتها في المستقبل أو بيعها بأسعار مرتفعة متوقعين انخفاض قيمتها، وعادة ما تكون هذه العمليات بغرض تسييل الأوراق المالية (بغرض الحصول على سيولة)، حيث يقوم حاملو الأوراق ببيعها عند حاجتهم لسيولة لاستخدامها لأغراض استثمارية أخرى. وبالتالي فيمكن القول أن هذه العمليات تتم مرة واحدة.

• **التداول اليومي Day Trading**: عملية شراء وبيع الأصول المالية في نفس اليوم دون الاحتفاظ بها لفترة طويلة. وتتم هذه العمليات بشكل يومي ومتكرر، وهذه العمليات هي العمود الفقري لحجم التداول اليومي في البورصة.

• **الاستثمار Investment**: تتضمن هذه العمليات عادة الاستثمارات في الأسهم والسندات والعقارات والسلع وغيرها للحصول على عوائد مالية على المدى الطويل. حيث يتم فيها شراء الأوراق المالية والاحتفاظ بها لمدة طويلة، بمعنى أن الغرض من العملية هي الحصول على ملكية في الشركات، أو امتلاك سندات وأصول مالية مدرة للدخل بشكل دوري. يقوم بهذه العمليات عادة المستثمرون الذين لا يريدون الاحتفاظ بأموالهم في شكل سائل، بل استثمارها في أصول مالية تفادياً لتناقص القوة الشرائية للنقد من جهة، وبغية الحصول على عوائد طويلة الأجل من جهة أخرى.

• **التحوط Hedging**: وهي عمليات لتقليل المخاطر المالية المحتملة من خلال استخدام الأدوات المالية مثل العقود الآجلة. ويلجأ المستثمرون والمؤسسات إلى عمليات التحوط للحماية من مخاطر

الخسائر المالية الناجمة عن التغيرات غير المواتية في أسعار الفائدة أو أسعار الصرف أو أسعار الأسهم أو السلع. وتتضمن أدوات التحوط الشائعة: المشتقات المالية مثل العقود الآجلة والمستقبلية والخيارات، بالإضافة للمبادلات مثل مبادلات أسعار الفائدة والعملات.

كما يمكن أن يتم التحوط عبر أخذ مراكز مقابلة في الأصول ذات الارتباط السلبي، مثل شراء سندات حكومية للتحوط ضد مخاطر الأسهم. وتهدف عمليات التحوط بشكل رئيسي إلى تقليل التقلبات غير المرغوب فيها في العوائد والتدفقات النقدية. وهناك نوعان رئيسيان من التحوط: تحوط من مخاطر التغير في القيمة العادلة وتحوط من مخاطر تقلبات التدفقات النقدية، كما يمكن تصنيف عمليات التحوط إلى تحوط طبيعي أو محاسبي، حسب الهدف منها. وتخضع عمليات التحوط لمتطلبات محاسبية ورقابية صارمة، لضمان استخدامها في تخفيض المخاطر بشكل فعال وليس للمضاربة.

• **المضاربة Speculation**: هي نشاط يهدف إلى تحقيق أرباح رأسمالية من الاستفادة من التذبذبات قصيرة الأجل في أسعار الأصول المالية مثل الأسهم والسلع والعملات، وتعتمد المضاربة على توقع اتجاهات الأسعار مستقبلاً بناءً على التحليل الفني والأساسي للسوق، حيث يقوم المضارب بفتح مراكز شراء أو بيع وإغلاقها سريعاً لتحقيق أرباح بسيطة ولكن متكررة. تتطوي المضاربة على درجة عالية من المخاطرة نظراً لصعوبة التنبؤ باتجاهات الأسعار، وغالباً ما يستخدم المضاربون الرفع المالي لتعظيم العوائد مما يزيد المخاطر، وتختلف المضاربة عن الاستثمار طويل الأجل الذي يركز على الأساسيات ويتحمل مخاطر أقل، وتُمارس المضاربة من قبل الأفراد والمؤسسات وصناديق التحوط على حد سواء.

المصطلح	التعريف	المدة الزمنية	الهدف
البيع والشراء	نقل ملكية الأوراق المالية إلى مستثمر آخر أو شراء الأوراق المالية من مستثمر آخر	لحظة واحدة	تحقيق أرباح أو تحقيق أهداف مالية أخرى
التداول اليومي	شراء وبيع الأوراق المالية في نفس اليوم	يوم واحد	تحقيق أرباح صغيرة من التغيرات الصغيرة في أسعار الأوراق المالية
الاستثمار	شراء الأوراق المالية والاحتفاظ بها لفترة طويلة من الزمن	سنوات أو عقود	تحقيق أرباح من النمو طويل الأجل للقيمة السوقية للأوراق المالية
المضاربة	شراء وبيع الأوراق المالية على أمل تحقيق مكاسب سريعة من التغيرات الكبيرة في أسعار الأوراق المالية	أسابيع أو أشهر	تحقيق أرباح سريعة من التغيرات الكبيرة في أسعار الأوراق المالية
التحوط	استخدام الأوراق المالية أو المنتجات المالية الأخرى لتقليل المخاطر المالية	حسب الحاجة	تقليل المخاطر المالية المرتبطة بالاستثمار أو الأصول الأخرى

ب. أقسام عمليات البورصة حسب آجال التنفيذ

هنا يتم تقسيم عمليات البورصة إلى نوعين:

#### ☞ العمليات الفورية (العاجلة) Spot Transactions

العمليات الفورية تشير إلى الشراء أو البيع الفوري للأصول المالية مثل الأسهم أو العملات أو السلع بالسعر الحالي في السوق. تتطوي هذه العمليات على تبادل الأصول والدفع بين الأطراف في فترة قصيرة، عادة في غضون يومي عمل بعد تاريخ الصفقة. تتم عمليات الفورية على الفور، مما يعني أن الصفقة تحدث على الفور بسعر السوق الحالي.

#### ☞ العمليات الآجلة Futures Transaction

العمليات الآجلة، من ناحية أخرى، تشمل عقوداً لشراء أو بيع الأدوات المالية بسعر محدد مسبقاً في تاريخ مستقبلي محدد. العقود الآجلة هي اتفاقيات موحدة يتم تداولها على البورصات المنظمة. تحدد كمية وسعر وتاريخ التسليم المستقبلي للأصول الأساسية. يشارك المتداولون في العقود الآجلة للتحوط من تقلبات الأسعار أو للتكهن بحركات الأسعار المستقبلية للأصول، بما في ذلك السلع والعملات ومؤشرات سوق الأسهم.

وتكمن الاختلافات بين القسمين في:

**الإطار الزمني:** العمليات الفورية تحدث على الفور أو في فترة قصيرة جداً، بينما تتطوي العمليات الآجلة على التزامات لتسليم مستقبلي.

**التنفيذ:** تتم العمليات الفورية في الحاضر بالسعر الحالي للسوق، بينما تعتبر العمليات الآجلة اتفاقيات تسليم مستقبلي بسعر محدد مسبقاً.

**المخاطر:** العمليات الآجلة تحمل مخاطر أكبر بسبب عدم اليقين في السعر عند انتهاء العقد في المستقبل مقارنة بالعمليات الفورية التي تحدث فوراً.

كلتا العمليتين تلعبان أدواراً حاسمة في الأسواق المالية، حيث توفر للمستثمرين استراتيجيات مختلفة لإدارة المخاطر والاستفادة من حركات السوق. تُيسر العمليات الفورية التعاملات الفورية، بينما توفر العمليات الآجلة فرصاً للتحوط والتداول الاستراتيجي لحركات الأسعار المستقبلية.

الفصل الخامس:  
المشتقات المالية

## V. المشتقات المالية Derivatives

تعتبر العقود المشتقة في الأسواق المالية إحدى أكبر تجليات الابتكارات المالية والهندسة في الأسواق، ولعلّ المتتبع لجوائز نوبل في الاقتصاد يجد أنّ نظريات العقود حصلت على قدر كبير من هذه الجوائز.

بدأت الابتكارات المالية مع الثورة الصناعية وتطور الشركات، فيرى عديد الباحثين أنّ قانون المسؤولية المحدودة Limited liability هو أحد أهمّ الابتكارات المالية في ذلك الوقت، حيث تمّ إصدار القانون سنة 1811، وهو ببساطة يعبر عن عدم مساءلة المساهمين عن عدم وفاء شركاتهم بالتزاماتها تجاه الدائنين، لقد كان القانون الذي أصدر في ولاية نيويورك غريباً بالنسبة لولاية ماساتشوستس، هذه الأخيرة أصدرت قانوناً مضاداً لهذا القانون ينصّ على المساءلة الكاملة للمساهمين Illimited liability، الملفت هو أنّ الباحثين يقدرّون التطور المالي لنيويورك اليوم على أنّه يسبق ماساتشوستس بـ30 سنة، وهي نفس المدة التي ساد فيها قانون المسؤولية الكاملة قبل إلغائه وتبني قانون المسؤولية المحدودة.

يشير المؤرخون إلى استخدام عقود مشتقات مالية بدائية تعود إلى آلاف السنين، على سبيل المثال، كان المزارعون الإغريق القدماء يبيعون محصول الزيتون الخاص بهم قبل الحصاد لتجنب عدم القدرة على بيعه عند حصاده. كما أنّ عقود السلم التي كانت من أوائل العقود التي استخدمها المسلمون تشبه عقود المستقبلات والآجلة الحديثة. هذا ويعدّ عقد "العربون" أو ما يُعرف بالدفعة المقدمة مشابهاً لآلية عمل عقود الخيارات المعاصرة. توضّح هذه الأمثلة كيفية تطور المشتقات المالية على مدار قرون عديدة.

لفهم آلية عمل المشتقات يتوجّب طرح تساؤل ملحّ، وهو لماذا يشتري الناس في المستقبل؟

إنّ الإجابة على هذا السؤال في رأيي تختصر جزءاً هاماً من محتوى تخصص الاقتصاد النقدي والبنكي! لكننا سنحاول تبسيط الأمر، سنرجع قليلاً إلى حقبة اكتشاف الزراعة وظهور فوائض في الحبوب أدّت في رأي الكثير إلى ظهور وظائف الدولة المعاصرة، كالمالية والدفاع والبيروقراطية... حيث تحتاج الفوائض إلى مخازن ودواوين وجيش للحماية وسلطة لتوزيع الأراضي وتحديد نسب الضرائب. في هذه الفترة ظهرت الفوائض التي يمكن استخدامها في المستقبل، وكان ذلك لمواجهة شحّ الأمطار والتساقط في سنوات أخرى.

ظلّ الأمر كذلك لمدة طويلة، بمعنى وجود فوائض من السلع في أماكن وافتقار أخرى، وهو ما أدى إلى نزعة التوسّع لدى الآسيويين والأوروبيين. هذه كانت إجابة عن سؤال بديهي لكنه صعب: لماذا استعمرت أوروبا وآسيا أفريقيا وأمريكا وليس العكس؟ يجيب Yánis Varoufákis عن هذا السؤال ببساطة كبيرة في كتابه A brief history of capitalism حيث يقول: الأمر يرجع لتمدّد قارتي آسيا وأوروبا عرضيا بينما أفريقيا وأمريكا تتمدّدان طوليا، قد يبدو الأمر غريبا، لكن فاروفاكس يبرّر أكثر بأنّ التمدّد الطولي أدى إلى أنّ البحث عن مناطق زراعية أكبر كان ينتهي بإيجادها وبنفس التجانس، فالسافر من لشبونة إلى شرق الصين يجد في طريقه مساحات شاسعة من الأراضي الخصبة المتجانسة، بينما لا يحدث هذا إذا سافرنا من كيب تاون إلى قسنطينة، حيث سنجد أراضي وصحاري غير متجانسة، ما يعني أنّ النزعة التوسّعية تولّدت لدى الأوروبيين والآسيويين مع امتزاج خصائص جغرافية بأخرى تاريخية.

قبل الثورة الصناعية ومع التّظرة التّشاؤمية لعدم كفاية الموارد الزراعية والأراضي لتلبية الطّلب المتزايد، حيث وجد مالتوس في بحثه الشهير أنّ الموارد تتزايد بمتتالية حسابية، بينما الزيادات السّكانية تتبع متتالية هندسية؛ مع هذا التّشاؤم ارتقى William crookes منبرا في جامعة Bristol سنة 1898 وقال: "الرّجل الأبيض سيموت من الجوع"، وذلك تعبيرا عن إشكالية زراعية كبيرة ناتجة عن عدم القدرة على زيادة معدّلات تفاعل النيتروجين مع التربة لرفع الإنتاج. كان من الحاضرين في القاعة عالم كيميائي يسمّى اليوم بـ"الرّجل الشرير الذي أنقذ العالم"، وهو العالم الكيمياء Fritz haber، والذي يعود له الفضل في إنتاج الأسمدة وإقراض العالم من المجاعات، رغم استخدام نتائج أبحاثه في إنتاج أسلحة بيولوجية في الحروب.

إنّ تفاعلات اكتشاف الأسمدة والمحرك البخاري وكفاءة الإنتاج في النظام الليبرالي قلبت منحنيات النموّ في نتائج مالتوس، وذلك لأنّ الإنتاج حقق فوائض كبيرة وتراجع للنمو السّكاني. ومن الملفت أنّ تراجع معدّلات النّمو السّكاني لم تجد لها تفسيرا في الاقتصاد، ففسّرهما علماء البيولوجيا من خلال قانون البقاء، الذي ينصّ على أنّ الكائنات تميل لزيادة معدّلات التكاثر في ظلّ شحّ الموارد بدافع البقاء، بينما تتخفّض هذه المعدّلات حين الوفرة.

على الجانب الآخر ركّزت المدارس الاقتصادية على دراسة موضوع الدّخل، فمن منحنيات أنجل إلى دوال فريدمان، نعلم اليوم يقينا أنّ الاستهلاك الحالي هو دالة في الدّخل الدائم الذي يعبر عن مفهوم الثروة لدى فريدمان، وهو الدّخل الحالي مضافا إليه توقّعات الدّخل في المستقبل،

إنّ هذه الجزئية تفسّر عمل البنوك التجارية التي أطلق عليها فاروفاكس اسم "آلات السفر عبر الزمن" لأنها تسافر إلى المستقبل لتجمع لنا دخلنا فيه وتمنحنا إيّاه لنلبي حاجيات اليوم، وهو ما يظهر بوضوح في آلية منح القروض العقارية طويلة الأجل.

يمكننا الآن وبعد هذه الجولة التاريخية أن نقول أنّ استهلاك المستقبل ناتج عن توقّع دخل في المستقبل، وبيع المستقبل ناتج عن وجود وفرة كبيرة في الإنتاج الحالي، وهو ما يفسّر ظهور البيوع المستقبلية. دعونا نرجع قليلاً بالتاريخ إلى منتصف القرن التاسع عشر، أين أصبحت مدينة شيكاغو مركزاً صناعياً وتجارياً، وهو ما جذب المزارعين الذين جاؤوا لبيع منتجاتهم الزراعية للتجار الذين باعوها لاحقاً في أنحاء الولايات المتحدة، هنا بالضبط بدأ النوع الحديث من المشتقات المالية.

تخطى تنوع السلع الزراعية الواسع قدرة التجار على الشراء بكميات وأسعار ثابتة، مما أدى إلى فجوة كبيرة بين العرض والطلب، حيث تجاوز العرض الطلب بشكل كبير، مما تسبب في خسائر مالية للمزارعين بسبب انخفاض الأسعار. وعلى مدار سنوات، أظهر هذا الوضع أن إنتاج المحاصيل الزراعية دون تأكيد للأسعار لا يوفر الأمان الكافي للمزارعين، مما يجعل من المستحيل عليهم التخطيط وإدارة العمليات الزراعية بكفاءة.

ومن ثم، توصل المزارعون والتجار إلى فكرة بسيطة ومبتكرة، حيث اتفقوا مسبقاً على كميات السلع الزراعية التي سيتم شراؤها بسعر متفاوض عليه يدفع في المستقبل، وتوثيق الالتزام كتابياً لضمان التزام الطرفين.

وهكذا مثل هذا النوع المبكر من عقود المشتقات تأكيداً للأسعار بالنسبة للمزارعين وضمان التوريد للتجار، ممهداً الطريق أمام تطور المشتقات المالية الحديثة.

### 1.V عقود الخيار Options contract

بدأً من الستينيات، واجه الأفراد والمؤسسات المالية العاملة في الأسواق المالية تغييرات جذرية في البيئة الاقتصادية: حيث ارتفعت معدلات التضخم وأسعار الفائدة بشكل حاد وأصبح من الصعب التنبؤ بها، مما غير ظروف الطلب في الأسواق المالية. كما غير التقدم السريع في تكنولوجيا الحاسوب ظروف العرض، بالإضافة إلى ذلك، تغيرت اللوائح المالية.

نلاحظ هنا أنّ فجوات العرض وعد اليقين في الأسعار المستقبلية. فكان على المؤسسات المالية أن تبحث وتطور منتجات وخدمات جديدة تلبى احتياجات العملاء وتكون مربحة، وهذه العملية

تُعرف بالهندسة المالية. في حالتهم، كانت الضرورة أم الابتكار، حيث كانت الحاجة الحقيقية هي الدافع للابتكار.

### أولاً. مفهوم وعناصر عقود الخيار

ظهرت عقود الخيار في تعاملات الأسواق غير المنظّمة في أربعينات القرن التاسع عشر، وفي بدايات القرن العشرين تمّ تأسيس جمعية سما سرّة عقود الخيار، غير أنّ الانطلاقة الحقيقية لعقود الخيار كانت سنة 1973، بتأسيس السوق المنظمّ الأوّل لعقود الخيار ببورصة شيكاغو Chicago Board Options Exchange (CBOE)، ومع بداية 1977 تطوّرت المعاملات في عقود الخيار بإدراج عقود خيار البيع، لأنّه وقبل ذلك كانت التداولات تقتصر على عقود الشراء.

عقود الخيار هي من العقود الآجلة التي يتمّ استخدامها في التعاملات المالية في بورصات العالم، غير أنّ بورصة شيكاغو هي الأكبر من حيث حجم التداول في هذا النوع من العقود. عقد الخيار هو عقد يعطي الحامل الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع أصل ما بسعر وتاريخ محددين، مقابل دفعه لمكافأة غير قابلة للاسترداد سواء نفذ العقد أم لم ينفذه عند تاريخ الاستحقاق.

وتعتبر عقود الخيار عقوداً نمطية Standardize contracts، حيث يحتوي كلّ عقد على عناصر محدّد contract Size، بالإضافة إلى احتواء كلّ منها على عدد أو وحدة معيارية للأصول محلّ التعاقد، فمثلاً: خيارات الأسهم تحتوي على 100 سهم، وخيارات الذهب تحتوي 100 أونصة، وخيارات اليورو تحتوي 125000 يورو، والدولار 100000 دولار.

كما أنّ الخيارات يتمّ تداولها ضمن نمط معيّن تحتوي من خلاله على جملة من العناصر يمكن حصرها في:

#### أ. المحرّر Writer

يعرف عادة محرّر عقد الخيار ببائع الخيار، لأنّه هو من يحرّر الخيار ويبيعه للمشتري، ويعتبر المحرّر صاحب المركز القصير في المعاملة Short position، وهو من يحصل على المكافأة التي يدفعها المشتري. ويعتبر المحرّر بائعاً في الصفقة حتى لو كان محرراً لعقد خيار بيع، وذلك لأنّ الأصل المالي هنا هو عقد الخيار وليس الأصل محل عقد الخيار.

ب. المشتري Buyer

مشتري عقد الخيار هو الطرف الذي يبحث عن شراء أو بيع أصل مالي معيّن في تاريخ لاحق، ويدفع مقابل الحصول على حقّ الشراء أو البيع علاوة أو مكافأة، فالأمر هنا يشبه دفع مبلغ إضافي في شراء سلعة معيّنة للاستفادة من مزايا إضافية. ويعتبر مشتري عقد الخيار صاحب المركز المالي الطويل Long position.

وبين المحرّر والبائع يمكن أن نجد أربع مراكز مالية للطرفين:

- محرّر عقد خيار شراء = < (بائع للأصل محلّ عقد الخيار عند تاريخ الاستحقاق)
- مشتري عقد خيار شراء = < (مشتري للأصل محلّ عقد الخيار عند تاريخ الاستحقاق)
- محرّر عقد خيار بيع = < (مشتري للأصل محلّ عقد الخيار عند تاريخ الاستحقاق)
- مشتري عقد خيار بيع = < (بائع للأصل محلّ عقد الخيار عند تاريخ الاستحقاق)

ج. بيت تسوية عقود الخيار (OCC) Option Clearing Corporation

مؤسسة تسوية عقود الخيارات هي الجهة التي تقوم على تسوية التعاملات في عقود الخيار، وتعمل على ملاقة تحرير العقود مع المشتريين، كما تعمل على ضمان عملية التنفيذ في حال اختيار المشتريين لذلك، ولضمان العملية تطلب من محرر العقد أن يودع هامشاً قد يكون مبلغاً نقدياً في حالة خيار البيع، أو قد يكون الأصل موضوع العقد أو مبلغاً نقدياً في حالة خيار الشراء، بينما تعتبر العلاوة التي يقدمها المشتري عند التعاقد هي الضمان لمحرر العقد ولا يحتاج لأي ضمان من المشتري.

د. سعر التنفيذ Strike (exercice) price

وهو السعر الذي يتمّ تنفيذ العقد من خلاله، أي السعر الذي ينفذ به المشتري عقد الخيار في حال قرّر التنفيذ عند تاريخ الاستحقاق، ويتجدد هذا السعر بناء على التفاوض، وغالباً يتمّ تحديده وفقاً لمتغيرات: السعر الحالي للأصل محلّ التعاقد، توقّعات المستثمرين حول أداء الأصل مستقبلاً، الحالة الاقتصادية والوضع المالية للشركات.

هـ. العلاوة (المكافأة) Option Premium

وهي مبلغ مالي يدفعه مشتري عقد الخيار للمحرر عند التعاقد، والعلاوة غير قابلة للاسترداد، وهي المقابل الفعلي لمنح المشتري الخيار في التنفيذ من عدمه، والعلاوة هي ليست جزء من

الصفقة، وتحدد وفقاً لمتغيرات اقتصادية ونوع الخيار ومدى التقلب في أسعار الأصل محل التعاقد.

### و. نوع عقد الخيار

تتضمن عقود الخيار عند تحريرها كذلك نوع عقد الخيار بدقة، حيث يمكن أن يكون عقد خيار شراء أو بيع، عقداً أمريكياً أو أوروبياً، وقد يكون خيار مغطى أو غير مغطى كما سنرى لاحقاً.

### ز. تاريخ الاستحقاق Expiration date

تستحق عقود الخيار في اليوم. عادة في يوم السبت الموالي لثالث يوم جمعة من شهر الاستحقاق، هذا بالنسبة لعقود الخيار حول الأسهم الفردية، بينما تستحق عقود الخيار على المؤشرات يوم الجمعة الأخير من شهر الاستحقاق.

ويتم تنفيذ عقود الخيار من خلال مقارنة سعر الأصل محل التعاقد عند تاريخ الاستحقاق بسعر التنفيذ، وقد يكون الخيار في ذلك الوقت رابحاً أو خاسراً، في الحالة الثانية يمكن للمشتري عدم تنفيذه وخسارة العلاوة فقط.

أمّا عن جدوى التعاقد في هذا النوع من العقود فهو للتحوط من المخاطر في تقلب الأسعار، ويتم التعاقد بموجب تناقض في توقعات المحرر والمشتري:

- بائع خيار الشراء يتوقع أن يظل سعر السهم ثابتاً أو ربما ينخفض، بينما مشتري خيار الشراء يتوقع أن يتجه سعر السهم إلى الارتفاع خلال فترة قريبة.

- بائع خيار البيع يتوقع أن يظل سعر السهم ثابتاً أو يرتفع، بينما مشتري خيار البيع يتوقع أن ينخفض سعر السهم خلال وقت قريب نسبياً.

### ثانياً. أنواع عقود الخيار

يمكن تصنيف هذه الخيارات في عدة تصنيفات ووفقاً لكل تصنيف يمكن تحديد عدة أنواع وذلك على النحو التالي:

أ. الأنواع الرئيسية: خيارات شراء، خيارات بيع، الضمانات

✓ خيار الشراء Call Option: هو عبارة عن عقد بين طرفين، محرر العقد (البائع) ومشتري الخيار. بموجب هذا العقد يمنح المحرر للمشتري الحق في الاختيار بين أن يشتري أو لا يشتري

عدد معين من أصل معين بتاريخ الاستحقاق. ويتم صياغة عقد خيار الشراء لشركة بريتيش بتروليوم وفقاً لما يلي:

**Buy 1 BP January 102 @ 3 \$**

**خيار البيع Put Option:** وهو عبارة عن عقد بين طرفين، محرر العقد (البائع) ومشتري الخيار. بموجب هذا العقد يمنح المحرر للمشتري الحق في أن يبيع عدد معين من أصل معين أو لا يبيع. ويتم صياغة عقد خيار البيع لشركة بريتيش بتروليوم مثلاً وفق لما يلي:

**1 BP January 102 put @ 3 \$**

✓ **خيارات الضمانات:** هي عبارة عن عقود خيار شراء، تصدر بواسطة الشركة على أسهمها. وعادةً ما تكون فتراتها طويلة بالمقارنة مع عقود خيار الشراء.

ب. حسب تاريخ تنفيذ العقد: عقود الخيار الأمريكية، عقود الخيار الأوروبية

✓ **عقود الخيار الأمريكية: American Options** وهي عبارة عن عقود يجوز للمشتري بموجبها تنفيذ العقد في أي وقت يشاء خلال سريان العقد.

✓ **عقود الخيار الأوروبية: European Options** وهي عبارة عن عقود لا يجوز للمشتري بموجبها تنفيذ العقد إلا في يوم الاستحقاق (تاريخ انتهاء صلاحية العقد).

ومن الجدير ذكره في هذا السياق، بأن هذه العقود لا تدل مسمياتها على مكان التداول، بل تدل على خاصية تاريخ التنفيذ. ويُلاحظ أن معظم حقوق الخيارات تكون أمريكية.

وعلى الرغم من أن الخيار الأمريكي قابل للتنفيذ في وقت، فقد تبين من خلال الواقع العملي أن مشتري الخيار نادراً ما يقوم بتنفيذ الخيار قبل التاريخ المحدد على اعتبار أنه بإمكانه بيعه في السوق لطرف ثالث. ومن هنا غالباً ما تكون قيمة الخيار الأمريكي أعلى من قيمة الخيار الأوربي.

ج. حسب التغطية: مغطاة، غير مغطاة:

وفي هذه الحالة لا بد أيضاً من التمييز بين عقد خيار شراء وعقد خيار البيع على النحو التالي:

✓ **عقد خيار الشراء المغطى: Covered Call Option** وهو عبارة عن عقد يكون فيه محرر العقد مالكاً للسهم (الأصل) موضوع العقد.

✓ عقد خيار الشراء غير المغطى: Naked Call Option وفي هذا النوع من العقود لا يمتلك المحرر السهم موضوع العقد، وفي حال التنفيذ سوف يضطر إلى شراء السهم من السوق لتسليمه للمشتري تنفيذاً لمتطلبات العقد.

✓ عقد خيار البيع المغطى: Covered Put Option يكون عقد خيار البيع مغطى، عندما يكون البائع قد باع السهم المبرم عليه العقد على المكشوف.

✓ عقد خيار البيع غير المغطى: Naked Put Option يكون عقد خيار البيع غير مغطى، عندما يدخل البائع طرفاً في عقد خيار بيع دون أن يقوم بتغطية مركزه من خلال البيع على المكشوف. والسؤال المطروح هنا: كيف تعمل عقود الخيار؟

### ثالثاً. حالات تنفيذ عقود الخيار والمراكز المالية

يتمّ تنفيذ عقود الخيار بناء على معطيات السوق عند تاريخ الاستحقاق، ومقارنتها مع سعر التنفيذ، مع أخذ في الحسبان قيمة العلاوة المدفوعة.

ولشرح مختلف المراكز المالية وقرار المشتري عند تاريخ الاستحقاق، سنفترض أنّ هناك عقدي خيار لشراء أسهم شركة مايكروسوفت تمّ تحريرهما وشراؤهما، وتبرز حالات ثلاث عند تاريخ الاستحقاق، نوضّحها كما يلي:

#### أ.مشتري عقد خيار الشراء

هذا المركز يمكن المشتري من شراء أسهم مايكروسوفت عند تاريخ الاستحقاق، غير أنّ قرار الشراء يتوقّف على سعر السوق عند تاريخ الاستحقاق، لذلك نفترض الخيار التالي:

**Buy 1 Mic January 103 @2\$**

خيار شراء 100 سهم لشركة مايكروسوفت بسعر تنفيذ 103 و علاوة 2 دولار، يستحق في يوم السبت الموالي لثلاث يوم جمعة والموافق ليوم 20 جانفي 2024. نرمل سعر التنفيذ بـ PEX وللمكافأة بـ PR ولاسعر السوق بـ MP. و لنفترض أنّ سعر سهم مايكرو سوفت عند تاريخ الاستحقاق أخذ الحالات التالية: MP = 100, MP = 106, MP = 103

#### الحالة الأولى: MP = 100

في هذه الحالة سيختار المشتري بين أمرين: أن يشتري من السوق بشكل عادي، أو الشراء بمقتضى عقد خيار الشراء، وسنوضّح ذلك وفق ما يلي:

👉 الشراء من السوق: ستبلغ تكلفة السهم الواحد 100 دولار مضاف إليه قيمة العلاوة لأنه لا

$$\text{Cost} = \text{MP} + \text{PR} = 100 + 2 = 102$$

يستردها:

👉 الشراء بمقتضى عقد خيار الشراء: ستبلغ تكلفة السهم الواحد 100 دولار مضاف إليه قيمة

$$\text{Cost} = \text{MP} + \text{PR} = 103 + 2 = 105$$

الخلاوة:

المشتري هنا يختار عدم تنفيذ الخيار لأن القرار هنا هو: تنفيذ خاسر

الحالة الثانية:  $\text{MP} = 106$

في هذه الحالة سيختار المشتري بين أمرين: أن يشتري من السوق بشكل عادي، أو الشراء بمقتضى عقد خيار الشراء، وسنوضح ذلك وفق ما يلي:

👉 الشراء من السوق: ستبلغ تكلفة السهم الواحد 106 دولار مضاف إليه قيمة العلاوة لأنه لا

$$\text{Cost} = \text{MP} + \text{PR} = 106 + 2 = 108$$

يستردها:

👉 الشراء بمقتضى عقد خيار الشراء: ستبلغ تكلفة السهم الواحد 100 دولار مضاف إليه قيمة

$$\text{Cost} = \text{MP} + \text{PR} = 103 + 2 = 105$$

الخلاوة:

المشتري هنا يختار تنفيذ الخيار لأن القرار هنا هو: تنفيذ راجح

الحالة الثالثة:  $\text{MP} = 103$

في هذه الحالة سيختار المشتري بين أمرين: أن يشتري من السوق بشكل عادي، أو الشراء بمقتضى عقد خيار الشراء، وسنوضح ذلك وفق ما يلي:

👉 الشراء من السوق: ستبلغ تكلفة السهم الواحد 103 دولار مضاف إليه قيمة العلاوة لأنه لا

$$\text{Cost} = \text{MP} + \text{PR} = 103 + 2 = 105$$

يستردها:

👉 الشراء بمقتضى عقد خيار الشراء: ستبلغ تكلفة السهم الواحد 100 دولار مضاف إليه قيمة

$$\text{Cost} = \text{MP} + \text{PR} = 103 + 2 = 105$$

الخلاوة:

المشتري هنا في وضع متعادل

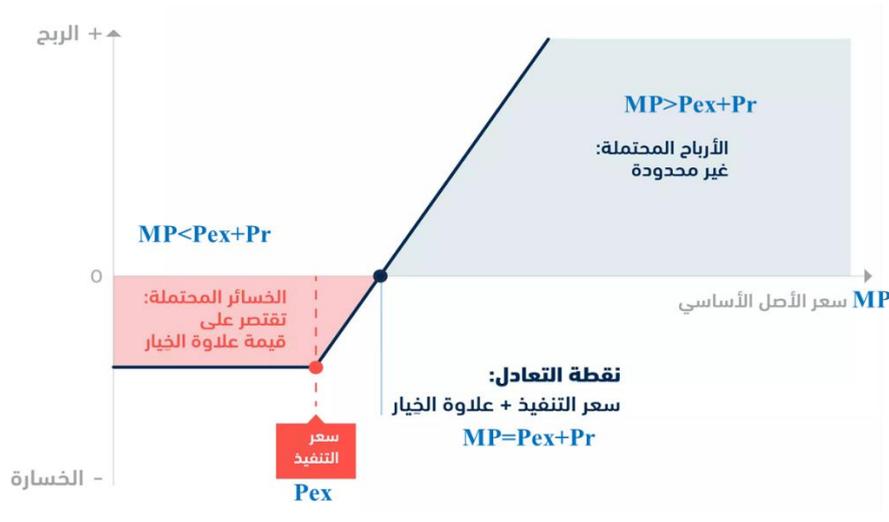
ومن خلال هذا المثال يمكن تعميم القاعدة، حيث يمكن للمشتري أن ينفذ العقد في حال كان سعر السوق يفوق سعر التنفيذ  $\text{MP} > \text{Pex}$ ، بينما عليه عدم التنفيذ في حال كان  $\text{MP} < \text{Pex}$ .

ويمكن له تحقيق أرباح في السوق من خلال تنفيذ العقد وشراء أسهم مايكروسوفت بمقتضى

العقد وبيعها في السوق في حال كان:  $\text{MP} < \text{Pex} + \text{Pr}$

وعلى العموم فأرباح المشتري ستكون كبيرة كلما ارتفعت الأسعار في السوق، بينما ستكون خسائره محدودة بقيمة العلاوة لأنها أقصى ما يمكن أن يتخلى عليه في حال عدم التنفيذ، وذلك في حال انخفضت الأسعار في السوق، ويمكن تمثيل ذلك كما يلي:

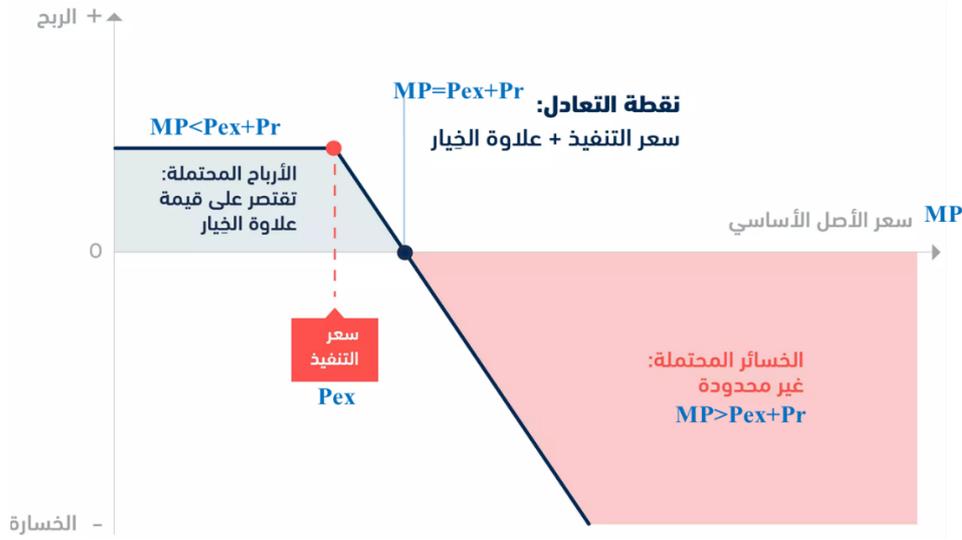
### المركز المالي: شراء خيار شراء



### ب. محرر عقد خيار الشراء

ينتظر محرر عقد خيار الشراء تاريخ الاستحقاق باعتبارها بائعاً محتملاً لأسهم مايكروسوفت في حال قررّ المشتري العقد ذلك، وباعتبار أنّنا عرفنا كيف يمكن أن يتصرف المشتري، فالمحرر سيحقق أرباحاً محدودة في العقد، ولن تتجاوز قيمة العلاوة، وهذا على اعتبار أنّ المشتري لن ينفذ العقد في حال بلغت أسعار الأسهم قيمة أقل من سعر التنفيذ مضاف إليه العلاوة  $MP < PEx + Pr$ ، بينما ستكون خسائره غير محدودة في حال ارتفعت الأسعار إلى مستويات قياسية أكبر من سعر التنفيذ مضافاً إليه العلاوة  $MP > PEx + Pr$ ، خاصة إذا قام بالبيع على المكشوف عند التعاقد. وهو ما يوضّحه الشكل الموالي:

### المركز المالي: محرر عقد خيار شراء



### ج. شراء عقد خيار البيع

هذا المركز يمكن المشتري من بيع أسهم مايكروسوفت عند تاريخ الاستحقاق، غير أن قرار البيع يتوقف على سعر السوق عند تاريخ الاستحقاق، لذلك نفترض الخيار التالي:

#### 1 Mic January 90 Put @3\$

خيار بيع 100 سهم لشركة مايكروسوفت بسعر تنفيذ 90 دولار و علاوة 3 دولار، يستحق في يوم السبت الموالي لثالث يوم جمعة والموافق ليوم 20 جانفي 2024. نرمل لسعر التنفيذ بـ PEX وللمكافأة بـ PR ولسعر السوق بـ MP. ونفترض أن سعر سهم مايكرو سوفت عند تاريخ الاستحقاق أخذ الحالات التالية:  $MP = 86$ ,  $MP = 106$ ,  $MP = 90$

#### الحالة الأولى: $MP = 86$

في هذه الحالة سيختار المشتري بين أمرين: أن يبيع في السوق بشكل عادي، أو البيع بمقتضى عقد خيار البيع، وسنوضح ذلك وفق ما يلي:

👉 البيع في السوق: ستبلغ إيرادات السهم الواحد 86 دولار منقوصاً منها قيمة العلاوة لأنه لا

$$\text{Revenues} = MP - PR = 86 - 3 = 83 \quad \text{يستردها:}$$

👉 البيع بمقتضى عقد خيار البيع: ستبلغ إيرادات السهم الواحد 90 دولار منقوصاً منها قيمة

$$\text{Revenues} = MP - PR = 90 - 3 = 87 \quad \text{العلاوة:}$$

المشتري هنا يختار تنفيذ الخيار لأن القرار هنا هو: تنفيذ رابح

الحالة الثانية:  $MP=106$

في هذه الحالة سيختار المشتري بين أمرين: أن يبيع في السوق بشكل عادي، أو البيع بمقتضى عقد خيار البيع، و سنوضح ذلك وفق ما يلي:

البيع في السوق: ستبلغ إيرادات السهم الواحد 106 دولار منقوصاً منها قيمة العلاوة لأنه لا يستردها:

$$\text{Revenues} = MP - PR = 100 - 3 = 97$$

البيع بمقتضى عقد خيار البيع: ستبلغ إيرادات السهم الواحد 90 دولار منقوصاً منها قيمة العلاوة:

$$\text{Revenues} = MP - PR = 90 - 3 = 87$$

المشتري هنا يختار عدم تنفيذ الخيار لأن القرار هنا هو: تنفيذ خاسر

الحالة الثالثة:  $MP=90$

في هذه الحالة سيختار المشتري بين أمرين: أن يبيع في السوق بشكل عادي، أو البيع بمقتضى عقد خيار البيع، و سنوضح ذلك وفق ما يلي:

البيع في السوق: ستبلغ إيرادات السهم الواحد 106 دولار منقوصاً منها قيمة العلاوة لأنه لا يستردها:

$$\text{Revenues} = MP - PR = 90 - 3 = 87$$

البيع بمقتضى عقد خيار البيع: ستبلغ إيرادات السهم الواحد 90 دولار منقوصاً منها قيمة العلاوة:

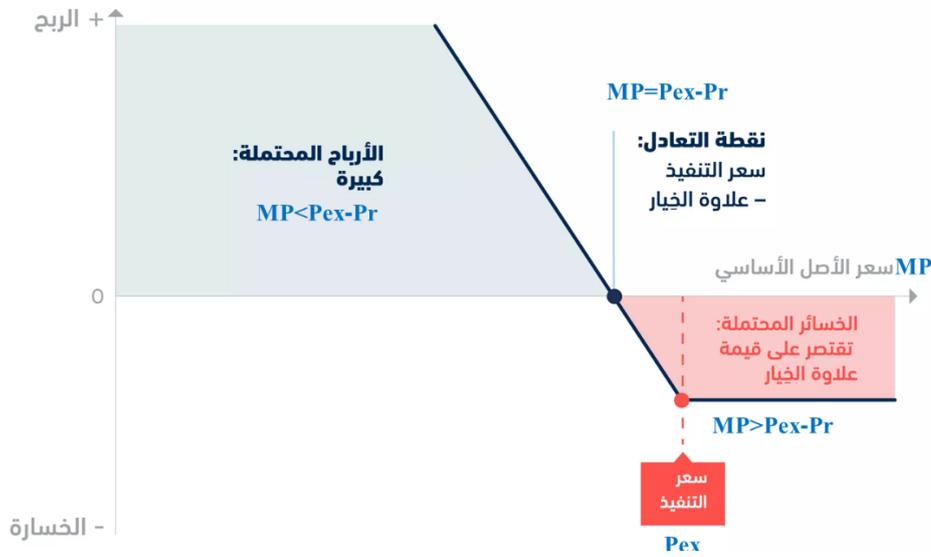
$$\text{Revenues} = MP - PR = 90 - 3 = 87$$

المشتري هنا في وضع متعادل

ومن خلال هذا المثال يمكن تعميم القاعدة، حيث يمكن للمشتري أن ينفذ العقد في حال كان سعر السوق يقل عن سعر التنفيذ  $MP < P_{ex}$ ، بينما يجب عليه عدم التنفيذ في حال كان  $MP > P_{ex}$ . ويمكن له تحقيق أرباح في السوق من خلال تنفيذ العقد وبيع أسهم مايكروسوفت بمقتضى العقد وبيعها في السوق في حال كان:  $MP < P_{ex} - Pr$

وعلى العموم فأرباح المشتري ستكون كبيرة كلما انخفضت الأسعار في السوق، بينما ستكون خسائره محدودة بقيمة العلاوة لأنها أقصى ما يمكن أن يتخلى عليه في حال عدم التنفيذ، وذلك في حال ارتفعت الأسعار في السوق، ويمكن تمثيل ذلك كما يلي:

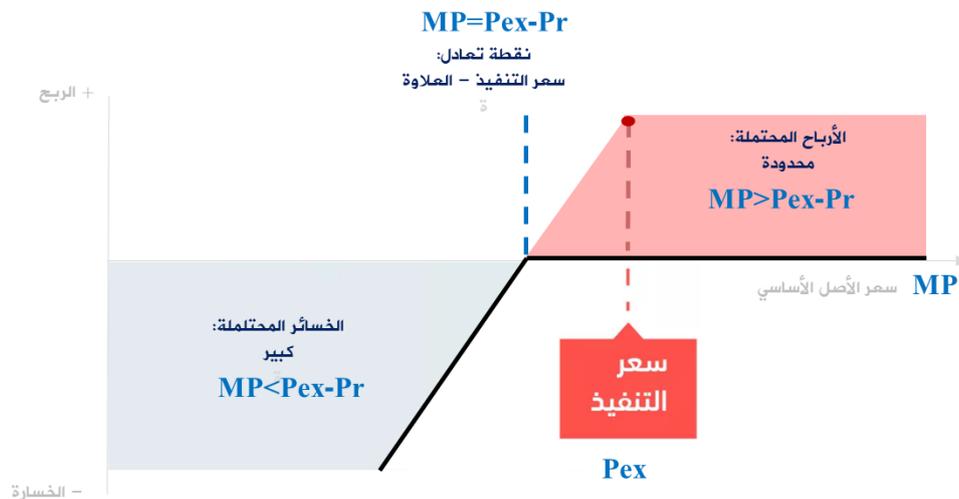
### المركز المالي: شراء عقد خيار بيع



### د. محرّر عقد خيار البيع

ينتظر محرّر عقد خيار البيع تاريخ الاستحقاق باعتباره مشترياً محتملاً لأشهر مايكروسوفت في حال قرّر مشتري العقد ذلك، وباعتبار أنّنا عرفنا كيف يمكن أن يتصرّف المشتري، فالمحرّر سيحقّق أرباحاً محدودة في العقد، ولن تتجاوز قيمة العلاوة، وهذا على اعتبار أنّ المشتري لن ينفذ العقد في حال بلغت أسعار الأسهم قيمة أكبر من سعر التنفيذ منقوصاً منه العلاوة  $MP > PEx - Pr$ ، بينما ستكون خسائره غير محدودة في حال انخفضت الأسعار إلى مستويات قياسية أقلّ من سعر التنفيذ منقوصاً منه العلاوة  $MP < PEx - Pr$ ، خاصة إذا قام الشراء على المكشوف عند التعاقد. وهو ما يوضّحه الشّكل الموالي:

### المركز المالي محرّر عقد بيع



هـ. مثال تطبيقي

إليك المعلومات التالية المتعلقة بعقد الخيار:

Buy 1 MIC June 203 @ 2\$

حيث يشير الرمز Mic لشركة مايكروسوفت

- ما هي أرباح أو خسائر المشتري لكل عقد إذا بلغت الأسعار عند تاريخ الاستحقاق على التوالي: \$50 لسهم أي بي أم، و \$206 لسهم مايكروسوفت؟

الحل:

أرباح مشتري عقد خيار البيع هي \$ 3 عن كل سهم وذلك لأنه يمكنه شراء الأسهم من السوق بـ\$50 وبيعها بموجب عقد الخيار بـ\$56 مع دفع علاوة \$3 وعليه:

$$\text{أرباح المشتري} = 56 - 50 - 3 = 3$$

وبما أن عقد الخيار يتضمن 100 سهم فالعوائد الكلية هي \$300

أرباح مشتري عقد خيار الشراء هي \$ 1 عن كل سهم وذلك لأنه يمكنه شراء الأسهم بموجب عقد الخيار بـ\$203 وبيعها في السوق بـ\$206 مع دفع علاوة \$2 وعليه:

$$\text{أرباح المشتري} = 206 - 203 - 2 = 1$$

وبما أن عقد الخيار يتضمن 100 سهم فالعوائد الكلية هي \$ 100

رابعا. تقييم عقود الخيار

في سوق الخيارات، تتكون القيمة الكلية لعقد الخيار من قيمتين رئيسيتين: القيمة الذاتية

Intrinsic Value وقيمة الزمنية Time Value.

**أ.القيمة الذاتية Intrinsic Value**

القيمة الذاتية هي الفارق بين سعر سوق الأصل (مثل السهم أو السلعة) وسعر التنفيذ في عقد

الخيار وذلك عند تقييم الخيار في الوقت الحالي.

إذا كان سعر سوق الأصل أعلى من سعر التنفيذ في حالة خيار الشراء، فإن القيمة الذاتية

ستكون إيجابية وتكون مساوية لهذا الفارق.

إذا كان سعر سوق الأصل أقل من سعر التنفيذ، فإن القيمة الذاتية ستكون صفراً، لأنه لا

يوجد فائدة في ممارسة الخيار لشراء الأصل بسعر أعلى من سعر السوق الحالي.

ويتم حساب القيمة الذاتية بطرق مختلفة، لكن الأكثر شيوعاً هما طريقتين:

• الطريقة البسيطة

يتمّ حساب القيمة الذاتية وفقاً للتغيرات في السعر السوقي للأصل، ومقارنتها مع سعر التنفيذ، وبذلك نعبر عن القيمة الذاتية بالعلاقة التالية:

عقد خيار الشراء: القيمة الذاتية = سعر الأصل في السوق - سعر التنفيذ  $IV = MP - Exp$

مثال: إذا كان سعر السهم الحالي \$50 وسعر الممارسة \$40، فإن القيمة الذاتية =  $50 - 40 = 10\$$

عقد خيار البيع: القيمة الذاتية = سعر التنفيذ - سعر الأصل في السوق  $IV = MP - Exp$

مثال: إذا كان سعر السهم الحالي \$50 وسعر الممارسة \$60، فإن القيمة الذاتية =  $60 - 50 = 10\$$

• طريقة بلاك شولز Black-Scholes

طريقة شارلز أو نموذج بلاك شولز هي إحدى الطرق المستخدمة لتسعير عقود الخيارات، وتعتمد هذه الطريقة على عدة افتراضات رئيسية:

- أن توزيع العوائد يتبع التوزيع الطبيعي.
  - أن أسعار الأصول المالية تتحرك بشكل عشوائي Random Walk
  - عدم وجود تكاليف معاملات أو ضرائب.
  - إمكانية اقتراض وإقراض أموال بسعر فائدة ثابت وخالي من المخاطر.
  - عدم دفع أرباح أو توزيعات نقدية خلال مدة الخيار.
- وتعتمد الطريقة على خمسة عوامل رئيسية لتسعير الخيار وهي:

- سعر السهم الحالي
- سعر ممارسة الخيار
- الوقت حتى استحقاق الخيار
- سعر الفائدة الخالي من المخاطر
- تقلب سعر السهم

باستخدام هذه المعطيات يمكن بناء نموذج لتسعير الخيارات باستخدام حسابات معقدة نوعاً ما. وقد وضعت طريقة شارلز أساس نظري قوي لتسعير وتقييم الخيارات.

إن صيغة حساب قيمة الخيار وفقاً لنموذج بلاك شولز Black-Scholes هي كالتالي:

$$IV = S \cdot N(d1) - K \cdot e^{-rt} \cdot N(d2)$$

حيث أن:

IV : قيمة الخيار

S : سعر السهم الحالي (السعر السوقي)

K : سعر تنفيذ الخيار (Strike Price)

r : معدل الفائدة الخالي من المخاطر

t : الوقت المتبقي حتى استحقاق الخيار (بالسنوات)

e : الرقم الأساسي للأعداد الطبيعية  $\approx 2.718$

N(d) : القيم المعيارية للاحتتمالات المتجمعة للتوزيع الطبيعي

وتحسب قيمتا d1 و d2 كالتالي:

$$d1 = [\ln(S/K) + (r + \sigma^2/2)t] / (\sigma\sqrt{t})$$

$$d2 = d1 - \sigma\sqrt{t}$$

حيث  $\sigma$  هو الانحراف المعياري لسعر السهم.

بالتالي، بمعرفة هذه المتغيرات يمكن حساب القيمة العادلة لخيار الشراء وفقاً لنموذج بلاك شولز.

#### ب. القيمة الزمنية Time Value

القيمة الزمنية هي الجزء الإضافي لقيمة الخيار فوق القيمة الذاتية، وتعكس القيمة الزمنية الفرص الإضافية والمرونة التي يوفرها الخيار بسبب الوقت المتبقي لانتهاء صلاحيته.

تتأثر هذه القيمة بعدة عوامل مثل الوقت المتبقي لانتهاء صلاحيته، والاستقرار المتوقع في سعر الأصل، ومعدل الفائدة، والتقلبات المتوقعة في السوق،

كلما زاد الوقت المتبقي لانتهاء صلاحية الخيار، زادت القيمة الزمنية بسبب المرونة الإضافية التي يمكن أن يتيحها الوقت لحدوث تغيرات في سعر الأصل.

في الوقت الذي تقل فيه الفترة المتبقية لانتهاء صلاحية الخيار، تقل عادة القيمة الزمنية وتقترب من الصفر. عندما يحلّ تاريخ استحقاق الخيار، يكون الخيار يملك قيمة ذاتية فقط إذا كان تنفيذها رابحاً.

تجتمع القيمة الزمنية والقيمة الذاتية لتشكّل القيمة الإجمالية لعقد الخيار في أي لحظة معينة، والتي يشار إليها بالقيمة السوقية. وبالتالي يمكن حساب القيمة الزمنية من خلال العلاقة:

$$T_v = MV - IV$$

القيمة الزمنية = القيمة السوقية - القيمة الذاتية

كما يمكن حساب القيمة الزمنية باعتبارها نسبة من القيمة الذاتية بالاعتماد على القاعدة الثلاثية.

### ج. القيمة السوقية لعقد الخيار Market Value of an Option

هي السعر الحالي الذي يتم التداول به في السوق، ويتم تحديدها بناءً على العوامل المتعلقة بالخيار وأحوال السوق في الوقت الحالي، مثل سعر الأصل، الوقت المتبقي لتاريخ استحقاق الخيار، التقلبات المتوقعة في السوق، وغيرها من العوامل.

يتم تحديث قيمة الخيار باستمرار خلال فترة صلاحيته بناءً على التغيرات في أسعار الأصول والظروف السوقية. عندما يزداد سعر الأصل أو تتغير ظروف السوق، يمكن أن تؤدي هذه التغيرات إلى زيادة القيمة السوقية لعقد خيار الشراء وانخفاض قيمة عقود خيار البيع. وعلى العكس، إذا تراجع سعر الأصل أو تقلبت الأسواق بشكل كبير، فقد ينخفض سعر خيار الشراء ويرتفع سعر عقد خيار البيع.

القيمة السوقية للخيار تعكس مجموع القيمة الذاتية والقيمة الزمنية في السوق الثانوية، يعتمد سعر الخيار في السوق الثانوية على عدة عوامل ولا يقتصر فقط على القيمة الذاتية والقيمة الزمنية، بل تدخل عوامل أخرى مثل الطلب والعرض في السوق وعوامل السيولة والتداول. باختصار، فالقيمة السوقية للخيار تتغير باستمرار وفقاً لظروف السوق والتغيرات في العوامل المؤثرة على القيمة ذاتية والزمنية لعقد الخيار.

ومع ذلك يمكن التنبؤ بالقيمة السوقية العادلة التي يمكن للمستثمر دفعها من خلال نموذج شولز.

### د. مثال تطبيقي

أحسب القيمة السوقية لعقد خيار الشراء باستخدام نموذج بلاك شولز وفقاً للمعطيات التالية:

- سعر السهم الحالي: \$50

- سعر ممارسة الخيار: \$45

- معدل الفائدة الخالي من المخاطر: 5%

- المدة حتى الاستحقاق: 6 أشهر (0.5 سنة)

- الانحراف المعياري لسعر السهم: 20%

الحل:

أولاً: نحسب القيمة الذاتية باستخدام نموذج بلاك شولز:

$$d1 = [\ln(50/45) + (0.05 + 0.2^2/2) \cdot 0.5] / (0.2\sqrt{0.5})$$

$$= 0,10 + 0,0175 / 0,141$$

$$= 0.8711$$

$$d2 = 0.8711 - 0.2\sqrt{0.5} = 0,7301$$

بالعودة إلى جدول التوزيع الطبيعي نجد أن القيمة المعيارية لـ  $d1$  و  $d2$  تقابلان القيمتين

الاحتماليتين على التوالي: 0.8078 و 0.7673، وبالتالي:

$$N(d1) = 0.8078$$

$$N(d2) = 0,7673$$

$$IV = 50 \cdot 0.8078 - 45 \cdot e^{-0.05 \cdot 0.5} \cdot 0,7673 = \$23,96$$

ثانياً: نحسب القيمة الزمنية بافتراض أنها تمثل 40% من القيمة النظرية نظراً للمدة القصيرة

حتى الاستحقاق.

$$Tv = 23,96 \cdot 40 / 100 = 9,58$$

ثالثاً: حساب القيمة السوقية

إذاً القيمة السوقية = القيمة الذاتية + القيمة الزمنية

$$MV = IV + TV = 23,96 + 9,58 = 33,54$$

وبذلك تكون القيمة السوقية المتوقعة لهذا الخيار هي \$ 33,54

**خامساً: استراتيجية التحوط باستخدام عقود الخيار**

يمكن استخدام عقود الخيارات في استراتيجيات التحوط المختلفة للتخفيف من المخاطر أو

تعويضها المرتبطة بتقلبات الأسعار أو الحركات السلبية في السوق. وفيما يلي بعض استراتيجيتين

شائعتين للتحوط باستخدام الخيارات:

**أ. إستراتيجية الاحتواء (Straddle strategie)**

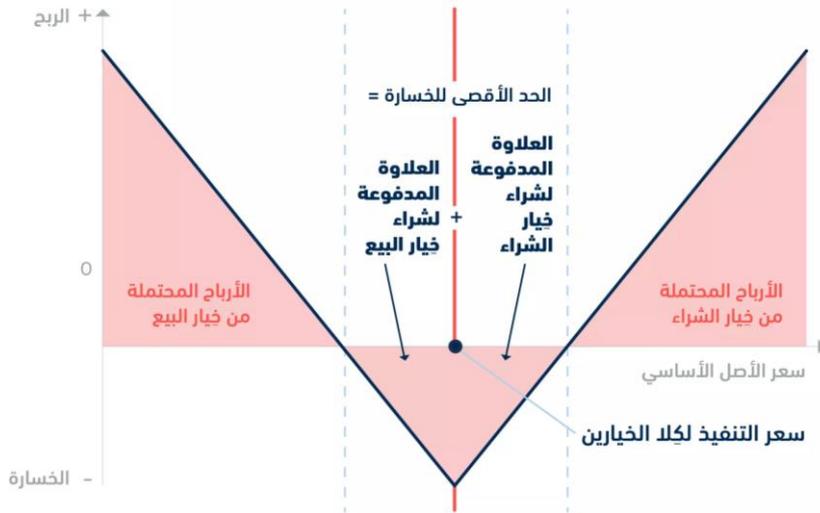
عند استخدام إستراتيجية الاحتواء، نقوم بشراء أو بيع خيار شراء وخيار بيع في نفس الوقت،

في نفس السوق، وبنفس سعر التنفيذ، هذا يوفر إمكانية الربح بغض النظر عما إذا كان

السوق سيرتفع أو ينخفض، مما يجعلها إستراتيجية جيدة إذا كنا نتوقع تقلبات في السوق دون أن

نكون متأكدين من اتجاهها.

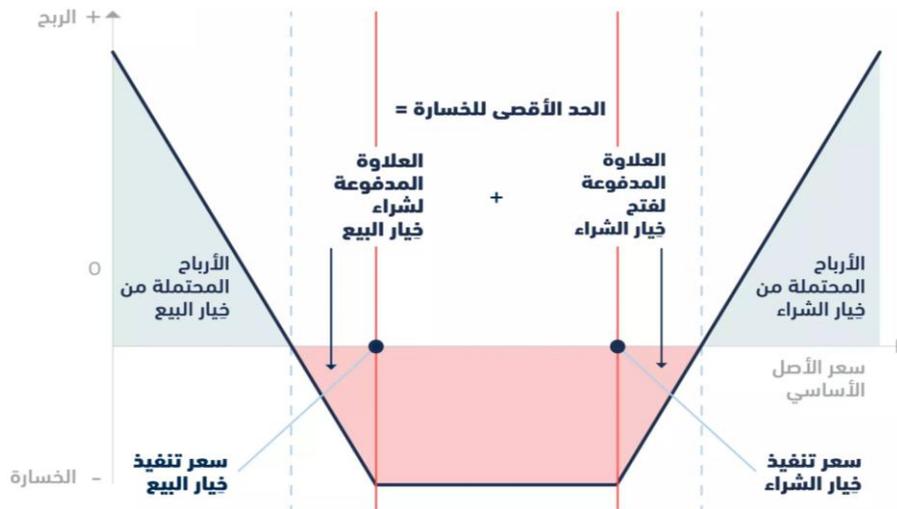
ستكون نقاط التعادل هي سعر التنفيذ، بالإضافة إلى أو بالطرح من مجموع علاوات كلا الجانبين من سعر التنفيذ، ويظل الحد الأقصى للمخاطرة هو السعر المدفوع لفتح المركز، وتطبق نقاط التعادل فقط إذا تم الاحتفاظ بالعقدين حتى تاريخ الاستحقاق.



### ب. استراتيجية الضغط (Straddle Strangle)

تشبه إستراتيجية الضغط أو الخنق بشكل كبير إستراتيجية الاحتواء المذكورة أعلاه، ولكن في هذه الحالة، نقوم بشراء خياري شراء وبيع بأسعار تنفيذ مختلفة، هذا يعني أننا عادةً ما سندفع مبلغاً أقل لفتح الصفقة، ولكن سنحتاج إلى حركة سعرية أكبر لتحقيق الربحية. ومع ذلك، تظل المخاطرة في هذه الصفقة محدودة.

في الأمثلة المذكورة أعلاه، إذا قمنا بإغلاق المركز المالي قبل تاريخ الاستحقاق، فإن السعر الذي سيتم الإغلاق عليه سيتأثر بمجموعة من العوامل، بما في ذلك الوقت المتبقي حتى الاستحقاق، وتقلبات السوق، وسعر السوق الأساسي.



## 2.V العقود المستقبلية Future contracts

العقود المستقبلية هي عقود مالية بين طرفين لشراء أو بيع أصل ما (كالسلع أو الأوراق المالية) في تاريخ مستقبلي بسعر محدد مسبقاً يوم التعاقد. وعلى عكس عقود الخيار فيما يتعلق بالزامية تنفيذ العقد، تعتبر العقود المستقبلية عقوداً ملزمة لطرفي العقد.

كما أنّ العقود المستقبلية تعتمد أساساً على ما يسمّى نظام الهامش، وهي عقود نمطية يتمّ تحريرها وتداولها في الأسواق المنظّمة، وبذلك فإن هذا العقد ينشأ بين طرفين يكون أحدهما مشتر للعقد والآخر بائعاً له. أما الأصل الذي يسري عليه التعامل بموجب العقد فيمكن أن يكون أصلاً حقيقياً أو أصلاً مالياً.

### أولاً. عناصر العقود المستقبلية

تتضمّن العقود المستقبلية عموماً عناصراً رئيسية تسمح بتحريره وتنفيذه، ويمكن حصرها فيما يلي:

#### أ. الأصل

وهي السلعة أو الأداة المالية محل التعاقد، يتم تداول العديد من السلع والمعادن والأوراق المالية في أسواق العقود المستقبلية، ومن أهمها:

-الحبوب والزيوت: القمح، الذرة، فول وزيت الصويا، الشعير، الكتان

-الماشية واللحوم: الأبقار والخنازير؛

-السلع الغذائية: الكاكاو، القهوة، السكر؛

-المعادن: النحاس، الذهب، البلاتين، الفضة؛

-الزيوت: البنزين، النفط الخام، الغاز الطبيعي؛

-القطن؛

-الأخشاب.

بالإضافة إلى ذلك يوجد العديد من العقود المستقبلية المالية وأهمها:

-أسعاراً لفائدة: سندات الخزينة، اليورو، الدولار

-مؤشرات الأسهم S&P500

-العملات: الين الياباني، الدولار الكندي، الجنيه الاسترليني، الدولار الاسترالي، الفرنك

السويسري، اليورو.

ووفقاً لنمطية العقود، تكون الوحدات المعيارية في العقود المستقبلية نفسها كما ذكرنا في العقود الآجلة.

الوحدات المعيارية	الأصل
5000 bushels (136 طن متري)	القمح، الذرة
37 500 pounds (رطل)	البنّ
50000 pounds (رطل)	
1000 barrels (ألف برميل)	النفط
100 troy ounces (100 أونصة)	الذهب
50\$x S&P 500 Index	المؤشرات
125000 Euro	العملات (اليورو)

#### ب. البائع

وهو الطرف الذي يلتزم بتسليم الأصل محلّ التعاقد عند تاريخ الاستحقاق وفق السعر المتفق عليه، ويمكن أن يقوم البائع بالتعاقد على تسليم منتجات أو أصول مالية لا يمتلكها، بمعنى أنّ العملية تتمّ على المكشوف.

#### ج. المشتري

المشتري هو الطرف الذي يرغب في شراء الأصل بسعر التنفيذ عند تاريخ الاستحقاق، وعادةً يلجأ المشتري إلى العقود المستقبلية في حال عدم التأكد من تقلبات الأسعار والتحوّط من خسائر محتملة في حال ارتفاعها مستقبلاً.

#### د. بيوت المقاصة Clearing Houses

توكل إليها عادة تنظيم التسويات التي تتم يومياً بين طرفي العقد بعد الأخذ بالحسبان الآثار التي تترتب على حق كل منهما بسبب التقلبات السعرية التي تحدث في سعر العقد. ولأجل الالتزام المتبادل بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري والبائع)، تقوم بفرض نظام الهامش.

#### هـ. سعر التنفيذ Strike (exercice) price

وهو السعر الذي يلتزم من خلاله البائع والمشتري بتنفيذ العقد، وهو سعر الأصل محلّ التعاقد، ويتمّ التعاقد عادة في حال اختلفت توقّعات البائع والمشتري، ويتمّ تحديده وفقاً لمزاد مفتوح أو في بيت المقاصة.

### و.نظام الهامش Margin

عند التعاقد يقوم المشتري والبائع بفتح حساب مصرفي يوضع تحت تصرّف بيت المقاصة، ويلتزم الطرفان بوضع مبلغ في الحساب لا يجوز له التصرف في الرصيد إلا بعد انتهاء سريان مفعول العقد. وتقوم غرفة مقاصة العقود المستقبلية Futures Clearinghouse عادة بتحديد قيمة الهامش، والذي يتراوح بين 5-10% أو 15 من القيمة الإجمالية للعقد (حوالي 1500 إلى 2500 \$ لكل عقد). ويهدف نظام الهامش إلى تخفيض مخاطر عدم الوفاء بالالتزامات، حيث أن إيداع المبلغ يُعبر عن حسن نية المستثمر، ورغبته الجادة بالالتزام بشروط العقد، سواء أكان المستثمر مشترياً أم بائعاً. ويوجد نوعان من الهامش:

✓ **الهامش المبدئي Initial Margin**: وهو مبلغ منخفض نسبياً بالقياس إلى حجم العقد، حيث أنه وكما ذكرنا سابقاً يتراوح بين الـ 5-10% من حجم العقد.

✓ **هامش الوقاية Maintenance Margin**: وهو الحد الأدنى لما يمكن أن يصل إليه رصيد الهامش، فإذا انخفض رصيد الهامش المبدئي عن هذا الحد، فإنه يجب إيداع مبلغ إضافي، بما يكفي لإعادة الرصيد إلى المبلغ المطلوب حسب الهامش المبدئي.

### ثانياً. أهم الفروق بين العقود المستقبلية وعقود الخيار

يمكن حصر أهم الفروق بين عقود الخيار والعقود المستقبلية في الجدول الموالي:

العقد المستقبلي	عقد الخيار	
كّل من المشتري والبائع ملزمان بالتنفيذ	المشتري يملك الخيار في التنفيذ من عدمه	تنفيذ العقد من طرف المشتري
يوجد دائماً	يوجد أحياناً	نظام الهامش
بيت المقاصة	بيت تسوية الخيارات	التسوية
يتم تحريك المراكز المالية كلّ يوم	يتم تحريك المراكز المالية عند التنفيذ	المراكز المالية
السلع والمؤشرات بشكل أساسي	الأسهم والعملات والسلع	الأصول الشائعة

ثالثاً. مثال تطبيقي

إليك المعلومات التالية حول عقد مستقبلي لأسهم شركة GM:

المشتري	البائع	سعر سهم GM	
اليوم الأول 700	\$700\$	135.5\$	اليوم الثاني
اليوم الثاني .....	\$.....\$	133.5\$	اليوم الثالث
اليوم الثالث .....	\$.....\$		

$$PEX = 135 \$$$

$$\text{هامش الضمان} = \$ 700$$

-أكمل الجدول بحساب رصيد المشتري والبائع في اليومين الثاني والثالث، مع توضيح دور بيت المقاصة خلال العملية.

**الحل:**

في اليوم الأول: المشتري يستفيد من ارتفاع الأسعار لأنه يشتري الأسهم بـ 135 دولار بموجب العقد المستقبلي، ويبيعهها في السوق بـ 135,5 وبذلك يربح نصف دولار عن كل سهم، وبما أن العقد يتضمن 100 سهم فأرباح المشتري هي 50 دولار وهي خسائر بالنسبة للبائع.

في اليوم الثاني: البائع يستفيد من انخفاض الأسعار لأنه يشتري الأسهم بـ 133,5 دولار من السوق، ويبيعهها بموجب العقد المستقبلي بـ 135,5 وبذلك يربح واحد ونصف دولار عن كل سهم، وبما أن العقد يتضمن 100 سهم فأرباح البائع هي 150 دولار وهي خسائر للمشتري.

وعليه يكون الرصيد كما يلي:

المشتري	البائع
اليوم الأول 700	\$700\$
اليوم الثاني 750	\$650\$
اليوم الثالث 600	\$800\$

-ويكمن دور بيت المقاصة في تسوية الحركة اليومية بين الرصيدين واستدعاء أحد الأطراف في حال انخفاض رصيده عن هامش الضمان.

**3.V عقود المبادلة Swap contracts**

كان أول من صاغ عقود المبادلة Swaps هو David swensen في الثمانينات، وهو أحد مسؤولي الاستثمار في بنك Salomon Brothers الذي كان من أهم بنوك وول ستريت آنذاك (لم يعد موجودا اليوم)، ويعتبر أحد رواد ابتكار واستخدام عقود مبادلة العوائد الإجمالية Total Return Swap.

في الثمانينيات، كانت صناديق التحوط hedge funds تستثمر بشكل كبير في الأسهم الخاصة private equity، ولكن المؤسسات مثل الجامعات كانت ممنوعة من الاستثمار المباشر في الأسهم الخاصة.

قام سوينسن بابتكار فكرة استخدام عقود مبادلة العوائد الإجمالية لتحاكي عوائد الأسهم الخاصة بشكل غير مباشر، من خلال تبادل العوائد مع صناديق التحوط التي استثمرت في الأسهم الخاصة.

وقد سمح هذا الابتكار لجامعة ييل بتحقيق عوائد جيدة دون مخالفة القيود الاستثمارية، مما جعل عقود مبادلة العوائد شائعة بين المؤسسات.

ويعتبر سوينسن أحد أبرز المستثمرين في العالم، حيث حقق عوائد سنوية مركبة تزيد عن 13% على مدار 30 عاماً في إدارة استثمارات جامعة ييل.

### أولاً. مفهوم وعناصر عقود المبادلة

اتفاقية المبادلة هي اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل الالتزامات أو الحقوق. يمكن أن يكون هذا التبادل إما تبادل مدفوعات أو تبادل مقبوضات.

في حالة تبادل المدفوعات، يتفق الطرفان على دفع مبلغ معين من المال لبعضهما البعض في فترات زمنية محددة. يمكن أن يكون هذا التبادل مفيداً للطرفين إذا كان أحدهما يتوقع زيادة دخله في المستقبل، بينما يتوقع الآخر انخفاض دخله. على سبيل المثال، قد يتفق صاحب العقار الذي يتوقع ارتفاع الإيجارات على تبادل مدفوعات الإيجار مع شركة تتوقع انخفاض المبيعات.

في حالة تبادل المقبوضات، يتفق الطرفان على تبادل الإيصالات المستمدة من أصولهما الخاصة، حيث يمكن أن يكون هذا التبادل مفيداً للطرفين إذا كان أحدهما يمتلك أصولاً يتوقع أن يرتفع سعره، بينما يمتلك الآخر أصولاً يتوقع أن ينخفض سعره. على سبيل المثال، قد يتفق مستثمر يمتلك أسهماً في شركة تتوقع نمواً في الأرباح على تبادل مدفوعات الأرباح مع مستثمر يمتلك أسهماً في شركة تتوقع انخفاض الأرباح.

يتم ترتيب اتفاقيات المبادلة عادةً من قبل وسطاء ماليين. يلعب الوسطاء دوراً مهماً في تسهيل هذه الاتفاقيات وضمان أن يتم تنفيذها وفقاً للشروط المتفق عليها.

وبهذا المفهوم تحدد شروط عقد المقايضة أو المبادلة عدة عناصر رئيسية هي:

✓ طريفي العقد؛

- ✓ الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المقايضة؛
- ✓ قيمة المدفوعات أو المقبوضات محل المقايضة؛
- ✓ العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقبوضات؛
- ✓ السعر الآجل لمقايضة العملة المتفق عليه؛
- ✓ مدة سريان العقد.

إن عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على خلاف ما هو معروف عن عقود الخيار، ولا تتم تسوية الأرباح والخسائر بشكل يومي كما في العقود المستقبلية، أيضاً لا تتم تسوية هذا العقد لمرة واحدة فقط كما هو الحال في العقود الآجلة ولذلك يُعرف البعض عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود الآجلة.

### ثانياً. أنواع عقود المبادلة

هناك عدة أنواع من Swaps، وكل نوع من هذه الصفقات يخدم أغراضاً مختلفة في الأسواق المالية. فيما يلي بعض الأنواع الشائعة:

#### أ. أسعار الفائدة Interest Rate Swaps IRS

هذا هو أكثر أنواع Swaps انتشاراً. في صفقة أسعار الفائدة، يتبادل طرفان تدفقات النقدية المرتبطة بأسعار الفائدة. على سبيل المثال، قد يدفع طرف واحد سعر فائدة ثابت بينما يدفع الطرف الآخر سعراً متغيراً يرتبط بمؤشر أساسي (مثل LIBOR - معدل الفائدة البنكي بين البنوك في لندن). تساعد هذه Swaps في إدارة مخاطر أسعار الفائدة وتسمح للكيات بتغيير تعرضها من أسعار الفائدة الثابتة إلى المتغيرة أو العكس.

ومن أهم عقود المبادلة لأسعار الفائدة نجد عقود مبادلة أسعار الفائدة الثابتة بالمتغيرة Fixed For Floating Interest Rate Swaps

وهو النوع الأكثر انتشاراً في هذه المبادلات ويُسمى Plain vanilla الوجة السهلة أو الفانيليا (السادة)، وفيه يوافق أحد الأطراف الداخل في المبادلة على أن يدفع سلسلة معدلات الفائدة الثابتة وفي نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة. وهذا الطرف يُطلق عليه Fixed-Rate Payer في المقابل يوافق الطرف الآخر الداخل في عقد المبادلة على استلام سلسلة من معدلات الفائدة العائمة ويُطلق على هذا الطرف (دافع معدل الفائدة المتغير) Floting -Rate Payer وذلك وفقاً لمعدل مرجعي.

ويتحدد هذا المعدل في كثير من الأحيان وفقاً لمعدل الفائدة للتعاملات بين المصارف في لندن (LIBOR (London Inter-Bank Offering Rate) ويُعبّر LIBOR عن سعر الفائدة بين البنوك حيث تستعمله البنوك العالمية الكبيرة لإقراض البنوك الأخرى، والقروض المحددة على أساس LIBOR تتحدد على أساس تفاوض خاص يغطي فترات متنوعة من تواريخ الاستحقاق. وتظهر أسعار LIBOR يومياً في عمود Money Rates في وول ستريت جورنال، وأسعار الفائدة العائمة في أسواق عقود المبادلات غالباً ما تتحدد على أساس سعر مساوي لسعر LIBOR والذي يُطلق عليه أحياناً LIBOR FLAT وغالباً ما يُضاف إلى هذا المعدل نسبة معينة، مثلاً لبيور + 30 نقطة أساس. وتغطي إتفاقية المبادلة فترة معينة وهي التي تحدد لسداد الفوائد والتي تمثل فحوى عقد المبادلة. ويتحدد مقدار المدفوعات الدورية على أساس مبلغ وهمي أو اعتيادي وهذا الأصل الوهمي يمثل كمية نظرية أو اسمية تستخدم كمقياس لتحديد مقدار التدفقات النقدية التي تُسدد وفقاً لاتفاقية المبادلة.

تتم التسوية لعقود المبادلة على أساس دوري متفق عليه (كل ثلاثة أشهر، كل ستة أشهر، ...) وهي كما أشرنا سابقاً لا تتم بصفة يومية لذلك تسمى الأرباح والخسائر المتولدة عن عقد المبادلة بالأرباح والخسائر الورقية، وباعتبار أن أسعار LIBOR تكون غير معروفة في المستقبل لذلك فإن مدفوعات الفائدة المتغيرة في الزمن T سوف تعتمد على سعر LIBOR في الزمن T-1

✓ عقود مبادلة الأوراق المالية ذات معدل الفائدة المتغير وغير المقيد:

وهي عبارة عن عقود مبادلة تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وفي نفس الوقت غير مقيد بحدود دنيا أو عليا.

✓ عقود مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ومقيد: Floors

وهي عقود مبادلات تتم على أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير ولكنها في نفس الوقت محددة بحد معين.

✓ عقود المبادلة المختلطة: Collars

تقوم هذه العقود على اتخاذ مركز طويل من خلال شراء عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير وغير مقيد Cap وفي نفس الوقت بيع عقد مبادلة أوراق مالية ذات معدل فائدة متغير و مقيد Floor.

### ب. مبادلات العملات الأجنبية Currency Swaps

تشمل صفقات العملات الأجنبية تبادل المبلغ الأساسي ومدفوعات الفائدة بعملة واحدة مقابل عملة أخرى، وتستخدم من قبل الكيانات التي لديها تدفقات نقدية بعملة مختلفة أو التي ترغب في التحوط ضد تقلبات أسعار الصرف. في صفقة العملات الأجنبية النموذجية، يتبادل طرفان المبلغ الأساسي بعملتين مختلفتين ويقومان بمدفوعات فائدة دورية بهاتين العمليتين.

### ج. عقود مبادلة السلع Commodity Swap

تُمكن صفقات مبادلة السلع من تبادل تدفقات النقدية استناداً إلى تقلبات أسعار السلع مثل النفط والغاز الطبيعي والمنتجات الزراعية وغيرها، تساعد هذه الصفقات المتعاملين في تخفيض مخاطر تقلبات أسعار السلع.

### د. عقود مبادلة تأمين الائتمان (CDS) Credit Default Swaps

تتضمن هذه العقود حماية ضد مخاطر الائتمان، يدفع مشتري صفقة تأمين الائتمان رسوماً دورية إلى البائع مقابل الحماية ضد عدم القدرة على السداد لصك دين معين أو كيان معين. إذا حدث أمر مرتبط بالائتمان، يُعوّض البائع المشتري عن الخسائر الناجمة عن ذلك الحدث.

### هـ. عقود مبادلة العائد الإجمالي (TRS) Total Return Swaps

تشمل مبادلات العائد الإجمالي تبادل العائد الإجمالي لأصل معين، بما في ذلك الدخل والارتفاع في القيمة، دون نقل ملكية الأصل، عادةً ما يدفع طرف واحد العائد الإجمالي على الأصل بينما يدفع الطرف الآخر سعراً ثابتاً أو متغيراً.

كل نوع من أنواع Swaps يخدم أهدافاً مالية مختلفة، مما يسمح للأطراف بإدارة المخاطر والتحوط ضد التقلبات أو اكتساب تعرض لأسواق مختلفة دون امتلاك مباشر، تُستخدم Swaps عادةً من قبل المؤسسات المالية والشركات والمستثمرين لتخفيض تعرضهم للمخاطر ومواقفهم المالية.

### و. حق الاختيار على عقود المبادلة Swaption

حق الخيار على عقود المبادلة (Swaption) هو مشتق مالي يمنح حامله الحق، دون التزام، للدخول في صفقة مبادلة لأسعار الفائدة الأساسية في تاريخ محدد مستقبلي وبشروط محددة مسبقاً. بشكل أساسي، يمنح حق الخيار على عقود المبادلة حامل الخيار القدرة على اتخاذ القرار في ما إذا كان سيشارك في عقد المبادلة أم لا.

يوجد نوعان رئيسيان من حق الخيار على عقود المبادلة:

- حق خيار الشراء على عقود المبادلة Call Swaption هذا النوع من حق الخيار على عقود المبادلة يمنح حامله الحق في دخول صفقة مبادلة لأسعار الفائدة حيث يدفع سعراً ثابتاً ويتلقى سعراً متغيراً. حامل حق الشراء لديه الخيار لدخول هذه الاتفاقية في تاريخ مستقبلي.
- حق خيار البيع على عقود المبادلة Put Swaption: يمنح سوابشن البيع حامله الحق في دخول صفقة سواب لأسعار الفائدة حيث يتلقى سعراً ثابتاً ويدفع سعراً متغيراً. مثل حق خيار الشراء، حامل حق خيار البيع لديه الخيار لبدء هذا العقد في تاريخ محدد في المستقبل.

### ثالثاً. مثال تطبيقي

إليك المعلومات التالية حول عقد SWAP

- الشركة A لديها قروض قصيرة الأجل بقيمة مليون دولار بسعر فائدة متغير، ويتوقع مديرها ارتفاع في أسعار الفائدة في السوق؛

- الشركة B لديها قروض طويلة الأجل بقيمة مليون دولار بسعر فائدة ثابت يقدر بـ 5% ويتوقع مديرها انخفاض في أسعار الفائدة؛ لذلك تم عقد اتفاق SWAP.

المطلوب: حدد أرباح وخسائر كل طرف في حال علمت أن LIBOR عن استحقاق العقد بلغ 6,5%.

**الحل:**

عند تاريخ الاستحقاق يتم ما يلي:

الشركة A تدفع 65000 دولار للدائنين

الشركة B تدفع 50000 دولار للدائنين

الشركة B تدفع الفرق 1,5% والذي يمثل 15000 دولار للشركة A بموجب عقد المبادلة، وهو مبلغ خسائر الشركة B وأرباح للشركة A.

### 4.V العقود الآجلة Forward contracts

على عكس العقود السابقة، تتميز العقود الآجلة بأدائها عقود تفاوضية يتم عقدها وتداولها في الأسواق غير المنظمة OTC.

العقود الآجلة Forward contracts هي اتفاقيات تعاقدية تُستخدم لتحديد شروط شراء أو بيع أصل مالي معين (مثل العملات أو السلع أو الأسهم) في تاريخ محدد مستقبلياً، بسعر متفق عليه

مسبقاً. تختلف عن العقود المستقبلية في أنها غير قابلة للتداول في الأسواق المالية وتُعتبر مخصصة للأطراف المتعاقدة فقط.

وتتوفر في العقود الآجلة عديد المميّزات نحصرها في:

أ. تحديد السعر والتاريخ: يتم تحديد السعر والتاريخ الذي سيتم فيه تنفيذ الصفقة مسبقاً في المستقبل

ب. غير قابلة للتداول علناً: على عكس العقود المستقبلية، لا يتم تداول عقود الآجلة في الأسواق المنظمة، بل يتم إبرامها بين الطرفين المتعاقدين فقط.

ج. مرونة الشروط: يمكن تخصيص شروط عقد الآجلة حسب احتياجات الطرفين، مما يتيح مرونة أكبر في تحديد الكمية والسعر والتاريخ.

د. عدم وجود ضمانات قانونية: قد تكون خالية من الضمانات القانونية التي تحمي الأطراف في الأسواق المنظمة، مما يجعلها تحتل المخاطر القانونية والائتمانية.

د. استخدامات للتحوط والاستثمار: يُستخدم عقود الآجلة عادةً لغرض التحوط لحماية الأصول من التقلبات في الأسعار، كما يمكن استخدامها أيضاً لأغراض الاستثمار للتنبؤ بالتغيرات في الأسعار والتأثير على العوائد المالية.

وعلى غرار المشتقات المالية الأخرى، يتم تداول عقود آجلة في السلع، أسعار الفائدة، الأسهم والمؤشرات، والعملات والعقارات. غير أنّ أهمّ ما يتم تداوله بواسطة العقود الآجلة هو السلع وخاصة ما تعلّق بالنفط والغاز. وهنا نشير إلى أنّ أسعار العقود الآجلة تختلف عن أسعار الأصول المتضمّنة، ونذكر هنا المثال التالي:

فسر لماذا بلغت العقود الآجلة أسعاراً سالبة في تداولات مارس 2020؟

**الجواب:**

في مارس 2020، شهدت العقود الآجلة للنفط أحداثاً استثنائية حيث تراجعت أسعار العقود بشكل حاد وصلت في بعض الحالات إلى قيم سالبة. هذه الظاهرة كانت نتيجة لتزايد العوامل التي أثرت على السوق العالمية للنفط، ومن بين هذه العوامل:

-انخفاض الطلب على النفط: تفشي جائحة COVID-19 أدى إلى انخفاض كبير في الطلب العالمي على الوقود والنفط نتيجة لتقليل السفر والإغلاقات والقيود التي فرضتها الحكومات لمواجهة انتشار الفيروس.

-فائض الإمدادات ومشاكل التخزين: زيادة في الإنتاج والتخزين الزائد للنفط، وهو ما أدى إلى تراكم كميات كبيرة من النفط غير المباع وضغط على السعر، أين ارتفعت أسعار التخزين وأصبح التخزين يتم في البواخر في البحر، وهو ما جعل عرض العقود يرتفع وينخفض سعرها، لأن كل حاملها اتجهوا نحو التخلص منها، وذلك لأن أغلب هؤلاء لا علاقة لهم بعمليات التسليم واستلام النفط، بل فقط بالمضاربة في العقود.

-انخفاض أسعار النفط الخام الأمريكي WTI: تواجه العقود الآجلة للنفط الخام الأمريكي صعوبات خاصة بسبب اقتراب تواريخ انتهاء العقود وتقلص المساحات المخصصة لتخزين النفط. الضعف في الأسواق المالية: الحالة العامة للأسواق المالية خلال هذه الفترة كانت ضعيفة بسبب عدم اليقين الاقتصادي الناجم عن جائحة COVID-19، مما زاد من التقلبات والاضغوط على العقود الآجلة.

الفصل السادس:  
أدوات التمويل الإسلامي المتداولة  
في البورصات

## VI. أدوات المالية الإسلامية المتداولة في الأسواق المالية

في العقود الأخيرة، شهدت صناعة التمويل الإسلامي تطوراً سريعاً، حيث أدى النمو الاقتصادي في الشرق الأوسط وآسيا والاهتمام المتزايد بالمال الإسلامي إلى توسع وتطوير أسواق التمويل الإسلامي.

وقد كان لتطور الأفكار الأكاديمية حول التعاملات الاقتصادية الإسلامية زخم كبير في فترة السبعينات من القرن الماضي، وظهر معها تبنّي عدد المؤسسات والدول لمنتجات مالية تتماشى مع مبادئ الشريعة الإسلامية، وتطوّرت معها هذه التعاملات بشكل كبير حيث يقدر عدد الباحثين تجاوز هذه التعاملات في بورصات السعودية ودبي وماليزيا وبورصة لندن أكثر من ترليون دولار، تمثل البورصات العربية 55% منها، وتأتي في طليعتها الصكوك الإسلامية بنسبة تفوق 25%.

وتتنوع الصكوك بتنوع عقود التمويل الإسلامي لتشمل صكوك المراجعة، و صكوك الإجارة، و صكوك السلم، و صكوك الاستصناع، و صكوك المضاربة، و صكوك المشاركة، و صكوك الوكالة بالاستثمار، فضلاً عن الصكوك الهجينة التي تجمع أكثر من عقد واحد في هيكله الصك، مثل صكوك المراجعة مع الوكالة أو صكوك المراجعة مع المضاربة.

وهنا سندرج أهم الأدوات المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية وتفصيلها ومميزاتها:

### VI.1. الصكوك الإسلامية (SUKUK) Islamic bonds

الصكوك هي أدوات تمويل إسلامية تشبه السندات التقليدية، تتم عبر إصدار شهادات متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات.

#### أولاً. مفهوم الصكوك الإسلامية

وتعرفها هيئة المحاسبة والمراجعة للمؤسسات المالية الإسلامية باعتبارها وثائق متساوية القيمة تمثل حصصاً شائعة في ملكية أعيان أو منافع أو خدمات أو موجودات مشروع معين أو نشاط استثماري خاص، وذلك بعد تحصيل قيمة الصكوك وقفل باب الاكتتاب وبدء استخدامها فيما أصدرت من أجله.

أوراق مالية متساوية القيمة محددة المدة، تصدر وفق صيغ التمويل الإسلامية، تعطي لحاملها حق الاشتراك مع الغير بنسبة مئوية في ملكية وصافي إيرادات أو أرباح وخسائر موجودات مشروع استثماري قائم فعلاً، أو يتم إنشاؤه من حصيلة الاكتتاب وهي قابلة للتداول والإطفاء والاسترداد

عند الحاجة بضوابط وقيود معينة ، ويمكن حصر موجودات المشروع الاستثماري في أن تكون أعياناً أو منافع أو خدمات ، أو حقوق مالية أو معنوية أو خليط من بعضها أو كلها حسب قواعد مالية إسلامية معينة.

### ثانياً. خصائص الصكوك الإسلامية والفروق بينها وبين الأدوات المالية الأخرى

من خلال تعريف الصكوك الإسلامية نجد أنها تقترب من السندات في كونها لديها تاريخ استحقاق (فترة الاسترداد) من جهة، وإلى الأسهم من خلال امتلاك المكتتب فيها لحصة في المشروع القائم أو المفترض إنشاؤه، وعموماً يمكن حصر أهم خصائص الصكوك في:

#### أ. المشاركة في الربح والخسارة

من خلال فهم العلاقة بين المصدرين للصكوك والمكتتبين فيها ، يظهر أن المكتتبين شركاء للمصدرين في الربح والخسارة، وتكمن الخصوصية في الصكوك إلى أن نسب الأرباح لا يتم تحديدها وفقاً للقيمة الاسمية بل بنسب يتم تحديدها عند التعاقد ، كما يشاركون في الخسائر بنسبة ما يملكونه في المشروع وفق الصكوك التي تم الاكتتاب فيها تطبيقاً لمبدأ المغنم بالمغرم.

#### ب. الصكوك لحاملها وبنسب متساوية

وبذلك فهي تشبه الأسهم من خلال القدرة على تداولها فيما بعد ، كما تشبه السندات من خلال إصدارها بقيم متساوية.

#### ج. تصدر وفقاً لضوابط شرعية

تمثل الصكوك أدوات استثمار وليست أدوات دين ، لأنها تشارك في تمويل المشاريع بملكية مؤقتة ، فتواريخ استحقاقها تشبه آليات السندات ، لكن حاملها لا يستفيدون من فوائد بل يتعرضون لمخاطر الخسائر كما يستفيدون من الأرباح.

من خلال ما سبق يمكن اقتراح الجدول التالي لتوضيح الفرق بين الصكوك والأسهم والسندات.

الصكوك	السندات	الأسهم	الملكية
حصة في الملكية بأجل	دين على الشركة	حصة في الملكية طويلة الأجل	الملكية
مشاركة في الأرباح بنسبة محددة عند التعاقد وفي الخسائر بنسبة المساهمة.	نسبة ثابتة من الدخل في شكل فوائد	مشاركة في الأرباح بنسبة من القيمة الاسمية وفي الخسائر بانخفاض قيمة السهم.	الأرباح والخسائر
تتحمل مخاطر الخسائر بنسبة الملكية.	لا تتحمل مخاطر باعتبار ثبات نسبة الفوائد في الربح أو الخسارة	تتحمل المخاطر من خلال انخفاض حقوق الملكية	المخاطر
قابلية للإطفاء والاسترداد بضوابط محددة	يتم استرجاع الأصل عند تاريخ الاستحقاق	يمكن استرجاع الأصل من خلال البيع	استرجاع الأصل

### ثالثاً: خطوات وآلية عمل الصكوك

لنفترض أن شركة ترغب في توسيع مصنعها، ولكنها تفتقر إلى التمويل الكافي. لتحقيق هذا، يمكن للشركة إصدار صكوك إسلامية كوسيلة لجمع التمويل.

#### الخطوة الأولى: الهيكلة الأساسية

تقوم الشركة بإنشاء هيكل للصكوك وفقاً لمبادئ التمويل الإسلامي، يعتمد هذا الهيكل على مشاركة الأرباح والأصول المعتمدة بدلاً من دفع الفوائد.

#### الخطوة الثانية: إصدار الصكوك

تقوم الشركة بإصدار الصكوك لجمع الأموال، وتعرض الصكوك للبيع للمستثمرين. الصكوك تُعرف بالأصول التي تُدعمها، مثل أراضٍ أو مشروعات.

#### الخطوة الثالثة: اكتساب الأموال

يقوم المستثمرون بشراء الصكوك، وبالتالي يقدمون الأموال للشركة. على سبيل المثال، إذا كانت قيمة الصكوك 100 مليون دولار، يقدم المستثمرون هذا المبلغ للشركة.

#### الخطوة الرابعة: استخدام التمويل

تستخدم الشركة المبلغ الذي حصلت عليه من بيع الصكوك لتوسيع مصنعها أو تنفيذ المشروع الذي كانت تخطط له.

#### الخطوة الخامسة: العائد للمستثمرين

يُتفق مسبقاً على آلية توزيع الأرباح أو العوائد لحاملي الصكوك. على سبيل المثال، إذا كانت الشركة تحقق أرباحاً من مشروعها، يتم توزيع جزء من هذه الأرباح على حاملي الصكوك بالنسبة لحصصهم.

#### الخطوة السادسة: استرداد رأس المال

يتم استرداد قيمة الصكوك بالكامل عند استحقاقها. على سبيل المثال، إذا كانت فترة صكوك معينة هي 5 سنوات، يتم استرداد قيمتها بالكامل بعد انتهاء هذه الفترة. وهناك العديد من البورصات حول العالم التي تدعم تداول منتجات تمويل إسلامي. تزداد هذه البورصات أهميةً وتوسعاً مع نمو صناعة التمويل الإسلامي. بعض أهم البورصات التي تُعتبر مركزاً لتداول منتجات التمويل الإسلامي تشمل:

1. بورصة السعودية (Tadawul): تُعتبر واحدة من أكبر البورصات في العالم وتقدم العديد من المنتجات والصكوك والأسهم والصناديق المتداولة بما يتوافق مع مبادئ التمويل الإسلامي.
2. بورصة ماليزيا (Bursa Malaysia): تُعتبر وجهة رئيسية لتداول المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة. تقدم البورصة الصكوك والأسهم وصناديق الاستثمار المتداولة بما يتماشى مع مبادئ التمويل الإسلامي.
3. بورصة دبي المالية (Dubai Financial Market): تُعتبر واحدة من أهم البورصات في منطقة الشرق الأوسط وتوفر مجموعة متنوعة من المنتجات المالية المتوافقة مع الشريعة مثل الصكوك والأسهم.
4. بورصة لندن (London Stock Exchange): تقدم بعض المنتجات والأدوات المالية المتوافقة مع الشريعة مثل الصكوك والصناديق المتداولة والشركات القائمة على مبادئ التمويل الإسلامي.
5. بورصة قطر توفر بيئة تداولية للصكوك والأسهم والصناديق المالية المتوافقة مع الشريعة.

## 2. VI التمويل الجماعي Crowdfunding

هو نمط من التمويل يجمع بين مجموعة من المستثمرين لتمويل مشروع أو فكرة معينة. يُستخدم هذا النوع من التمويل بشكل متزايد في القطاعات المختلفة لتمويل المشروعات الصغيرة والمتوسطة ويتماشى مع مبادئ الشريعة.

يعرف هذا التمويل أيضا بالتمويل التشاركي، وهو طريقة تمويلية تجمع مجموعة من الأفراد أو المستثمرين الصغار لتمويل مشروع أو فكرة معينة. يعتمد هذا النوع من التمويل على التعاون والمشاركة في الاستثمار بحيث يساهم العديد من الأفراد بمبالغ صغيرة لتحقيق هدف مالي محدد.

هناك أنواع مختلفة من التمويل الجماعي تشمل:

- التمويل الجماعي الأهلي (Equity Crowdfunding): يتمثل هنا في جمع الأموال من المستثمرين بمقابل حصولهم على حصص في الملكية أو الأسهم في الشركة. يستخدم هذا النموذج في تمويل الشركات الناشئة أو الأعمال الصغيرة.
- التمويل الجماعي المقابل للمقابل (Reward-based Crowdfunding): يتمثل في تقديم مكافآت أو منتجات معينة مقابل التمويل. على سبيل المثال، يمكن لشركة ناشئة تقديم نسخة من المنتج الذي تعمل عليه للأشخاص الذين يقدمون تمويلا.

• التمويل الجماعي الوقفي (Donation-based Crowdfunding): يعتمد على تبرعات الأفراد لدعم أنشطة خيرية أو مشاريع غير ربحية.

• التمويل الجماعي العقاري (Real Estate Crowdfunding): يستخدم للاستثمار في مشاريع عقارية، حيث يساهم المستثمرون في شراء أو تمويل عقارات معينة ويحصلون على عائدات مالية من الإيجار أو البيع.

في عصر الإنترنت، أصبحت منصات التمويل الجماعي عبر الإنترنت شائعة، حيث يمكن للأفراد تقديم طلبات لجمع التمويل وعرض مشاريعهم على هذه المنصات لجذب المستثمرين والمساهمين. يعتبر هذا النوع من التمويل خياراً جذاباً للأفراد الذين يبحثون عن طرق بديلة للحصول على التمويل وللمستثمرين الصغار الذين يرغبون في تنويع استثماراتهم بمبالغ صغيرة.

### 3.VI. المضاربة والمشاركة في الأرباح

تشمل هذه الأدوات عقود المشاركة في الأرباح مثل المضاربة ومشاركة الأرباح والتمويل المشترك. تتيح هذه الأدوات للأطراف المتعاقدة تقاسم الأرباح والخسائر بشكل عادل.

فالمضاربة هي صيغة من صيغ التمويل الإسلامي حيث يقوم شخص (رأس المال) بتوفير رأس المال، في حين يقوم طرف آخر (المدير) بإدارة المشروع أو الأعمال باستخدام هذا الرأس المال. الأرباح توزع بنسبة متفق عليها مسبقاً بين رأس المال والمدير، ولكن في حالة الخسائر، يتحمل رأس المال جزءاً أو كل الخسائر بينما لا يتأثر المدير بالخسارة المالية.

أما في المشاركة، فيقوم شخصان أو أكثر بالمشاركة في تمويل مشروع أو عمل معين. يتم تقسيم الأرباح والخسائر بين الشركاء وفقاً لنسبة المشاركة التي تم الاتفاق عليها. يتم تحديد حصص كل من الشركاء في المشروع ويشاركون في الإدارة واتخاذ القرارات.

الاختلاف بين المضاربة والمشاركة في الأرباح:

في المضاربة، يكون هناك شخص واحد يقوم بتوفير رأس المال (رأس المال) بينما يدير الآخر المشروع أو الأعمال (المدير).

في المشاركة في الأرباح، يشارك أكثر من شخص في تمويل المشروع ويتقاسمون الأرباح والخسائر بنسبة المشاركة التي اتفقوا عليها.

#### 4.VI. التمويل العقاري المتوافق مع الشريعة

يوفر التمويل العقاري حلاً مالياً متوافقاً مع الشريعة لتمويل شراء العقارات. يتضمن ذلك أشكالاً مختلفة مثل مرابحة العقار وإجارة المنتج والتمويل المشترك.

التمويل العقاري المتوافق مع الشريعة هو نوع من التمويلات الإسلامية التي تتبنى مبادئ الشريعة الإسلامية في توفير التمويل للعقارات والعقارات التجارية. يتضمن هذا النوع من التمويل أنماطاً مختلفة تتفق مع القواعد والمبادئ الشرعية، مثل تجنب الربا والمخاطر غير المشروعة.

هناك عدة طرق لتمويل العقارات المتوافقة مع الشريعة:

- **المرابحة (Mudarabah):** يمكن استخدام هذا النوع من التمويل حيث يقوم أحد الأطراف بتوفير رأس المال للمشروع (العقار)، بينما يدير الطرف الآخر (العميل) المشروع. يتم توزيع الأرباح وفقاً لنسبة محددة مسبقاً بين الطرفين.
- **الإجارة (Ijara):** هو نوع من أنواع التمويل يعتمد على تأجير العقار من قبل الممول إلى العميل مع تحديد فترة زمنية واضحة وقيمة إيجار محددة. وبعد انتهاء فترة التأجير، يتم تحويل ملكية العقار إلى العميل.
- **المشاركة (Musharakah):** يتمثل في شراكة بين الممول والعميل لتملك العقار. يقوم الطرفان بالمشاركة في رأس المال والأرباح أو الخسائر وفقاً لنسبة الملكية المتفق عليها.
- **المرابحة المتوالية (Diminishing Musharakah):** يعتبر نوعاً خاصاً من المشاركة حيث يشترك الممول والعميل في ملكية العقار، ويتم شراء نصيب الممول بالتدريج حتى يمتلك العميل الملكية الكاملة للعقار.

تتباين هذه الأساليب في طريقة العمل والتفاصيل القانونية والشروط المتفق عليها بين الأطراف.

انخاتمة

## خاتمة

يُعد موضوع الأسواق والمنتجات المالية من المواضيع المهمة والحيوية بالنسبة للاقتصاد الحديث، حيث تلعب الأسواق المالية دوراً حاسماً في تعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات المجدية التي تعود بالنفع على المجتمع. فالأسواق المالية الكفء والعميقة تحفز تكوين رأس المال، وتقلل من تكلفة التمويل، وتسهم في نمو الاقتصاد وزيادة معدلات التشغيل من خلال توفير السيولة وتسهيل حركة رؤوس الأموال.

وقد تناولنا في هذا المطبوعة أهم المفاهيم والقواعد والآليات المتعلقة بالأسواق المالية ومنتجاتها، بهدف إكساب الطلبة المعارف والمهارات الضرورية حول تلك الأسواق والمنتجات بمختلف أنواعها. حيث بدأ البرنامج بتقديم لمحة عامة عن الأسواق المالية من حيث المفهوم والوظائف وأنواع الأسواق، ثم التعمق في شرح الأدوات والمنتجات المالية المتداولة في كل من سوق النقد وسوق رأس المال.

كما تم التطرق بالتفصيل إلى عقود المعاملات المالية بأنواعها المختلفة كالمعاملات الفورية والآجلة والخيارات والمستقبليات، مع شرح خصائص ومميزات كل نوع من تلك العقود. إضافة إلى تسليط الضوء على آلية عمل البورصات ودور الوسطاء الماليين في تنفيذ عمليات التداول المختلفة. وقد ختمنا المطبوعة بتقديم لمحة موجزة عن آليات التمويل الإسلامي التي يتم العمل بها وتداولها في الأسواق المالية.

وبشكل عام تهدف هذه المطبوعة إلى إرساء المفاهيم السليمة لدى الطلبة حول الأسواق والمنتجات المالية، بحيث يكتسبون المعرفة النظرية، كما قدمنا مجموعة من الأمثلة التطبيقية في كل جزء لترسيخ المفاهيم ومحاولة محاكاة ما يحدث حقيقة في مختلف الأسواق.

هذا ويبقى -كما قلنا سابقاً- برنامج ومحتوى الأسواق المالية كمادة دراسية أكبر بكثير من أن يُدرّس بشكل شامل خلال سداسي واحد خلال طور الليسانس، وعلى الطلبة توسيع معارفهم من خلال الاطلاع على العديد من المراجع المتعلقة بالمادة، وخاصة منها ما تم إدراجه في آخر هذه المطبوعة، وخاصة الكتب بالإنجليزية، والتي تعتبر مصدراً هاماً لتشكيل أفكار هامة حول الأسواق المالية.



المدة: 1 ساعة

موجه لطلبة السنة الثالثة اقتصاد نقدي وبنكي

امتحان الدورة العادية في مادة الأسواق المالية

الجزء الأول: أجب بصحيح أو خطأ على ما يلي مع التصحيح في حال الخطأ:

- 1- يعتمد مؤشر داوجونز Dow Jones في طريقة حسابه على الأوزان على أساس القيمة السوقية؛
- 2- يعبر رأس المال المدفوع عن مجموع الأسهم المُصدرة والتي تمّ الاكتتاب فيها.
- 3- في عقود الخيار؛ مشتري العقد مُلزم بتنفيذ العقد عند تاريخ الاستحقاق؛
- 4- في الشركات ذات المسؤولية المحدودة تتمّ متابعة المساهمين في حال عدم قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها تجاه الدائنين؛

5- تُعتبر القروض من البنوك من عمليات التمويل غير المباشرة؛

6- هناك علاقة عكسية بين القيمة الحقيقية لأصول الشركة والقيمة السوقية لأسهمها

الجزء الثاني:

إليك المعلومات التالية حول أسعار أهم 3 شركات كبيرة في بورصة معينة:

عدد الأسهم في السوق	سعر السهم في اللحظة t	إسم الشركة
1200	143,05	X
4100	67,31	Y
740	97,25	Z

المطلوب:

1- حدّد أكبر شركة من حيث الوزن على أساس القيمة السوقية.

2- أحسب قيمة المؤشر الذي يحتوي الشركات الثلاث حسب الوزن على أساس القيمة السوقية.

الجزء الثالث:

إليك المعلومات التالية المتعلقة بعقود خيار 5 شركات لسنة 2022:

- 1) 1 Mic May 79 put @ 3\$ PM= 85\$
- 2) Buy 1 GE April 201 @1\$ PM= 195\$
- 3) Buy 1 Pfi Jun 111 @ 4\$ PM= 117\$
- 4) Buy 1 GM July 817 @5\$ PM= 823\$
- 5) 1 IBM May 245 Put @ 4\$ PM= 240 \$

حيث تشير الرموز إلى الشركات التالية:

Mic: شركة مايكروسوفت

GE: شركة جنرال إلكتريك

Pfi: شركة فايزر

GM: شركة جنرال موتورز

IBM: شركة آي بي أم

- حدّد بدقة تاريخ استحقاق الخيار الثاني؟

- ماهو نوع عقد الخيار رقم 5؟

- بالاعتماد على قيمة PM عند تاريخ الاستحقاق؛ علّق على كلّ خيار من هذه الخيارات بالعبارات الصحيحة (تنفيذ

رابح أو تنفيذ خاسر)، مع ذكر القيمة النظرية للربح أو الخسارة في حالة التنفيذ لكلّ خيار.



المدة: ساعة ونصف

موجه لطلبة السنة الثالثة اقتصاد نقدي وبنكي

امتحان الدّورة العادية في مادة الأسواق المالية

الجزء الأول:

- س1: ما المقصود بما يلي: الفقاعة السّعرية، المسؤولية المحدودة في الشّركات، NiNja loans؛  
س2: حدّد الفرق الجوهرية بين المؤشّرات التي تُبنى على أساس الأوزان المتساوية والمؤشّرات التي تُبنى وفقا للوزن على أساس القيمة؛

الجزء الثاني:

1- إليك المعلومات التالية المتعلقة بعقدي خيار:

- 6) 1 IBM April 56 put @3\$  
7) Buy 1 MIC June 203 @ 2\$

حيث تشير الرموز إلى الشركات التالية:  
Mic: شركة مايكروسوفت  
IBM: شركة آي بي أم

- ما هي أرباح أو خسائر المشتري لكل عقد إذا بلغت الأسعار عند تاريخ الاستحقاق على التوالي: \$50 لسهم أي بي أم، و \$206 لسهم مايكروسوفت؟

- أحسب القيمة الذاتية لعقد الخيار الثاني في حال بلغ سعر سهم شركة مايكروسوفت \$206 عند تاريخ الاستحقاق، واحسب القيمة الزمنية له إذا علمت أن عقد الخيار يباع بـ\$2

2- إليك المعلومات التالية حول عقد مستقبلي لأسهم شركة GM:

المشتري	البائع	البيانات
\$700	\$700	اليوم الأوّل
\$.....	\$.....	اليوم الثاني
\$.....	\$.....	اليوم الثالث

سعر سهم GM	
\$135.5	اليوم الثاني
\$133.5	اليوم الثالث

PEX = 135 \$  
\$هامش الضمان = 700

-أكمل الجدول بحساب رصيد المشتري والبائع في اليومين الثاني والثالث، مع توضيح دور بيت المقاصة خلال العملية.

3- إليك المعلومات التالية حول عقد SWAP:

- الشركة A لديها قروض قصيرة الأجل بقيمة مليون دولار بسعر فائدة متغيّر، ويتوقع مديرها ارتفاع في أسعار الفائدة في السوق؛  
-الشركة B لديها قروض طويلة الأجل بقيمة مليون دولار بسعر فائدة ثابت يقدر بـ 5% ويتوقع مديرها انخفاض في أسعار الفائدة؛  
لذلك تمّ عقد اتفاق SWAP. -حدّد أرباح وخسائر كل طرف في حال علمت أنّ LIBOR عن استحقاق العقد بلغ 6,5%.

الجزء الثالث: اختر الإجابة الصحيحة في كلّ حالة:

تعبّر حقوق الملكية عن	أ- مجموع التزامات الشركة	ب- رأس المال غير المدفوع	ج- الاحتياطات	د- كلّ ماسبق	هـ- لا شيء مما سبق
تدرج سندات الخزينة ضمن	أ- الاستثمارات شديدة المخاطر	ب- الاستثمارات الخالية من المخاطر	ج- السندات القابلة للتحويل	د- كلّ ماسبق	هـ- لا شيء مما سبق
تُستحق عقود الخيار عادة في	أ- السبت الرابع من كلّ شهر	ب- ثالث يوم جمعة من كلّ شهر	ج- الأوّل من كلّ شهر	د- كلّ ماسبق	هـ- لا شيء مما سبق
القيمة الذاتية لعقد خيار البيع	أ- تتناسب طرديا مع سعر الأصل	ب- تتناسب عكسيا مع سعر الأصل	ج- عكسيا مع سعر الخيار	د- كل من ب و ج صحيحة	هـ- لا شيء مما سبق
توريق السديون هو عملية هندسة مالية تعبّر عن	أ- تنقيط القروض	ب- تحويل القروض إلى أصول مالية	ج- تأمين القروض	د- كلّ ماسبق	هـ- لا شيء مما سبق

## التصحيح النموذجي لامتحان الدّورة العادية في مادة الأسواق المالية 20ن

الجزء الأول:

س1: ما المقصود بما يلي: الفقاعة السّعرية، المسؤولية المحدودة في الشّركات، NiNja loans:

الجواب: (6 ن)

-الفقاعة السّعرية: هي زيادة كبيرة في السعر السوقي للأسم بما لا يتوافق مع القيمة الحقيقية أو الدّفترية وحقوق الملكية في الشركة، وتنتج عادة عن زيادة غير مبررة في الطّلب على هذه الأسهم. (1,5 ن)

-المسؤولية المحدودة في الشركات: تعبر عادة عن عدم متابعة المستثمرين والمساهمين في الشركات من هذا النّوع إلا بمقدار مساهمتهم فيها. (1,5 ن)

-NiNja loans: هو مصطلح أطلق في الأزمة المالية العالمية 2008 على القروض التي منحت من طرف البنوك للأفراد بدون ضمانات دخل أو أصول، وهو مرادفها (No Incom, No job, No Assets). (1,5 ن)

س2: حدّد الفرق الجوهرية بين المؤشّرات التي تُبنى على أساس الأوزان المتساوية والمؤشّرات التي تُبنى وفقاً للوزن على أساس القيمة؛

الجواب:

الفرق الجوهرية هو اعتماد المؤشّرات ذات الأوزان المتساوية على وسط حسابي بسيط تكون فيه كلّ الشركات المكونة للمؤشّر لها نفس الوزن؛ بينما يكون الوزن في النوع الثاني بحسب نسبة القيمة السوقية للشركة إلى مجموع القيم السوقية للشركات في المؤشّر وهي أوزان غير متساوية. (1,5 ن)

الجزء الثاني:

4- إليك المعلومات التالية المتعلقة بعقدي خيار:

8) 1 IBM April 56 put @3\$

حيث تشير الرموز إلى الشركات التالية:

9) Buy 1 MIC June 203 @ 2\$

Mic: شركة مايكروسوفت

IBM: شركة آي بي أم

- ما هي أرباح أو خسائر المشتري لكل عقد إذا بلغت الأسعار عند تاريخ الاستحقاق على التوالي: 50 \$ لسهم آي بي أم، و 206 \$ لسهم مايكروسوفت؟

الجواب: (4 ن)

- أرباح مشتري عقد خيار البيع هي 3 \$ عن كل سهم وذلك لأنّه يمكنه شراء الأسهم من السوق بـ50\$ وبيعها بموجب عقد الخيار بـ56\$ مع دفع علاوة 3\$ وعليه:

- أرباح المشتري = 56 - 50 - 3 = 3 \$ وبما أنّ عقد الخيار يتضمّن 100 سهم فالعوائد الكليّة هي 300 \$ (1 ن)

- أرباح مشتري عقد خيار الشراء هي 1 \$ عن كل سهم وذلك لأنّه يمكنه شراء الأسهم بموجب عقد الخيار بـ203\$ وبيعها في السوق بـ206\$ مع دفع علاوة 2\$ وعليه:

- أرباح المشتري = 206 - 203 - 2 = 1 \$ وبما أنّ عقد الخيار يتضمّن 100 سهم فالعوائد الكليّة هي 100 \$ (1 ن)

- أحسب القيمة الذاتية لعقد الخيار الثاني في حال بلغ سعر سهم شركة مايكروسوفت 206\$ عند تاريخ الاستحقاق، واحسب القيمة الزمنية له إذا علمت أن عقد الخيار يباع بـ2\$

الجواب:

- القيمة الذاتية لعقد خيار الشراء = السعر السوقي للأصل - سعر التنفيذ

- القيمة الذاتية لعقد الخيار الشراء = 206 - 203 = 3 \$ (1 ن)

القيمة الزمنية لعقد الخيار = القيمة السوقية للخيار – القيمة الذاتية  
القيمة الزمنية لعقد الخيار = 2 – 3 = 1 وبالتالي فالقيمة الزمنية تساوي الصفر. (1 ن)

المشتري	البائع
\$700	\$700
\$.....	\$.....
\$.....	\$.....

اليوم الأول  
اليوم الثاني  
اليوم الثالث

5- إليك المعلومات التالية حول عقد مستقبلي لأسهم شركة GM:

سعر سهم GM	
\$135.5	اليوم الثاني
\$133.5	اليوم الثالث

PEX = 135 \$

هامش الضمان = \$ 700

-أكمل الجدول بحساب رصيد المشتري والبائع في اليومين الثاني والثالث، مع توضيح دور بيت المقاصة خلال العملية.

الجواب: (4 ن)

- في اليوم الأول: المشتري يستفيد من ارتفاع الأسعار لأنه يشتري الأسهم بـ 135 دولار بموجب العقد المستقبلي، ويبيعها في السوق بـ 135,5 وبذلك يربح نصف دولار عن كل سهم، وبما أن العقد يتضمن 100 سهم فأرباح المشتري هي 50 دولار وهي خسائر بالنسبة للبائع. (1,5 ن)

- في اليوم الثاني: البائع يستفيد من انخفاض الأسعار لأنه يشتري الأسهم بـ 133,5 دولار من السوق، ويبيعها بموجب العقد المستقبلي بـ 135,5 وبذلك يربح واحد ونصف دولار عن كل سهم، وبما أن العقد يتضمن 100 سهم فأرباح البائع هي 150 دولار وهي خسائر للمشتري (1,5 ن)

وعليه يكون الرصيد كما يلي:

المشتري	البائع
\$700	\$700
\$750	\$650
\$600	\$800

-ويمكن دور بيت المقاصة في تسوية الحركة اليومية بين الرصيدين واستدعاء أحد الأطراف في حال انخفاض رصيده عن هامش الضمان

6- إليك المعلومات التالية حول عقد SWAP:

-الشركة A لديها قروض قصيرة الأجل بقيمة مليون دولار بسعر فائدة متغير، ويتوقع مديرها ارتفاع في أسعار الفائدة في السوق؛  
-الشركة B لديها قروض طويلة الأجل بقيمة مليون دولار بسعر فائدة ثابت يقدر بـ 5% ويتوقع مديرها انخفاض في أسعار الفائدة؛  
لذلك تم عقد اتفاق SWAP. -حدّد أرباح وخسائر كل طرف في حال علمت أنّ LIBOR عن استحقاق العقد بلغ 6,5%.

الجواب: (2 ن)

عند تاريخ الاستحقاق يتم ما يلي:

الشركة A تدفع 65000 دولار للدائنين (0,5 ن)

الشركة B تدفع 50000 دولار للدائنين (0,5 ن)

الشركة B تدفع الفرق 1,5% والذي يمثل 15000 دولار للشركة A بموجب عقد المبادلة، وهو مبلغ خسائر الشركة B وأرباح للشركة A.

(1 ن)

هـ- لا شيء مما سبق				تعبّر حقوق الملكية عن
		ب- الاستثمارات الخالية من المخاطر		تندرج سندات الخزينة ضمن
هـ- لا شيء مما سبق				تُستحق عقود الخيار عادة في
		ب- تتناسب عكسيا مع سعر الأصل		القيمة الذاتية لعقد خيار البيع
	د- كلّ ماسبق			توزيع الدّيون هو عملية هندسة مالية تعبّر عن



المدة: 1 ساعة

موجه لطلبة السنة

الأسواق المالية

www.centre-univ-mila.dz

امتحان الدورة العادية في مادة

الثالثة اقتصاد نقدي وبنكي

الجزء الأول:

- س1: يُبنى القرار الاستثماري في البورصة على مجموعة من المحدّات؛ أذكر ثلاثا منها. (بدون شرح)
- س2: تمنح الأسواق المالية فرصا جيّدة لصغار المدّخرين لاستثمار أموالهم في شركات المساهمة؛ إشرح ذلك باختصار.
- س3: يُعبّر كلّ من مؤشّر داوجونز (Dow Jones) وستاندر آند بورز 500 (Standard & Poor's 500) عن أسعار أسهم بورصة وول ستريت بكفاءة متقاربة على الرغم من تفاوت عدد الأسهم بينهما. كم هو عدد الأسهم المشكّلة لكلّ مؤشّر؟ فسّر تقارب منحنيات المؤشّرين رغم تفاوت عدد الأسهم في كلّ مؤشّر.

الجزء الثاني:

إليك المعلومات التالية المتعلقة بعقود الخيار:

- 10) 1 Mic May 64 put @ 1\$  
11) Buy 1 GE April 105 @2\$  
12) Buy 1 Phi Jun 89 @ 2\$  
13) Buy 1 GM July 70 @1\$  
14) 1 IBM May 95 Put @ 3\$

حيث تشير الرموز إلى الشركات التالية:

Mic: شركة مايكروسوفت

GE: شركة جنيرال إليكتريك

Phi: شركة فايزر

GM: شركة جنيرال موتورز

IBM: شركة آي بي أم

- كم هو عدد الأسهم المتضمّنة في كلّ عقد من هذه العقود؟
- ماهو نوع عقد الخيار رقم 1؟
- حدّد تاريخ استحقاق عقد الخيار رقم 2 إذا علمت أنّ أول أبريل سيكون يوم خميس
- متى يمكن تنفيذ عقد الخيار رقم 3 إذا علمت أنّه عقد خيار أمريكي تمّ التعاقد فيه اليوم؟
- ما هي أرباح مشتري عقد الخيار رقم 4 إذا علمت أنّه خيار أوروبي، وأنّ سعر سهم جنيرال موتورز بلغ \$75 عند تاريخ الاستحقاق.
- أحسب القيمة الذاتية لعقد الخيار رقم 5 - إذا علمت أنّه عقد أوروبي- في حال بلغ سعر سهم شركة آي بي أم \$100 عند تاريخ الاستحقاق.

الجزء الثالث:

أجب بصحيح أو خطأ مع تصحيح الخطأ إن وُجد:

- في المؤشرات التي تحسب بالأوزان على أساس القيمة يتمّ الاعتماد على نسبة القيمة الدفترية للسهم إلى مجموع القيم في السوق؛
- في العقود المستقبلية؛ مشتري العقد مُلزم بتنفيذ العقد عند تاريخ الاستحقاق؛
- يُعبّر العائد على الاستثمار على مردودية أصول الشركة؛
- تُعتبر السندات كخيار وسط من حيث الدائنية تجاه الشركة بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة؛
- يُعبّر رأس المال غير المدفوع عن مجموع الأسهم المُصدرة والتي تمّ الاكتتاب فيها.

## قائمة المراجع

أولاً.المصادر العربية

1. إبراهيم الفقي، "الأموال الذكية"، دار المناهج، القاهرة، 2014.
2. أحمد عبد العزيز، الأسواق المالية: المبادئ والتطبيقات، دار الكتاب الجامعي، القاهرة، 2016.
3. أحمد نصر الله، أسواق المال والبورصة، دار النهضة العربية، بيروت، 2020.
4. حسام الدين حسين، "الاستثمار في البورصة"، دار الكتب العلمية، بيروت، 2017.
5. خالد العنزي، "أساسيات الاستثمار في الأسهم"، دار الفارابي، الكويت، 2009.
6. خالد المرتاض، "الاستثمار في سوق المال"، دار النهضة العربية، بيروت، 2015.
7. عبدالله الشهراني، "الأسواق المالية"، دار اليازوري، الرياض، 2008.
8. علي الدويش، "التحليل الفني والأساسي والشمعداني في سوق الأسهم"، دار الفكر العربي، جدة، 2012.
9. علي بن عبد الرحمن الداود، "القراءة في السوق المالي"، دار الواحة، الدمام، 2011.
10. فؤاد عبد الرحمن، "تحليل البيانات المالية باستخدام برنامج Excel"، دار المناهج، القاهرة، 2016.
11. محمد الشايح، "التحليل الفني للأسواق المالية"، دار المعارف، الرياض، 2013.
12. محمد عبد الحميد، الأسواق المالية: إدارة المحافظ الاستثمارية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2019.
13. محمد عبد الحميد، الأسواق المالية: التحليل الفني، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2019.
14. محمد عبد الحميد، الأسواق المالية: التحليل الكمي، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2019.
15. محمد عبد الحميد، الأسواق المالية: التداول عبر الإنترنت، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2019.
16. محمد عبد الحميد، الأسواق المالية: التمويل الإسلامي، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2019.
17. محمد عبد الحميد، الأسواق المالية: النظرية والتطبيق، منشأة المعارف، الإسكندرية، 2018.
18. نبيل العربي، "الاقتصاد الكلي والاقتصاد الدولي"، دار النهضة العربية، بيروت، 2010.

المصادر بالانجليزية

### Books:

1. Benjamin Graham and David Dodd, Security Analysis, McGraw-Hill Education, New York, 2023.
2. Burton Malkiel, "A Random Walk Down Wall Street," W.W. Norton & Company, New York, 1973.

3. Charles P. Kindleberger, "Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises," John Wiley & Sons, New York, 1978.
4. Edwin Lefèvre, "Reminiscences of a Stock Operator," John Wiley & Sons, New York, 1923.
5. Frank J. Fabozzi, Financial Markets and Institutions, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ, 2023.
6. Frank J. Fabozzi, The Handbook of Financial Markets and Institutions, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ, 2023.
7. Harry Markowitz, Gary Brinson, and Clifford Fisher, Portfolio Management, McGraw-Hill Education, New York, 2023.
8. Jack D. Schwager, "Market Wizards: Interviews with Top Traders," HarperBusiness, New York, 1989.
9. Joel Greenblatt, "The Little Book That Still Beats the Market," Wiley, New York, 2005.
10. John C. Hull, "Options, Futures, and Other Derivatives," Pearson, London, 2000.
11. John C. Hull, Quantitative Finance, Pearson Education, Harlow, England, 2023.
12. John Murphy, Technical Analysis of Financial Markets, McGraw-Hill Education, New York, 2023.
13. Michael Lewis, "Flash Boys: A Wall Street Revolt," W.W. Norton & Company, New York, 2014.
14. Michael Lewis, "The Big Short: Inside the Doomsday Machine," W.W. Norton & Company, New York, 2010.
15. Nassim Nicholas Taleb, "The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable," Random House, New York, 2007.
16. Philip Fisher, "Common Stocks and Uncommon Profits," John Wiley & Sons, New York, 1958.
17. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, and Jeffrey F. Jaffe, Corporate Finance, McGraw-Hill Education, New York, 2023.
18. Warren Buffett and Lawrence Cunningham, "The Essays of Warren Buffett: Lessons for Corporate America," Cunningham Group, New York, 1997.

19. Zvi Bodie, Alex Kane, and Alan Marcus, *Investments*, McGraw-Hill Education, New York, 2023.

#### Articles:

1. Ball, R. (2009). The global financial crisis and the efficient market hypothesis: What have we learned?. *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(4), 8-16. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2009.00246.x>
2. Brunnermeier, M.K. (2009). Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-2008. *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), 77-100. <https://doi.org/10.1257/jep.23.1.77>
3. Crotty, J. (2009). Structural causes of the global financial crisis: A critical assessment of the 'new financial architecture'. *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 563-580. <https://doi.org/10.1093/cje/bep023>
5. Fama, E.F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
6. Financial Crisis Inquiry, C. (2011). *The Financial Crisis Inquiry Report*. Cosimo Reports.
7. French, K.R. et al. (2010). The Squam Lake report: Fixing the financial system. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(3), 8-21. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2010.00274.x>
9. Greenspan, A. (2008). We will never have a perfect model of risk. *Financial Times*. <https://www.ft.com/content/d9207d82-f29b-11dc-9b7c-000077b07658>
10. Lo, A.W. (2012). Reading about the financial crisis: A twenty-one-book review. *Journal of Economic Literature*, 50(1), 151-178. <https://doi.org/10.1257/jel.50.1.151>
11. Malkiel, B.G. (2003). The efficient market hypothesis and its critics. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 59-82. <https://doi.org/10.1257/089533003321164958>
12. Mian, A. and Sufi, A. (2009). The consequences of mortgage credit expansion: Evidence from the U.S. mortgage default crisis. *The Quarterly Journal of Economics*, 124(4), 1449-1496. <https://doi.org/10.1162/qjec.2009.124.4.1449>
13. Reinhart, C.M. and Rogoff, K.S. (2009). The aftermath of financial crises. *American Economic Review*, 99(2), 466-72. <https://doi.org/10.1257/aer.99.2.466>
14. Shiller, R.J. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 83-104. <https://doi.org/10.1257/089533003321164967>
15. Shleifer, A. (2000). *Inefficient markets: An introduction to behavioral finance*. OUP Oxford.

16. Siegel, J.J. (2009). Insights into the global financial crisis. *The Financial Review*, 44(1), 1-10. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2008.00212.x>
17. Sorkin, A.R. (2010). *Too big to fail: The inside story of how Wall Street and Washington fought to save the financial system--and themselves*. Penguin.
- Stiglitz, J.E. (2010). Interpreting the causes of the great recession of 2008. *Financial System and Macroeconomic Resilience: Revisited*, 91-116.
19. Taylor, J.B. (2009). The financial crisis and the policy responses: An empirical analysis of what went wrong (No. w14631). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w14631>
20. Tett, G. (2009). *Fool's Gold: How the Bold Dream of a Small Tribe at J.P. Morgan Was Corrupted by Wall Street Greed and Unleashed a Catastrophe*. Free Press.

المواقع:

<https://www.ice.com/index>

<https://www.ig.com/ar-ae/options-trading/what-are-options-how-do-you-trade-them>

<https://www.wsj.com/>

<https://wavebasis.com/>

<https://www.dfm.ae/ar>

<https://apextraderfunding.com/>

<https://www.jpx.co.jp/english/>

<https://eprome.com/>

فهرس المحتويات	
3	مقدّمة
6	الفصل الأوّل: الأسواق المالية (المفهوم والوظائف والأنواع)
6	1. الحاجة إلى التّمويل، أساس عمل أسواق رؤوس الأموال
7	1.1. مفهوم التّمويل
8	2.1. أنواع التّمويل
13	2. أسواق رؤوس الأموال (المفهوم، الوظائف، الأنواع)
13	2.1. مفهوم الأسواق المالية
14	2.2. وظائف الأسواق المالية
17	3.2. أنواع الأسواق المالية
34	3. الأدوات المالية المتداولة في أسواق رأس المال
34	3.1. الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية
45	3.2. الأدوات المالية المتداولة في الأسواق النقدية
47	3.3. قيم ومؤشرات الأسهم
59	4. عمليات البورصة
64	5. المشتقات المالية
66	5.1. عقود الخيار
83	5.2. العقود المستقبلية
86	5.3. عقود المبادلة
91	5.4. العقود الأجلة
95	6. أدوات التّمويل الإسلامي في الأسواق المالية
95	6.1. الصكوك الإسلامية
98	6.2. التّمويل الجماعي
99	6.3. المضاربة والمشاركة في الأرباح
100	6.4. التّمويل العقاري المتوافق مع الشريعة
102	خاتمة
103	مواضيع امتحانات متفرقة
108	المراجع