

مركز الدراسات الاستراتيجية
جامعة كربلاء



سلسلة دراسات استراتيجية

الأسواق المالية:

العمارة، المفهوم، الأدوات

(طبعة مزيدة ومنقحة)

د. حيدر حسين آل طعمة

أيلول - ٢٠١٤

سلسلة كراسات استراتيجية

تأتي هذه السلسلة من الكراسات الاستراتيجية، التي ستغطي مواضيع ذات طابع استراتيجي عام، في إطار نشر الوعي الاستراتيجي في أوساط الشريحة المهتمة بالشأن العام، وستشكل مجموعها منظومة وهيكلية «الوعي الاستراتيجي» الذي لا يستطيع كل إنسان واع الاستغناء عنها أثناء تصديه للنشاط والحركة، إذا كان يريد التصدي بحكمة ومهنية عالية لعمله العام.

وستعالج هذه الكراسات اختصاصات متنوعة، منها السياسي مثل: كيف يُصنع القرار الاستراتيجي الأمريكي وكيف يُنتخب الرئيس الأمريكي ودور اللوبي الصهيوني في الولايات المتحدة، ومنها الاقتصادي مثل: الأزمة المالية العالمية ودور الشركات العملاقة العابرة للقارات في الاقتصاد العالمي، ومنها التاريخي مثل: نشوء وتطور الحوزة العلمية في النجف والأحداث التاريخية الكبرى وتاريخ التنظيمات الماسونية، ومنها التربوي مثل: شخصية الفرد العراقي، ومنها الاجتماعي مثل: طبيعة المجتمع العراقي وظاهرة العنف ضد الطفل والمرأة وظاهرة انتشار المخدرات وتزايد نسب الطلاق، ومنها الأمني مثل: انتشار ظاهرة العنف والإرهاب ... الخ من المواضيع ذات التأثير الواسع والبعيد المدى.

المحتويات

المقدمة	٥
المبحث الأول: نشأة الأسواق المالية وأهميتها الاقتصادية	٥
أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية وتطورها	٥
ثانياً: الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية	٦
ثالثاً: المتعاملون في سوق الأوراق المالية	٨
المبحث الثاني: هيكل سوق الأوراق المالية وتنظيمها	١٢
أولاً: سوق النقد (Money Market)	١٢
ثانياً: سوق رأس المال (Capital Market)	١٦
المبحث الثالث: أنواع الأدوات المالية	٢٠
أولاً: أدوات الملكية (Equity Instruments)	٢١
ثانياً: أدوات المديونية (Debt Instruments)	٢٤
ثالثاً: المشتقات (Derivatives)	٢٨
المبحث الرابع: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية	٣٢
أولاً: المؤشر العام لأسعار الأسهم	٣٢
ثانياً: مؤشر القيمة السوقية	٣٥
ثالثاً: مؤشر حجم التداول	٣٥
رابعاً: مؤشر معدل الدوران	٣٥
خامساً: مؤشر عدد الشركات	٣٦

المبحث الخامس: سوق العراق للأوراق المالية.....	٣٧
أولاً: النشأة (سوق بغداد للأوراق المالية).....	٣٧
ثانياً: افتتاح سوق العراق للأوراق المالية.....	٣٨
ثالثاً: عقبات تطور سوق العراق للأوراق المالية.....	٤١
رابعاً: سبل النهوض بأداء سوق العراق للأوراق المالية.....	٤١
الخاتمة.....	٤٤
المصادر.....	٤٥

المقدمة

تشكل سوق الأوراق المالية ركناً أساسياً من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية المعاصرة، لما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاه الاقتصادي (Economic Welfare) لأفراده، فضلاً على كونها مرآة للوضع الاقتصادي العام للدولة. ونتيجة للروابط القوية بين سوق الأوراق المالية والاقتصاد، عُدَّ استقرار سوق الأوراق المالية مقياساً لمدى نجاح السياسات الاقتصادية العامة للدولة، وعُدَّت مؤشرات أداء هذه الأسواق من المؤشرات الاقتصادية (Economic Indicators) المفيدة في تحديد اتجاهات النشاط الاقتصادي.

وللإحاطة بكافة الجوانب المتعلقة بالأسواق المالية، تم تقسيم الدراسة إلى خمسة مباحث، ركز الأول منها على مفهوم سوق الأوراق المالية وتطورها، وتناول المبحث الثاني هيكل سوق الأوراق المالية وتنظيمها، وتعرّض المبحث الثالث لمناقشة خصائص الأدوات المالية وأنواعها، وقد أُضيف المبحث الرابع (مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية) في هذه الطبعة لمزيد من الفائدة وحفاظاً على التسلسل المنطقي للموضوع، أما المبحث الخامس فقد كُرس للتعرف على نشأة وتطور سوق العراق للأوراق المالية وأبرز التحديات التي تواجه عمل السوق.

المبحث الأول: نشأة الأسواق المالية وأهميتها الاقتصادية



سوق نيويورك للأوراق المالية في ثلاثينات القرن العشرين

أولاً: نشأة سوق الأوراق المالية وتطورها

إن نشوء سوق الأوراق المالية وتطورها كان انعكاساً لظروف واحتياجات التطور الاقتصادي في البلدان التي وجدت فيها، فالتدرج والواقعية في قيام هذه الأسواق يؤكدان على أنها لم تنشأ تاريخياً من فراغ ولا بقرار حكومي، وإنما كانت نتيجة لمقتضيات النمو الاقتصادي ومتطلباته. ومنذ بداية القرن الخامس عشر نشأت سوق الأوراق المالية، وتعود كلمة بورصة في أصولها إلى اسم أحد كبار التجار (فان دن بورص

van Den Bourse) الذي كان يقيم في مدينه بروج (bruges) البلجيكية، إذ كان يجتمع عنده عدد كبير من التجار الأوروبيين لغرض التبادل وإجراء الصفقات المالية، لذا أطلق لفظ بورصة ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمستثمرين لإبرام العقود والصفقات الحاضرة والمستقبلية. وقد كانت الأسواق المالية في القدم يغلب عليها الطابع السلعي، إذ اقتصر في البداية على عمليات بيع وشراء السلع الحقيقية (كالحبوب والمواشي) وبأساليب بدائية كتبادل سلعة بسلعة عن طريق نظام المقايضة (Barter).

أما نشأة بورصة الأوراق المالية (Securities Exchange) بالشكل الحالي فقد جاء متأخراً، إذ يعود تاريخ إنشاء أول بورصة للأوراق المالية في مدينة انفرس في بلجيكا عام (١٥٧٦) ومن ثم في أمستردام في هولندا عام (١٦٠٨) ثم في لندن عام (١٦٦٦) وبعدها في باريس عام (١٨٠٨) تلا ذلك إنشاء بورصة نيويورك في عام (١٨٩٣)^(١). ومع بداية القرن التاسع عشر ازداد التعامل بالأوراق المالية (Securities) بيعاً وشراءً، مما حتم ضرورة إنشاء سوق لتأمين العمليات الجارية في بورصة الأوراق المالية، وهي سوق مالية منظمة تتداول فيها الأوراق المالية المختلفة (أسهم وسندات) وتتحدد فيها الأسعار وفقاً لقوى العرض والطلب ويتم فيها التداول على صورتين^(٢):

١- **عمليات عاجلة (Spot Operations):** إذ يتم تصفية العملية مباشرةً ويستلم البائع الثمن ويسلم الأوراق المالية للمشتري.

٢- **عمليات آجلة (Contract Operations):** ويتم عقدها مباشرةً إلا أن تصفيتها تؤجل إلى موعد لاحق.

ثانياً: الوظائف الاقتصادية لسوق الأوراق المالية

على الرغم من أن البعض يصف سوق الأوراق المالية (Securities Market) بأنها نوادي قمار ذات دور محدود في اقتصاديات الدول^(٣). إلا أن الشواهد الحديثة تشير إلى عكس ذلك تماماً، فهذه الأسواق تستكمل دور المؤسسات المالية في تلكم الاقتصاديات. وتتجلى أهمية سوق الأوراق المالية في جملة من الوظائف والأدوار التي تؤديها في اقتصاديات البلدان التي تتواجد فيها والتي يمكن إجمال أهمها بالآتي:

(١) تمثل سوق الأوراق المالية القناة التي يتم من خلالها تحويل الأموال من الوحدات التي تحقق فوائض (Surplus Units) إلى الوحدات التي تعاني من عجز (Deficit Units) ومثلما موضح بالشكل (١)، أي أنها تقوم بالتوسط بين عرض الأموال والطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي المطلوب داخل الاقتصاد. ويتم ذلك بين الطرفين من خلال نقل الأموال بينهما بواسطة الأوراق المالية المعتمدة في السوق.

(٢) يعد التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية أقل كلفة ولا يسبب آثاراً تضخمية مقارنة بالتمويل الذي تقوم به المصارف والمؤسسات المالية الأخرى، فضلاً على أن سوق الأوراق المالية تساعد الحكومة ومؤسساتها

(١) رسمية أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتز للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٥، ص ٩.
(٢) صلاح الدين السيسي، قضايا اقتصادية معاصرة: دراسات نظرية وتطبيقية، مكتبة دار الآداب، دولة الإمارات العربية المتحدة، ١٩٩٨، ص ١٢٠.

(٣) عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، ط ٢، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠٠٤، ص ٢٠.

على توفير جزء من احتياجاتها التمويلية من خلال طرح أدونات الخزينة والسندات الحكومية للاكتتاب العام.

(٣) تنمية الادخار عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية، وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد القومي. إذ تشجع سوق الأوراق المالية على تنمية عادة الادخار الاستثماري، خاصة بالنسبة إلى صغار المستثمرين الذين لا يستطيعون القيام بمشاريع مستقلة بأموالهم المحدودة، ومن ثم فإنهم يفضلون شراء أوراق مالية على قدر أموالهم، وهذا يساعد على خدمة أغراض التنمية والحد من ظاهرة التضخم^(١).

(٤) يمكن عدّ سوق الأوراق المالية وسيلة مثلى لتخزين الثروة بالنسبة للمدخرين، على أساس جملة من المزايا توفر لهم الربح والأمان وزيادة الثروة. إذ تتسم الأدوات المالية المتوفرة في سوق الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات، بأنها لا تتعرض للانخفاض (Depreciation) كما أنها تدر دخلاً خلال مدة الاحتفاظ بها، فضلاً على انخفاض مخاطرها (خاصة فيما يتعلق بالأسهم الممتازة والسندات قصيرة الأجل) مقارنة بباقي أشكال الثروة كالموجودات الحقيقية مثل العقارات والسيارات.

(٥) إضافة لما توفره سوق الأوراق المالية من وسيلة لتخزين الثروة، فإنها تعد ذات أهمية كبيرة للمدخرين بما توفره لهم من سيولة نقدية، بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية (Financial Instrument) بسرعة وسهولة إلى نقد (money) مع انخفاض كلفة التحويل. وهكذا فإن سوق الأوراق المالية توفر للمدخرين فرصة الحصول على السيولة والعائد في آن واحد^(٢).

(٦) تقوم سوق الأوراق المالية بتوفير الحماية تجاه العديد من المخاطر المالية (Financial risk) المتوقعة من خلال إتاحة الفرصة للبنوك والمستثمرين لتنويع (Diversification) استثماراتهم، إذ يمكن من خلال سوق الأوراق المالية بناء محفظة (Portfolio) تضم أوراقاً مالية لقطاعات اقتصادية مختلفة ومنشآت متنوعة. فضلاً على ذلك فإنها توفر فرص بيع وشراء الأصول المستقبلية لتغطية مخاطر تغير معدلات الفائدة أو معدلات صرف العملات أو أسعار السلع والخدمات.

(٧) إن سوق الأوراق المالية هي القناة الرئيسية في اقتصاد حديث تستطيع الحكومات من خلالها تنفيذ سياساتها النقدية. إذ إن وجود سوق متقدم للأوراق المالية يُمكن البنك المركزي من التأثير في كمية الأموال السائلة وسعرها، وذلك بالدخول إلى سوق الأوراق المالية كبائع أو مشترٍ للموجودات المالية (Financial Assets) وفقاً للظروف الاقتصادية السائدة.

(٨) إن كفاءة سوق الأوراق المالية وسيولته، تمهدان لعملية اللجوء إلى رؤوس الأموال الأجنبية وتساعدان على اجتذاب الاستثمارات المحفظية بأساليب مكملة للادخار المحلي وليست عوضاً عنه. فضلاً على ذلك فإن المساهمة الأجنبية في أسهم الشركات المحلية قد ترتبط بفوائد أخرى أهمها اكتساب خبرة الإدارة والتسويق واقتناء التكنولوجيا الحديثة^(٣).

(١) حسام الدين محمد. الوظائف الاقتصادية للبورصة. ٢٠٠٤/٤/٣. انترنت. ص ١. <http://www.Islamonlane.net>

(2) Peters. Rose , Money and capital Markets , 8th edition , McGraw - Hill , Inc, USA , 2003 P.7.

(٣) سعيد النجار. السياسات المالية وأسواق المال العربية. صندوق النقد العربي. أبو ظبي. ١٩٩٤. ص ٩٥.

ثالثاً: المتعاملون في سوق الأوراق المالية



سماسرة بيع وشراء الأوراق المالية

إن إنشاء سوق للأوراق المالية يتطلب توافر شبكة من مؤسسات الوساطة وبيوت السمسرة والوسطاء فضلاً على الشركات التجارية والأفراد (المدخرين والمستثمرين)، إذ تلعب هذه الأطراف مجتمعة دوراً فعالاً في خلق التعاملات وتنشيط حجم التداول ونقل الأوراق المالية بين مختلف أطراف السوق المالية. وتختلف هذه الأطراف باختلاف درجة التطور الاقتصادي والمالي للبلد المعني. ومن أهم الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية:

١ - الشركات الكبيرة (Big Company)

هي شركات مساهمة (مقفلة أو عامة) تتجمع لديها مبالغ ضخمة موزعة على أكثر من دولة واحدة، ويدير نشاط هذه الشركات مجلس إدارة هدفه الحفاظ على درجة من السيولة، فضلاً على تشغيل الفوائض المالية لتحقيق أكبر عائد ممكن ومن أهم هذه الشركات^(١):

أ - شركات التأمين

وهي شركات مساهمة عامة تمتلك أموالاً ضخمة، تقوم بتوزيع الخطر على أكبر عدد من الأفراد مقابل قسط التأمين الذي يدفعه المؤمن لشركة التأمين.

ب - صناديق التقاعد

تقوم هذه المؤسسات بجمع المبالغ عن مساهمات المستخدمين وأرباب العمل، على أن تدفع هذه المساهمات بشكل دفعات عند الشيخوخة.

(١) ناظم محمد الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، ١٩٩٩، ص ١٩٨.

ج - صناديق الاستثمار المشتركة

مؤسسات تتمتع بشخصية اعتبارية، تعمل على تشجيع الادخارات، ولاسيما ادخارات صغار المدخرين بهدف استثمارها بالطريقة المثلى، وأحياناً تعمل هذه الصناديق تحت إشراف الدولة ورقابتها.

٢ - البنك المركزي (Central Bank)

يعد البنك المركزي أحد أهم المؤسسات التي تتعامل باستمرار في سوق الأوراق المالية، لغرض تحقيق أهداف الدولة الاقتصادية، والمتمثلة برفع معدلات النمو الاقتصادي والاستخدام الأمثل للموارد وتحقيق الاستقرار في المستوى العام للأسعار. ويمكن تلخيص دور البنك المركزي في السوقين الرأسمالي والنقدي بالآتي^(١):

- توجيه السياسة النقدية

- مراقبة البنوك التجارية من حيث الاحتياطي المفروض عليها.

- مراقبة عمليات بيع العملات الأجنبية وشرائها.

- الإشراف على أدوات السوق النقدي، من خلال مراقبة عمليات بيع وشراء السندات وأذونات الخزينة وغيرها من الأدوات المالية.

- إصدار النقد ومراقبة أسعار الفائدة وبما يحقق الازدهار الاقتصادي.

٣ - البنوك التجارية (Commercial Banks)

لأسباب تاريخية مختلفة، احتلت البنوك بصفة عامة مكان الصدارة في التعامل بالأوراق المالية، وعلى الأخص في الدول المتقدمة. ومع استمرار توسع تعامل هذه البنوك في الأوراق المالية، تطورت عملياتها من مجرد أقسام صغيرة داخل هذه البنوك إلى إدارات عامة.

وعادة ما تستثمر البنوك التجارية جزءاً من مواردها المالية في شراء الأوراق المالية، نظراً لما تدرّه هذه الأوراق من عائد مجزي. وتأتي الأوراق المالية في المرتبة الثانية بعد القروض من حيث أهميتها كمجال لاستثمار موارد المصرف المالية^(٢). وتحقق البنوك التجارية من وراء الاستثمار بالأوراق المالية، فضلاً على العوائد المالية، توفير السيولة التي يحتاجها البنك لمواجهة سحبات العملاء، إذ يمكن تصنيف هذه الأوراق كخط دفاع ثاني بعد الاحتياطات النقدية للتزود بالسيولة.

٤ - المؤسسات الاقتصادية المختلفة

تمثل المؤسسات الصناعية والزراعية والسياحية... وغيرها، أحد أهم المؤسسات الاقتصادية المتعاملة في سوق الأوراق المالية، إذ تلجأ هذه المؤسسات إلى سوق الأوراق المالية لغرض تمويل استثماراتها الجديدة

(١) رسمية أبو موسى. مصدر سابق. ص ٤٥.

(٢) محمد يوسف ياسين. البورصة: عمليات البورصة - تنازع القوانين - اختصاص المحاكم. منشورات الحلبي الحقوقية. دمشق. ٢٠٠٤. ص ٢٣.

أو لتطوير مشاريعها القائمة وتوسيعها^(١).

٥- - صناديق الاستثمار (Mutual Funds)

تعد صناديق الاستثمار شكلاً مهماً من أشكال الأوعية الادخارية التي تسعى إلى تجميع مدخرات الأفراد واستثمارها في سوق الأوراق المالية، من خلال اعتمادها على خبرة جهات متخصصة في إدارة محافظ الأوراق المالية (Securities Portfolios). وتتلخص فكرة صناديق الاستثمار في وجود شركة استثمارية معينة، يلجأ إليها الأفراد المستثمرون، كونها تقوم بتجميع أموالهم ليتم استثمارها لصالحهم في سوق الأوراق المالية. وعادةً ما يلجأ الأفراد وصغار المدخرين إلى هذه الصناديق لما تتميز به من^(٢):

٦- المستثمرون والمضاربون

تحتوي بورصات الأوراق المالية العالمية على العديد من المستثمرين والمضاربين، الذين يمارسون بيع الأوراق المالية وشراءها، بغية تحقيق أقصى الأرباح، ومن أهم هذه الفئات:

أ - المضاربون المحترفون (Speculators)

تهدف هذه المجموعة إلى الاستفادة من فروق الأسعار، لذلك يهتم المضاربون المحترفون بمتابعه تحركات الأسعار في السوق المالية بصفة دائمة. هذا فضلاً على التنبؤ باتجاهات السوق لتخطيط عملياته، ويستخدم المضارب المحترف أدوات التحليل الإحصائي والاقتصادي، كاستخدام نموذج دورة السوق وتشخيص الاتجاه الرئيس (The Market Cycle Model and Basic Trend Identification)، والذي يمثل نموذجاً لتتبع الاتجاهات السلوكية والنمطية لأسعار السوق.

ب - المضاربون الهواة (Outsiders)

تهدف هذه المجموعة الاستفادة من فروق الأسعار، إلا أنها لا تهتم بدراسة العوامل المؤثرة في السوق ولا تقوم بدراسة اتجاهات السوق، إذ تقوم هذه الفئة بشراء الأوراق المالية وبيعها في الوقت ذاته سواء في السوق نفسه، أو إعادة بيعها في أسواق أخرى، للاستفادة من فروقات الأسعار. وعادةً ما تختفي هذه الفئة من سوق الأوراق المالية نتيجة تحقيق الخسائر المتتالية.

ج - المتآمرون (Manipulators)

تعمل هذه المجموعة على التحكم بأسعار الأوراق المالية وتوجيه السوق صعوداً وهبوطاً بوسائل مصطنعة بهدف أن يصبح السعر السائد للورقة المالية بالسوق أعلى (Over Valued) أو أدنى (Under Valued) من السعر العادل، الناتج عن قوى العرض والطلب العادية. وتتميز هذه الفئة بتوافر الموارد المالية الضخمة

(١) أنطوان ناشف وخلييل هندي. العمليات المصرفية والسوق المالية، ج ٢. المؤسسة الحديثة للكتاب، بيروت، ٢٠٠٠، ص ٣٧.

(٢) عبد الغفار حنفي. البورصات: أسهم-سندات- وثائق استثمار-خيارات. الدار الجامعية. الإسكندرية، ٢٠٠٤، ص ٣٧٤.

لديها والتي تمكنها من تحقيق أهدافها^(١).

د - المستثمرون (Investors)

يمثل المستثمرون الأفراد الذين يشترون الأوراق المالية بهدف الحصول على دخل مستمر منها، وهناك نوعان من المستثمرين: المستثمر الداخلي (Insider) والمستثمر العادي، فالمستثمر الداخلي يهدف إلى السيطرة على الشركة وأدائها من خلال تملك عدد كافٍ من الأسهم الخاصة بها، فيما يهدف المستثمر العادي إلى تحقيق أعلى الأرباح من خلال بيع وشراء الأوراق المالية.

هـ - المحتاطون (Hedgers)

تحتفظ فئة المحتاطين بالأوراق المالية من أجل الحيلة وتقليل المخاطر التي قد تتعرض لها مواقفهم المالية، وذلك من خلال الاحتفاظ بعدد متنوع من الأوراق المالية على أمل أن تغطي العوائد المحصلة منها المخاطر التي قد يتعرضون إليها نظير انخفاض أسعار بعضها أو التغير في العوائد المرتقبة منها^(٢).

وعلى الرغم من هذا التصنيف، فإن واقع الأسواق المالية يجعل من الصعب في كثير من الحالات التمييز وبشكل دقيق بين هذه الفئات، فقد يكون المتعامل في سوق الأوراق المالية مستثمراً في حالات ومواقف معينة، ومحتاطاً في مواقف أخرى، أو يكون متاجراً في أوراق مالية معينة ومضارباً في أخرى.

(١) أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة، مصر، ١٩٩٨، ص ٣٣.

(٢) سيف سعيد سويدي، النقود والبنوك، ط ٣، دار الكتب القطرية، ٢٠٠٢، ص ٥٤.

المبحث الثاني: هيكل سوق الأوراق المالية وتنظيمها



بورصة طوكيو للأوراق المالية

يمكن النظر إلى سوق الأوراق المالية من أكثر من زاوية، وبالتالي تصنيفها طبقاً لأكثر من أساس، وذلك حسب الهدف من تصنيف هذه الأسواق، فمثلاً قد يكون الهدف من التصنيف هو معرفة أنواع الأسواق التي يتم فيها تداول أدوات مالية معينة، أو قد يكون الهدف هو معرفة كيفية التعامل داخل سوق الأوراق المالية... وهكذا. والواقع انه من الصعب الوصول إلى تقسيمات محددة وفاصلة لسوق الأوراق المالية، وذلك نظراً للتداخل الذي يحدث بين الأنواع المختلفة لهذه الأسواق، وبالتالي فإنه سوف يتم تصنيف سوق الأوراق المالية هنا طبقاً للأسس الأكثر شيوعاً، وبالشكل الأسهل استيعاباً، مع توضيح كيفية حدوث التداخل بين الأنواع المختلفة من هذه الأسواق.

ويمكن أن نميز داخل أي اقتصاد بين نوعين من المعاملات المالية، بعضها قصير الأجل والبعض الآخر طويل الأجل، ولهذا فإن سوق الأوراق المالية تقسم إلى سوقين (**انظر مخطط - ١**)، سوق نقدية (سوق المعاملات قصيرة الأجل) وسوق رأس المال (سوق المعاملات طويلة الأجل). ويعد وجود هذين السوقين ودرجة نموها وتطورهما انعكاساً لدرجة نمو وتطور النظام الاقتصادي والوعي الاستثماري للبلد، نظراً لما تقوم به هذه الأسواق من وظائف اقتصادية بالغة الأهمية، لها ارتباط كبير بكفاءة الاقتصاد وأدائه.

أولاً: سوق النقد (Money Market)

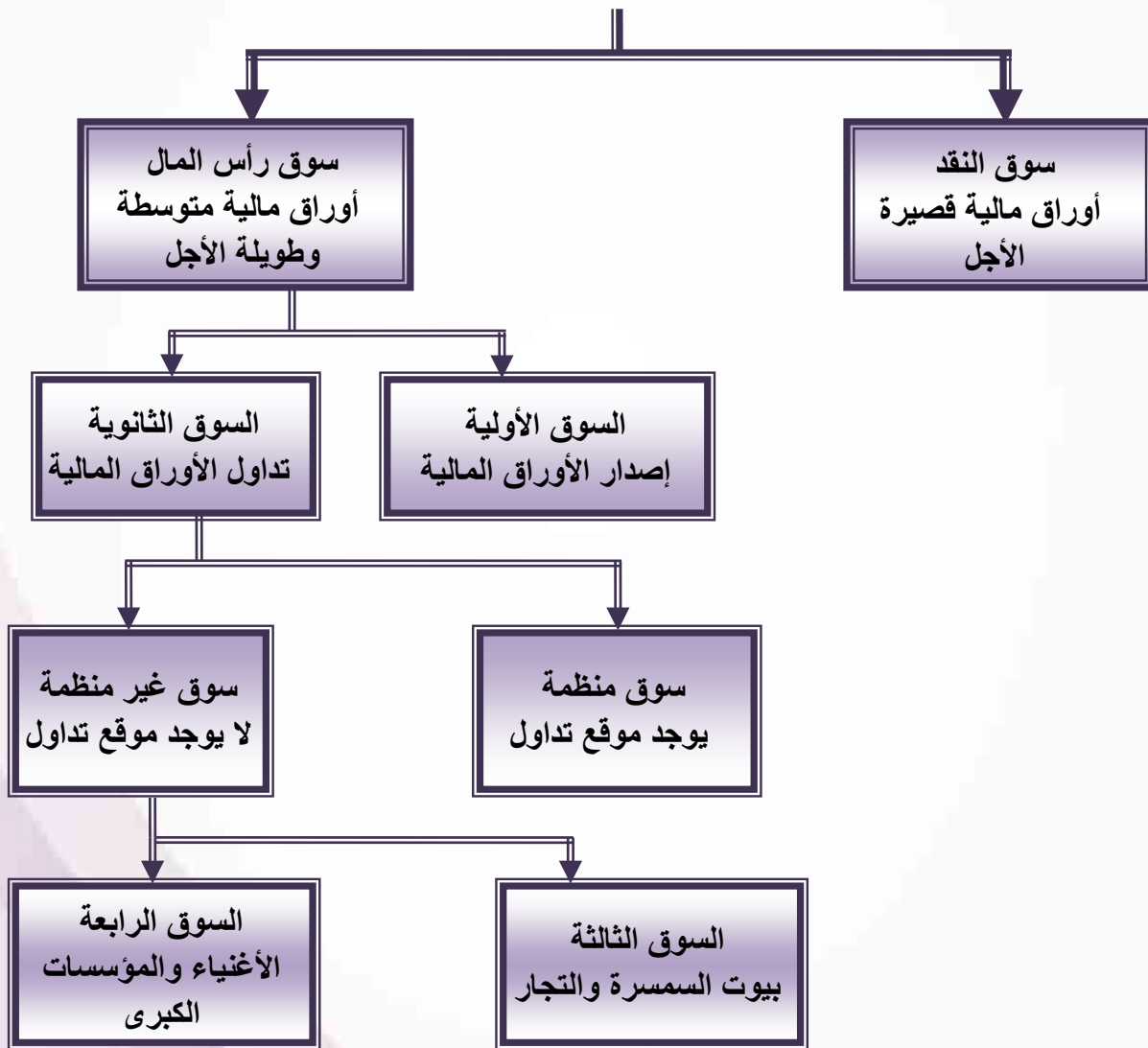
تتمثل سوق النقد في المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأدوات المالية قصيرة الأجل (**Short-term**)، أي إقراض الأموال واقتراضها لأجل لا يزيد عن السنة^(١). ويكون إقراض الأموال لأجل قصير بهدف

(1) Anthony Saunders and Marcia Cornett, Financial Markets and Institution, A modern Perspective, N.C Grew-Hill, Higher Education, N.Y, 2001, P.8.

استثمار الأموال المتاحة لمدد مؤقتة، كما يكون اقتراض هذه الأموال بهدف تمويل احتياجات مؤقتة أيضاً، وبعبارة أخرى فإن سوق النقد تمثل نقطة التقاء الاستثمار قصير الأجل مع التمويل قصير الأجل. ومن أهم الجهات المشاركة في هذه السوق، البنوك التجارية والمؤسسات المصرفية والمالية، خاصة المتخصصة منها، إلى جانب الجهات الحكومية (كالبانك المركزي) التي تبيع وتشتري الأوراق المالية، فضلاً على تجار سوق الأوراق المالية وسماسترته.

مخطط (١)

هيكل السوق المالية



وقد شهدت السنوات الأخيرة تطور الأسواق النقدية، إذ ازداد التعامل بالأوراق المالية قصيرة الأجل مقارنةً بباقي أدوات السوق الرأسمالي، بسبب استخدام البنوك والشركات التجارية أدوات سوق النقد بشكل واسع ومستمر، لما توفره هذه الأدوات من سيولة وعائد في آن واحد. وتتمتع سوق النقد بمزايا عدة أهمها المرونة العالية في إجراء الصفقات، إذ إن معظم هذه الصفقات تتم بسهولة وبإجراءات مبسطة تنعكس

على تخفيض تكاليف هذه الصفقات، فضلاً على انخفاض مخاطر أسعار الفائدة على أدوات سوق النقد نظراً لقصر آجالها^(١). إلى جانب ذلك فإن الأدوات المالية المتداولة في هذه السوق لا تواجه مخاطر الائتمان (**Credit Risk**) والمرتبطة باحتمال عجز الطرف المدين عن الوفاء بدينه عند استحقاقه، انطلاقاً من أن هذه الأوراق صادرة عن مراكز ائتمانية قوية، كالبنك المركزي والبنوك التجارية الكبيرة والمؤسسات الاستثمارية الأخرى.

وفي ضوء هذه المزايا فإن سوق النقد تلعب دوراً فعالاً على مستوى الاقتصاد القومي من زاويتين هما^(٢):

تُمارس هذه السوق دوراً رئيساً في تخطيط السياسات النقدية للدولة، إذ بواسطتها يتمكن البنك المركزي من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة قصيرة الأجل، وذلك عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دوراً قيادياً في هذه السوق.

إن وجود سوق نقدية فعالة تتمتع بسيولة الأصول المالية قصيرة الأجل، يعمل على تخفيض تكلفة التمويل قصير الأجل وبالتالي زيادة سرعة دوران رؤوس الأموال العاملة في المشروعات الاقتصادية على اختلاف أنشطتها، الأمر الذي يزيد من الطاقة الإنتاجية لهذه المشروعات الأمر الذي ينعكس في انتعاش الاقتصاد القومي وازدهاره.

ويتم في هذا السوق تداول مجموعة من الأصول (**Assets**) أو الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تُنبت فيها الديون، ويختلف تنوع هذه الأوراق وفقاً لدرجة تطور الدول وسوق الأوراق المالية فيها^(٣). ومن أكثر هذه الأدوات انتشاراً:

١- أذونات الخزينة (Treasury Bills)

أذونات الخزينة عبارة عن سندات قصيرة الأجل، أمدها الزمني ثلاثة أشهر إلى سنة، تصدرها الحكومة (ممثلة بوزارة المالية) لتحقيق أغراض اقتصادية أو نقدية أو لمواجهة العجز المؤقت في الموازنة خلال السنة^(٤). وتتمتع هذه الأذونات بضمانات عالية وأنها نادرة المخاطر، إذ تنعدم احتمالية عدم السداد (**Default**) فضلاً على درجة سيولتها العالية إذ يُمكن تحويلها إلى نقد وقت الحاجة. وعادةً ما تباع هذه الأذونات بأقل من قيمتها الاسمية، فالمستثمر يشتري أذونات الخزينة بخمص قيمتها الاسمية التي تدفع له عند الاستحقاق، ويشكل الفرق بين ما دفعه المستثمر لشراء الأذونات وما قبضه عند استحقاقها، العائد على الاستثمار بأذونات الخزينة.

(١) رسمية أبو موسى. مصدر سابق، ص ٢٤.

(٢) محمد مطر وفايز تيم. إدارة المحافظ الاستثمارية. دار وائل للنشر. عمان ٢٠٠٥، ص ٦٣.

(٣) مزيد من الاطلاع حول أنواع الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد ينظر:

- منير إبراهيم الهندي. أدوات الاستثمار في سوق رأس المال والأوراق المالية وصناديق الاستثمار. منشورات المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية. عمان. ١٩٩٣، ص ٣٨.

(4) David Kidwell, Richard Peterson and David Richard, Financial Institutions, Markets and Money, 7th edition, Harcourt college, publisher, USA, 2000, p.63.

٢- الأوراق التجارية (Commercial Papers)

هي أدوات دين قصيرة الأجل يتم إصدارها عن طريق البنوك الكبيرة والشركات المساهمة المعروفة مثل (شركات التأمين... وغيرها) إذ تقوم هذه الشركات بتمويل احتياجاتها قصيرة الأجل عن طريق بيع الأوراق التجارية لبعض الوسطاء الماليين والبنوك الاستثمارية بدلاً من الاقتراض من البنوك التجارية. ويعد بيع الأوراق التجارية من لدن هذه الشركات والبنوك نوعاً من التمويل المباشر.

٣- القبولات البنكية (Banker's Acceptances)

عبارة عن أمر دفع قصير الأجل منخفض المخاطرة، تصدره مؤسسة اقتصادية أو مؤسسة تجارية للبنك الذي تتعامل معه لتسديد مبلغ معين خلال مدة زمنية معينة، تكون في حدود ستة أشهر. وتستخدم القبولات البنكية لتشجيع التجارة الخارجية، فمثلاً عند قيام شركة استرالية بتصدير منتجاتها إلى شركة عراقية فإن الشركة الاسترالية تطلب من الشركة العراقية توفير ضمانات بنكية حتى ترسل لها البضاعة، وبهذه الحالة تقوم الشركة العراقية بإيداع مبلغ معين من قيمة البضاعة لدى البنك الخاص بها ليقدّم الضمانات اللازمة للشركة الاسترالية.

٤- شهادات الإيداع (Certificate of Deposit)

تلجأ البنوك التجارية عندما تواجه ضغوطاً على مواردها المالية أو لتمويل قروض إضافية إلى إصدار شهادات إيداع قصيرة الأجل ذات مبالغ كبيرة (ودیعة زمنية) للمودعين، مقابل معدلات فائدة يتفق عليها بين البنك والمودع تدفع مع المبلغ الأصلي عند حلول الأجل، وعادة ما تقوم البنوك التجارية بإصدار مثل هذه الشهادات للحصول على موارد إضافية في المدى القصير، نتيجة سحب غير متوقعة أو زيادة في طلبات التسهيلات المقدمة من جهات أخرى على موارد البنك. وأهم الجهات التي تشتري هذه الشهادات هي الشركات الكبرى التي لديها فوائض مالية تود استثمارها في أوراق مالية ذات سيولة كبيرة وأجل قصير^(١). ولجعل هذه الشهادات أكثر سيولة ولتشجيع المستثمرين على شرائها سُمح ببيعها من شخص لآخر، بعدما كانت هذه الشهادات غير قابلة للتداول فضلاً على إمكانية بيعها في الأسواق الثانوية^(٢).

٥- اتفاقيات إعادة الشراء (Repurchase Agreements)

تعني اتفاقيات إعادة الشراء الحصول على الأموال عن طريق بيع الأوراق المالية مع إبرام اتفاقية في الوقت نفسه يتعهد فيها البائع بإعادة شراء هذه الأوراق في تاريخ محدد وبسعر أعلى من سعر البيع الأول. وتُوفّر اتفاقيات إعادة الشراء، لمختلف الشركات والمؤسسات المالية الكبرى، التي تتوافر لديها فوائض مالية لوقت محدد وترغب في تحقيق عوائد منها، فرصة الاستثمار بهذه الاتفاقيات مقابل الحصول على رهونات موثوقة (مثل أدونات الخزينة)، على أن يلتزم تاجر الأوراق المالية أو البنك التجاري بإعادة

(١) سيف سعيد سويدي، مصدر سابق، ص ١٦.

(٢) غالب عوض الرفاعي وعبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، ج ١، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٢، ص ٤٣.

شراء هذه الرهونات بسعر أعلى من السعر الذي باعها فيه لأول مرة^(١).

ثانياً: سوق رأس المال (Capital Market)

تُعرّف سوق رأس المال بأنها تلك السوق التي يتم فيها تبادل الأصول والالتزامات المالية متوسطة وطويلة الأجل، مثل الأسهم التي ليس لها تاريخ استحقاق محدد والسندات التي تستحق الدفع بعد سنة والسندات المختلفة التي يمكن تحويلها إلى أسهم، فضلاً على القروض المباشرة متوسطة وطويلة الأجل^(٢). وعادة ما تستخدم أسواق رأس المال من لدن الحكومات والشركات والمؤسسات التجارية بهدف تجميع الأموال للأغراض طويلة الأجل، إذ إن سوق رأس المال فضلاً على كونها وعاءاً للتمويل طويل الأجل، فإن كلفة التمويل فيها منخفضة مقارنةً بمصادر التمويل الأخرى (كالبنوك التجارية).

وكما أشرنا آنفاً إلى أن سوق رأس المال هي سوق للأدوات المالية طويلة الأجل (Long-term) التي يحين استحقاقها بعد أجل طويل مما يحملها عبئاً ثقیلاً ومخاطرة كبيرة، ولاسيما فيما يخص السندات، ويمكن إجمال أهم خصائص سوق رأس المال في النقاط الآتية^(٣):

١. يمتاز الاستثمار في سوق رأس المال بارتفاع العوائد، مما يدفع المستثمرين للتفكير والاهتمام بالأرباح على حساب السيولة.
 ٢. تعد سوق رأس المال أكثر انتظاماً من سوق النقد، لمحدودية المتعاملين فيها، فضلاً على كونهم على درجة عالية من التخصص والمهارة في إبرام الصفقات المالية.
 ٣. تعد سوق رأس المال سوق للجملة والتجزئة في آن واحد، إذ تُعقد فيها صفقات كبيرة وأخرى صغيرة، وفقاً لحاجة المتعاملين وطبائعهم.
 ٤. تلعب سوق رأس المال دوراً حيوياً في تطوير منشآت الأعمال وغيرها، كونها تمثل قناة لتدفق الأموال متوسطة وطويلة الأجل من المدخرين إلى المستثمرين.
 ٥. يقابل ارتفاع معدل العائد في سوق رأس المال، ارتفاع معدل المخاطرة الناشئ عن طول آجال الأوراق المالية المتداولة فيها وبالتالي زيادة مخاطر التقلبات في أسعار الفائدة.
- ويمكن تقسيم سوق رأس المال^(٤) من حيث أولوية الإصدار إلى سوق الإصدارات الجديدة (New Issues) وأخرى للإصدارات القائمة والسابقة، وفيما يأتي توضيح لهذين السوقين:

(١) سيف سعيد سويدي، مصدر سابق، ص ١٨.

(٢) عماد صالح سلام، مصدر سابق، ص ١٤٩.

(٣) ناظم محمد الشمري وآخرون، مصدر سابق، ص ١٨٨.

(٤) تشترك سوق النقد مع سوق رأس المال في التقسيمات المدرجة أدناه. وجنباً للتكرار تم الاختصار على ذكرها في سوق رأس المال.

١- السوق الأولية (Primary Market)

يقصد بالسوق الأولية تلك السوق التي تنشئها مؤسسة متخصصة تعرض فيها للجمهور، ولأول مرة، أوراقاً مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية معينة. وعادةً ما يطلق على هذه المؤسسة بنكبير أو بنك الاستثمار (Investment Banker or Bank) أو المتعهد (Underwriter) مثل مؤسسة مارلنش (Merril Lynch) ومورجان ستانلي (Morgan Stanely) وإخوان سالمون (Salomon Brothers) في الولايات المتحدة الأمريكية^(١). أما في الدول ذات الأسواق المالية الصغيرة فقد تتولى بعض البنوك التجارية عملية الإصدار. فالسوق الأولية أو سوق الإصدار هي السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية (السهم أو السند) والمكاتب الأول فيها^(٢). بعبارة أخرى هي السوق التي تنشأ بين المقرض والمقترض نتيجة مبادلة المال السائل (نقد) بالموجودات المالية (أسهم أو سندات).

وهناك أسلوبان شائعان في عملية إصدار الأوراق المالية في السوق الأولية^(٣):

أ - الأسلوب المباشر (Direct Approach)

وفق هذا الأسلوب تقوم الجهة المصدرة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تباع لها الأسهم أو السندات التي أصدرتها، وقد يأخذ تحديد أسعار الأوراق المالية أسلوب المزايعة (Auction) وبخاصةً بالنسبة إلى الأوراق المالية الحكومية.

ب - الأسلوب غير المباشر (Indirect Approach)

قيام مؤسسات مالية متخصصة مثل (بنك الاستثمار) بالإصدار لحساب الشركات والمؤسسات الخاصة والراغبة في الحصول على تمويل، إذ تقوم هذه المؤسسات بإصدار الأوراق المالية وتوزيعها فضلاً على تقديم المشورة والنصح للشركات المعنية.

٢- السوق الثانوية (Secondary Market)

وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بين المستثمرين بعضهم مع بعض، وليس بين المستثمرين والشركات والهيئات المصدرة لهذه الأوراق. وبناءً على ذلك فإن السوق الأولية توفر تمويلاً فعلياً للمؤسسات والشركات المصدرة للأوراق المالية في حين نجد أن السوق الثانوية لا توفر أي تمويل فعلي لهذه المؤسسات.

بعبارة أخرى فإن السوق الثانوية تتعامل في أوراق مالية سبق إصدارها وبيعها للمستثمرين، وبالتالي فإن

(١) منير إبراهيم الهندي. الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاستثمار وأسواق العقود المستقبلية. المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، عمان، ١٩٩٤، ص ٨.

(٢) سليم الحسنية. مصدر سابق، ص ٢٢.

(٣) محمود محمد الداغر. الأسواق المالية: مؤسسات - أوراق - بورصات. دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٥، ص ٢٣٩.

التعامل في هذه السوق لا يعدو أن يكون نقلاً لملكية تلك الأوراق من مستثمر إلى آخر^(١). ويمكن التديل على دور السوق الثانوية (سوق التداول) وأهميتها في النظام المالي والاقتصادي من خلال الآتي^(٢):

أ - توفر السوق الثانوية للمستثمرين السيولة والربحية معاً، وتتمثل السيولة في إمكانية بيع الورقة المالية بالسرعة المطلوبة وتحويلها إلى نقد، بينما تتحقق الربحية عند ارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية المشتراة، عندها يتحقق ما يسمى بالربح الرأسمالي (Capital Gain).

ب - تلعب السوق الثانوية دوراً هاماً في تعبئة المدخرات وإعادة استثمارها في المشروعات الاقتصادية وتمويل خطط التنمية الاقتصادية.

ج - إن نجاح السوق الثانوية سينعكس إيجابياً على أداء السوق الأولية فكلما شهدت السوق الثانوية نشاطاً وتداولاً كبيراً شجع ذلك على تأسيس شركات جديدة وتوسيع القائمة منها، وطرح أسهم جديدة للاكتتاب في السوق الأولية.

ويوجد أكثر من نظام لتداول الأوراق المالية في سوق التداول، وتلعب هذه الأنظمة دوراً مهماً في تطوير السوق الثانوية وتنشيطها، فهذه الأنظمة تمثل الإطار الذي يلتقي من خلاله المتعاملون والوسطاء لإنجاز صفقاتهم، كما تمثل هذه الأنظمة النافذة التي من خلالها تتدفق المعلومات عن أسعار البورصة ونشاطها، وهناك نمطان رئيسان للإطار المؤسسي لأنظمة التداول هما:

١- السوق المنظمة (Organized Market)

تتميز هذه السوق بوجود مكان مادي ملموس تتوفر فيه الوسائل اللازمة لالتقاء البائعين والمشتريين للأوراق المالية ووكلائهم. ويتم بيع الأوراق المالية في هذه السوق بالمزاد حيث يتم قبول السعر الأعلى ثم الأدنى فالأدنى إلى أن يتم تصريف كامل البضاعة.

ويطلق على هذه السوق أيضاً ببورصة الأوراق المالية (Securities Exchange). ويقتصر التعامل في هذا السوق على الأوراق المالية المسجلة فقط^(٣)، إذ يجري تداول الأوراق المالية بواسطة شركات مرخصة وفقاً لقوانين وأنظمة محددة تنظم عملية التداول. ويمكن تقسيم سوق الأوراق المالية المنظمة (Organized Securities Exchanges) إلى أسواق مركزية وأسواق محلية^(٤).

ففي إطار السوق المركزية يتم التعامل بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة، ومن أمثلتها بورصة نيويورك (NEW YORK STOCK EXCHANGE – NYSE) التي تعد أكبر سوق مالية في العالم، إذ تتعامل بحوالي (٨٠٪) من الأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة في الولايات المتحدة الأمريكية. وتسمى أحياناً بالمجلس الكبير (Big Board). أما الشكل الثاني من

(١) رمضان على الشراح ومحروس أحمد حسن. الاستثمار: النظرية والتطبيق. ط ٢. الكويت. ١٩٩٩. ص ٥٢.

(٢) رسمية أبو موسى. مصدر سابق. ص ٢٢.

(٣) عبد الله طاهر وموفق على خليل. النقود والبنوك والمؤسسات المالية. دار بيزيد للطباعة والنشر. عمان. ٢٠٠٤. ص ٣٧٤.

(٤) منير إبراهيم الهندي. مصدر سابق. ص ٢١.

سوق الأوراق المالية المنظمة، يسمى بالسوق المحلية أو البورصة المحلية (Regional Exchanges)، إذ تتعامل هذه السوق بما تبقى من الأوراق المالية المسجلة، وتخدم هذه السوق صغار المستثمرين في المناطق الواقعة فيها فضلاً على كبار المستثمرين، كالهيئات والمؤسسات المتعاملة بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، إذ تلجأ الأخيرة إلى البورصات المحلية لما تتميز به من بساطة في إجراء الصفقات، وانخفاض في عمولات السماسرة.

٢- السوق غير المنظمة (Unorganized Market)

هي ذلك النوع من سوق الأوراق المالية الذي يجري التعامل فيه خارج حدود البورصة وتسمى هذه المعاملات، بالمعاملات على المنضدة أو فوق الحاجز (Over-The counter)^(١).

وتنشأ هذه الأسواق نتيجة إخفاق بعض منشآت الأعمال والشركات التجارية من دخول البورصة، بسبب القوانين والضوابط التي تحكم دخول السوق المنظمة، لذا يتم اللجوء إلى السوق غير المنظمة (الموازية) لتداول الأوراق المالية التي لم تكتسب الشروط القانونية للدخول إلى السوق المنظمة. وتتعامل السوق غير المنظمة أساساً في الأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة (البورصات) وعلى الأخص السندات، غير أن ذلك لا يمنع تلك الأسواق من التعامل في الأوراق المالية المسجلة في الأسواق المنظمة وفي مقدمتها السندات الحكومية. وتدار السوق الموازية من قبل مجموعة من التجار يرتبطون بشبكة اتصالات قوية تعرف باسم ناسداك (NASDAQ)، إذ تظهر طلبات البيع والشراء لأسهم الشركات المختلفة عبر شاشات الاتصال الإلكتروني على شكل عروض (Offers). وتتضمن السوق غير المنظمة - التي هي أحد مكونات السوق الثانوية - أسواق أخرى فرعية هي السوق الثالثة والسوق الرابعة، وفيما يأتي توضيح لهذين السوقين:

أ- السوق الثالثة

تمثل السوق الثالثة قطاعاً من السوق غير المنظمة إذ تتكون من بيوت السمسرة، من غير المسجلين في السوق المنظمة. ولهذه البيوت الحق بالمتاجرة بالأسهم المسجلة فضلاً على الأسهم غير المسجلة.

وتلجأ العديد من المؤسسات والشركات التجارية للتعامل بهذه السوق تجنباً للاختناقات الحاصلة في البورصة (السوق المنظمة) والمترتبة على تنوع التعاملات وكثرتها، فضلاً على انخفاض العمولة على الصفقات المبرمة في هذه السوق، وذلك لأن بيوت السمسرة لا تدفع رسوم تسجيل أو رسوم عضوية في هذه السوق، مثلما هو الحال في السوق المنظمة^(٢). وأبرز المتعاملين في هذه السوق: صناديق التقاعد (Pension Funds) وصناديق الاستثمار المشتركة (Mutual Funds) وشركات التأمين (Insurance Company). وقد لاقت هذه الأسواق نجاحاً كبيراً في الولايات المتحدة الأمريكية نظراً لما

(١) خالد وهيب الراوي. الاستثمار: مفاهيم - تحليل - استراتيجية. دار المسيرة للنشر والتوزيع. عمان. ١٩٩٩. ص ١٠.

(٢) المصدر نفسه. ص ١٠.

تتمتع به من انخفاض في العمولة وسرعة في تنفيذ العمليات مقارنة بالوقت الذي يستغرقه إجراء مثل هذه الصفقات في الأسواق المنظمة.

ب - السوق الرابعة

يتم التعامل في هذه السوق بصورة مباشرة ومن دون وساطة بين المؤسسات الكبرى، بهدف استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية، ومن ثم تخفيض النفقات الخاصة بالصفقات الكبيرة. وفي هذه الحالة فإن هذه المؤسسات عليها أن تبحث بنفسها عن بائع أو مشتري. ويتم التعامل في السوق الرابعة من خلال شبكة الاتصال الإلكتروني آنستنت (Instant) إذ يمكن عن طريق هذه الشبكة معرفة حجم ونوع وسعر الأوراق المالية السائدة في السوق^(١).

المبحث الثالث: أنواع الأدوات المالية

4.6	4.6	27.08	+0.46	2.09%	1.40M
21.5	26.07	22.47	-1.26	-5.12%	34.841M
21.9	21.71	23.37	+12.40	3.27%	8.842M
21.9	22.74	23.37	+0.74	0.78%	1.104M
21.7	27.43	291.55	+0.42	1.69%	82.022M
21.7	24.74	25.22	+0.30	1.22%	7.433M
21.7	24.35	24.82			

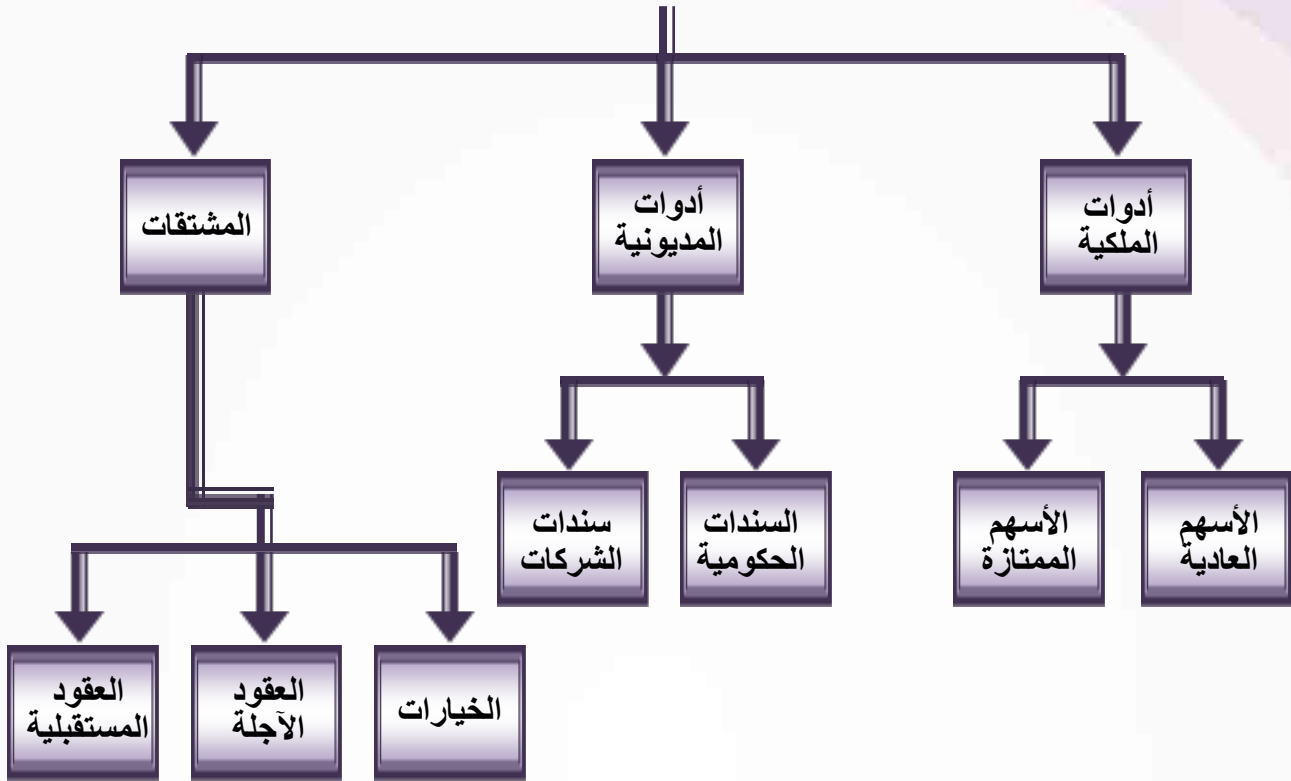
اللوحة الإلكترونية للتداول ومؤشرات الأسهم

تعد الأوراق المالية (Securities) وبخاصة الأسهم والسندات التي تُصدرها منشآت الأعمال، السلعة الرئيسية المتداولة في سوق الأوراق المالية، فالورقة المالية بمثابة صك يُعطى لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد المنشأة، أو الحق في جزء من أصول المنشأة، أو الحقين معاً. ويمكن تقسيم أدوات سوق الأوراق المالية إلى ثلاث مجموعات أساسية هي: أدوات الملكية وأدوات المديونية والمشتقات، كما يُبين مخطط (٢).

(١) عبد الله طاهر وموفق علي الخليل، مصدر سابق، ص ٣٧٨.

مخطط (٢)

أنواع الأدوات المالية



أولاً: أدوات الملكية (Equity Instruments)

تتمثل أدوات الملكية بالأسهم (Stock) التي تصدرها الشركات المساهمة لتمويل احتياجاتها الطويلة الأجل. وتعد الأسهم شهادات ملكية تخول صاحبها الحصول على جزء من موجودات الشركة المالية والحقيقية، وهي تختلف عن الأدوات المالية الأخرى كونها لا تحمل قيمة اسمية أو مدة استحقاق، فهي تبقى متداولة في الأسواق إلى ما لا نهاية، إلا في حالة قيام الشركة بإعادة شرائها أو عند حل الشركة وتصفيتها. وتقسّم الأسهم إلى نوعين هما:

١- الأسهم العادية (Common Stock)

الاستثمار بالأسهم العادية هو أحد أنواع الاستثمار بالأوراق المالية، وقد تبلورت مفاهيمه الأساسية نتيجة لتطور الأسواق المالية ونضوجها. ويعرف السهم العادي بأنه أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول، يعطي حامله الحق في الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته برأس مال الشركة والمثبتة بشهادة السهم^(١). يتضح من التعريف ما يأتي :

(١) أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سليم، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٤، ص ٣٠.

أ - إن السهم العادي أداة تمويل رئيسة لرأس مال الشركة.

ب - إن السهم العادي أداة ادخارية واستثمارية في آن واحد، من وجهة نظر المستثمر طبقاً للاستراتيجية المتبعة من قبله، أما بالاحتفاظ به للأجل القصير (المضاربة) أو للأجل الطويل (تعظيم الثروة).

ج - يحصل حامل السهم العادي على عوائد غير محددة، قد تكون سنوية أو نصف سنوية أو ربع سنوية، طبقاً لقرارات إدارة الشركة عند التصفية.

د - يكتسب السهم العادي صفة التداول مما يعطي مرونة كبيرة في تسيله.

هـ - يحصل السهم العادي على حصة من موجودات الشركة عند التصفية لأنه يمثل مشاركة في رأس مال الشركة.

إلى جانب ذلك فإن السهم العادي ليس له تاريخ استحقاق، ولا يتعرض للتقادم فضلاً على كونه غير قابل للتجزئة، ولحامل السهم العادي حق التصويت (Voting rights) في اختيار أعضاء مجلس الإدارة^(١)، فضلاً على مشاركة حامله في العديد من الموضوعات المهمة التي تخص الشركة المصدرة له. كذلك يتمتع حمله الأسهم العادية بحق الأفضلية في شراء الأسهم (Preemptive Right)، إذ يعطي هذا الحق مساهمي الشركة القدامى الأولوية في شراء الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة^(٢).

ويحصل حملة الأسهم العادية على نصيبهم من التوزيعات (Dividends) على شكل نسبة مئوية من قيمة رأس المال تعلن سنوياً في مجلس إدارة الشركة. ويتقاضون الأرباح الموزعة نقداً أو على شكل أسهم وذلك بعد أن يتقاضى حملة الأسهم الممتازة كافة حقوقهم في الربح.

ورغم المزايا التي تحققها الأسهم العادية إلا أنها تعاني من بعض العيوب التي تجعلها غير جذابة لعدد من المستثمرين أهمها: تأخر حق الأولوية عند التصفية على اعتبار ان حملة الأسهم العادية يتقاضون حقوقهم من أصول الشركة وأرباحها بعد استيفاء حقوق كافة الدائنين، فضلاً على تذبذب العائد على هذه الأسهم وعدم ثباته، سواء أكان ذلك العائد جاري أم رأسمالي^(٣).

٢ - الأسهم الممتازة (Preferred stocks)

تعد الأسهم الممتازة من أدوات الاستثمار والتمويل في آن واحد، فهي أداة استثمارية لأن حملتها يحصلون على أسبقية في الأرباح، بمقادير ثابتة وقبل حملة الأسهم العادية. ثم انها أداة تمويلية لأنها تعد من أدوات الملكية. ويعرف السهم الممتاز بأنه أداة مالية هجينة (Hybrid) تجمع بين صفات أدوات الدين (السندات) وأدوات الملكية (الأسهم العادية). إذ يكتسب السهم الممتاز صفة الهجانة بوصفه يمثل مشاركة برأس

(1) Robert D.Auerbach , Money Banking and Financial Markets , Macmillan Publishing , Inc,USA, 1982, P.27.

(٢) عبد النافع عبد الله وغازي توفيق فرح. الأسواق المالية. دار وائل للنشر والتوزيع. عمان. ٢٠٠١. ص ١٥٥.

(٣) أرشد فؤاد وأسامة عزمي سليم. مصدر سابق. ص ٤٠.

مال الشركة كألسهم العادية، فضلاً على كونه يحصل على عائد دوري ثابت كالسندات^(١). ولحامل السهم الممتاز الحق في الحصول على عائد محدد سنوياً، أما بنسبة من القيمة الاسمية أو كمبلغ محدد بجانب المبلغ المثبت بشهادة السهم. وعلى الرغم من أن السهم الممتاز يعد شكلاً من أشكال الملكية من الناحية القانونية والضرورية إلا أنه يختلف عن السهم العادي في عدة جوانب أهمها^(٢):

أ- يعطى للسهم الممتاز الأولوية في السداد عند التصفية.

ب - يحصل صاحب السهم الممتاز على حصته من الأرباح (إذا تحققت) قبل السهم العادي.

ج - تعد الأسهم الممتازة أقل خطورة من الأسهم العادية بالنسبة إلى المستثمر.

د- تتغير أسعار الأسهم العادية بصورة مستمرة تقريباً، إذا ما قورنت بالثبات شبه النسبي لأسعار الأسهم الممتازة.

هـ - تعد الأسهم الممتازة أقل شيوعاً من الأسهم العادية.

و - لا تشارك الأسهم الممتازة بالإدارة على العكس من الأسهم العادية.

ز- تأخذ الأسهم الممتازة نصيبها من الأرباح إذا تحققت كنسبة ثابتة بينما تتغير أرباح الأسهم العادية حسب أرباح الشركة.

وتصدر الأسهم الممتازة بفئات مختلفة وفقاً للمزايا التي تحققها كل فئة منها سواء للمستثمر أو للشركة المصدرة خصوصاً من حيث توزيعات الأرباح أو القابلية للتحويل أو القابلية على الاستدعاء من الشركة. وعلى هذا الأساس تقسم الأسهم الممتازة إلى^(٣):

أ - الأسهم الممتازة المجمعدة للأرباح (Participating Preferred Stocks)

في هذا النوع من الأسهم الممتازة يحق لحامل السهم ترحيل الأرباح المجمعدة غير الموزعة من سنة إلى أخرى، في حالة عجز الشركة عن الدفع أو تحقيق الشركة أرباحاً ولم تعلن عن توزيعها لسبب ما.

ب - الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح (Commutative preferred Stocks)

يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح، وذلك بإعطائه الحق أيضاً في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة أما بالكامل أو جزئياً.

(١) أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام. مصدر سابق. ص ١٦.

(٢) جميل سالم الزيدانين. أساسيات في الجهاز المالي: المنظور العلمي. دار وائل للطباعة والنشر. عمان. ١٩٩٩. ص ٢٢٣.

(٣) ناظم محمد الشمري وآخرون. مصدر السابق. ص ٢١٣.

ج - الأسهم الممتازة القابلة للتحويل (Convertible preferred Stocks)

يمكن لحامل هذا النوع من الأسهم تحويله إلى سهم عادي، وتعد قابلية تحويل السهم الممتاز إلى سهم عادي ميزة كبيرة تعطي حاملها أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل السهم العادي، وفي الوقت ذاته توفر لحاملها أيضاً، وخلال مدة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، مما يتيح لحاملها فرصة تحقيق مكاسب رأسمالية.

د - الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء (Callable Preferred stocks)

في هذا النوع من الأسهم الممتازة تقوم الشركة بإلزام حامل السهم برده للشركة بسعر محدد خلال مدة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، الأمر الذي يوفر ميزة للشركة المصدرة وهي ميزة الإطفاء لهذا النوع من الأسهم، إذا ما شعرت بأن لديها فائضاً من الأموال يُمكنها من تضييق قاعدة المساهمين الممتازين لصالح المساهمين العاديين.

ثانياً: أدوات المديونية (Debt Instruments)

تعد أدوات المديونية مصدراً من مصادر التمويل المتاحة، تلجأ إليها الشركات والحكومات لسد احتياجاتها المالية الكبيرة التي لا يمكن تمويلها من جهة واحدة. إذ يجرأ المبلغ المطلوب إلى فئات يتم تسنيدها وتسويقها إلى الجمهور. وتعد السندات، ولاسيما ذات الأجل الطويل، النوع الأكثر شيوعاً لهذه الأدوات. وقد احتلت السندات مركزاً رئيسياً في سوق الأوراق المالية منذ عام (١٩٧٣)، وبخاصة في الولايات المتحدة الأمريكية، ونضجت أسواقها في بداية عقد الثمانينات من القرن المنصرم. ويعرف السند بأنه أداة مديونية ذو صفة مالية قابلة للتداول، يعطي الحق لحامله في الحصول على عوائد دورية بنسبة مئوية من المبلغ المثبت بشهادة السند، هذا بجانب قيمة السند بتاريخ الاستحقاق^(١). يتضح من التعريف أنف الذكر ما يأتي:

١. السند أداة استثمارية وادخارية في آن واحد.
٢. حامل السند دائن للجهة المصدرة له.
٣. عائد السند عبارة عن فائدة الكوبون المحددة بنسبة مئوية بمدد استحقاق (دورية نصف سنوية أو دورية ربع سنوية).
٤. للسند قيمة اسمية تتمثل بالمبلغ المثبت بشهادة السند.
٥. صفة التداول تعطي للسند قيمة سوقية.

(١) أرشد فؤاد وأسامة عزمي سلام، مصدر سابق، ص ٨١.

وإلى جانب خصائص السندات المشتقة من تعريفها فإن للسندات مزايا متعددة تجعلها أحياناً أكثر جاذبية للمستثمرين من الأسهم وهي^(١):

- أ - إن الفوائد المدفوعة على السندات تحسب كنسبة مئوية من قيمة السند.
 - ب - إن للسندات آجال محددة ومع ذلك يمكن إطفائها قبل تاريخ الاستحقاق.
 - ج - على الرغم من أن الشركات قد لا تحقق أرباحاً بشكل دائم مع ذلك يتوجب عليها دفع عوائد السندات.
 - د- تنحصر مخاطر أسعار السندات عموماً في تغير أسعار الفائدة.
- ويمكن تقسيم السندات إلى عدة أنواع وعلى أسس مختلفة، إذ يمكن تقسيمها مثلاً على أساس جهة الإصدار أو على أساس شكل الإصدار أو على أساس الأجل أو على أساس الضمان أو على أساس القابلية للتداول والاستدعاء، إلا أن التقسيم على أساس جهة الإصدار هو الأكثر شيوعاً فضلاً على أهميته في هذه الدراسة، وتقسم السندات من حيث جهة الإصدار إلى سندات حكومية وسندات شركات الأعمال.

١- السندات الحكومية (Government Bonds)

وهي السندات التي تصدرها الحكومة لتحقيق أغراض اقتصادية أو نقدية أو لمواجهة العجز في الموازنة العامة. وتتباين أنواع هذه السندات من بلدٍ إلى آخر، إلا أن أكثرها شيوعاً هي^(٢):

أ - أذونات الخزينة (Treasury Bills)

وهي أداة دين قصيرة الأجل عادة ما تستحق في (١٣,٢٦,٥٢) أسبوعاً من تاريخ الإصدار، وقد تمت الإشارة إليها في المبحث الثاني عند تناول أدوات سوق النقد.

ب - إشعارات الخزينة

تمثل إشعارات الخزينة أحد أنواع السندات الحكومية، وتختلف إشعارات الخزينة عن أذونات الخزينة في جانبين: الأول كونها تصدر بالقيمة الدفترية بدلاً من إصدارها بخصم من قيمتها الاسمية، والثاني كونها تعطي دفعات ثابتة من خلال معدل الكوبون المثبت عليها.

ج - سندات الخزينة

يشكل هذا النوع جزءاً صغيراً من الديون الحكومية، وعادة ما يكون استحقاق سندات الخزينة ضمن مدة تتراوح ما بين (١٠ - ٣٠) سنة من تاريخ إصدارها وبعض أنواع هذه السندات يمكن إطفائها قبل تاريخ الاستحقاق.

(١) ناظم محمد الشمري وآخرون. مصدر سابق. ص ٢١٥.

(2) Mahmud Noor and Adnan Al-Nami, Financial and Banking, dar al- Massira, Oman, 2003, P.165.

د - الإصدارات الخاصة

هذا النوع من الإصدارات الحكومية لا يمكن بيعه للجمهور، إذ تقوم الحكومة بإصداره وبيعه مباشرةً إلى الصناديق الحكومية مثل صناديق التقاعد الحكومية وصناديق شركات التأمين.

وتعد السندات الحكومية بشكل عام أكثر جاذبية بالنسبة إلى المستثمرين من الأفراد والبنوك والجهات المستثمرة الأخرى، بسبب ما تتمتع به هذه السندات من محدودية في درجة المخاطرة والالتزام المالي من قبل الحكومة، بتسديد قيمة السند في تاريخ الاستحقاق المتفق عليه، فضلاً على أن السندات الحكومية عادةً ما تكون مغرية للمستثمرين، بسبب الإعفاء الضريبي على عوائدها (فوائدها)، وأيضاً بسبب درجة سيولتها، باعتبار أن السندات الحكومية أكثر سيولة من السندات الأخرى. إذ تلزم الدولة عند طرحها لهذه السندات بأن تعطي الحق للمستثمرين بتحويل تلك السندات إلى نقد، من قبل البنك الوسيط بين الدولة وصاحب السند.

٢- سندات الشركات (Companies Bonds)

تصدر هذه السندات من لدن الشركات المساهمة العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية، طبقاً لتشريعات وتعليمات تنظم بموجب قانون الشركات بالبلد المعني. وهناك أنواع مختلفة من هذه الإصدارات، تختلف باختلاف شروط كل إصدارية، أهمها :

أ - السندات المضمونة (Secured Bonds)

عادةً ما يتم إصدار هذا النوع من السندات بضمان رهن بعض أصول الشركة (Mortgage bonds) وفي بعض الأحيان يتم إصدار هذه السندات بضمان طرف ثالث (Guaranty Bonds) مثال ذلك قيام شركة قابضة (Holding Company) بضمان الوفاء بأي التزامات تعجز شركاتها التابعة عن الوفاء بها.

ب - السندات غير المضمونة (Unsecured Bonds)

يصدر هذا النوع من السندات عن الشركات الكبيرة الموثوق في أدائها، ويعتمد حملة هذه السندات في هذه الحالة على الضمان العام للدائنين. وفي حالة الإفلاس أو التصفية يتم سداد مستحقات المستثمرين في هذه الأدوات بعد سداد مستحقات السندات المضمونة^(١).

ج - السندات ذات الفائدة المتغيرة (Variable Rate Bonds)

استُحدث هذا النوع من السندات، منذ ثمانينات القرن المنصرم، نتيجة التقلبات الحاصلة في أسعار الفائدة الجارية. وعادةً ما ترتبط أسعار الفائدة لهذا النوع من السندات بأسعار الفائدة على السندات الأخرى مثل أدوات الخزينة. ويتم تعديل سعر الفائدة على هذه السندات بين مدة وأخرى ليتلاءم مع أسعار الفائدة

(١) أحمد سعد عبد اللطيف، مصدر سابق، ص ١٥٧.

الجارية في السوق. وقد باشرت السعودية بإصدار هذا النوع من السندات في عام (١٩٩٦) لتوسيع قاعدة الأدوات المالية المتاحة للمستثمرين^(١).

د - السندات الرديئة (Junk Bonds)

ظهر هذا النوع من السندات في نهاية السبعينات من القرن الماضي في الولايات المتحدة الأمريكية، وتصنف هذه السندات بأنها ليست من الاستثمارات الجيدة لأنها تحتوي على مخاطر كبيرة، لذا يكون العائد عليها مرتفعاً لتعويض المستثمر عن هذه المخاطر. ومن أهم هذه المخاطر ارتفاع نسبة المديونية للشركة (الأموال المقترضة إلى مجموع الموجودات)^(٢).

هـ - سندات المشاركة (Participating)

هذا النوع من السندات يعطي المستثمر الحق في أرباح الشركة فضلاً على الفوائد الدورية التي يحصل عليها. وتصدر سندات المشاركة من لدن الشركات التي تعاني من وضع ائتماني ضعيف وبالتالي لا يمكنها الحصول على الأموال لتبقى مستمرة بالعمل إلا بهذه الطريقة.

و - السندات ذات الكوبون الصفري (Zero Coupon Bonds)

هذا النوع من السندات يباع بخصم من القيمة الاسمية، إذ يسترد المستثمر القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق، ويمثل الفرق بين سعر شراء السند وقيمه الاسمية عند الاستحقاق، معدل الفائدة التي يحققها المستثمر.

ز - السندات القابلة للإعادة (Put Bonds)

في هذا النوع من السندات يُسمح للمستثمر بإعادة السند إلى مُصدر السند بسعر محدد مسبقاً، هذا يعني أن المصدر يكون مستعداً لإعادة شراء السند بسعر أدنى ثابت (على سبيل المثال ٩٥٪ من القيمة الاسمية للسند) عندما يرغب حامله بذلك.

(١) محمد يسر برنيه، تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية. صندوق النقد العربي. أبو ظبي، ٢٠٠٤، ص ٦٠.

(٢) عبد النافع عبد الله وغازي توفيق فرح، مصدر سابق، ص ١١٦.

ثالثاً: المشتقات (Derivatives)



شهدت أسواق الأوراق المالية الدولية منذ ثمانينات القرن العشرين، ثورة حقيقية أنتجت تغييرات جذرية في وسائل وأدوات انتقال الأموال من الوحدات المالية ذات الفوائض إلى الوحدات الباحثة عن التمويل، وقد تحولت هذه الأسواق بفضل هذه التغييرات إلى خضم تسوده حركة لا تعرف التوقف أو الركود.

وتعد المشتقات (Derivatives) كأدوات مالية، من أهم سمات التطورات الحديثة في الأسواق المالية الدولية (International Financial Markets)، إذ بدأ التعامل بهذه الأدوات مع التقلبات الحادة التي شهدتها كثير من أسواق المال العالمية، فيما يتعلق بأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، فقد استخدمت هذه الأدوات للتحوط ضد مخاطر التقلبات في تلك الأسعار.

ويمكن تعريف المشتقات (بأنها عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد، مثل السندات والأسهم والسلع. وتستخدم هذه الأدوات لغرض التحوط من مخاطر التقلب في أسعار تلك الأصول^(١)). وهناك عدة أنواع من أدوات المشتقات، لعل من أهمها وأكثرها انتشاراً عقود الخيارات (Options) والعقود الآجلة (Forward)، والعقود المستقبلية (Futures) والمبادلات (Swaps). هذا فضلاً على العديد من الأنواع الأخرى مثل المبادلة الاختيارية (Swaption) والقاعدة (Floor) والسقف (Cap) والسقف والقاعدة (Collar)^(٢). وفيما يأتي توضيح مختصر لأهم أدوات المشتقات المالية وأكثرها انتشاراً:

(١) عماد صالح سلام، عماد صالح سلام، البنوك العربية والكفاءة الاستثمارية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، ٢٠٠٤، ص ١٤٧.

(٢) لمزيد من التفاصيل عن المشتقات المالية، ينظر:

- منير إبراهيم الهندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاستثمار وأسواق العقود المستقبلية، مصدر سابق، ص ١٨٣ - ٤٠٩.

١- الخيارات (Options)

تنامت أسواق الخيارات بشكل خاص بعد عام (١٩٨٣)، وأصبحت تؤلف جزءاً مهماً من عمليات سوق الأوراق المالية في الوقت الحاضر. وترجع بدايات التعامل بالخيارات إلى عام (١٩٧٠) في سوق شيكاغو (C.B.O.C). ويمكن تعريف الخيارات بأنها عقود مالية **Financial Contract** تعطي لمالكها الحق في شراء أو بيع كمية من الأوراق المالية بسعر ثابت ومحدد في أو قبل تاريخ محدد، وله الحق في أن يُنفذ أو لا يُنفذ عملية البيع أو الشراء^(١).

وفي عقود الخيارات يقوم محرر الخيار بمنح مشتري الخيار، الحق في شراء أو بيع أوراق مالية أو أي سلعة أخرى بسعر معين (**Strike Price**) خلال مدة محددة أو في تاريخ محدد، مقابل مبلغ معين يدفعه محرر العقد إلى المشتري يسمى علاوة حق الاختيار (**option Premium**). ويمكن تقسيم الخيارات وفقاً لطبيعة وشروط العقد إلى قسمين هما^(٢):

أ- خيار الشراء (Call Option)

يكون العقد خيار شراء، عندما يعطى للطرف الأول (المشتري) الحق بأن يشتري (إذا رغب) من الطرف الثاني (محرر الخيار) أصلاً معيناً بكمية معينة، وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال مدة زمنية معينة، مقابل حصول الطرف الثاني (بائع الخيار) على علاوة معينة تحددها شروط العقد.

ب - خيار البيع (Put option)

ويكون العقد خيار بيع، إذا ما أعطي للطرف الأول (المشتري) الحق في أن يبيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني (محرر الخيار) أصلاً معيناً بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ معين أو خلال مدة زمنية معينة، مقابل حصول المحرر على علاوة معينة تحددها شروط العقد.

أما من حيث مدة التنفيذ، فيمكن التمييز بين أسلوبين يتم من خلالهما تنفيذ عقد الخيارات^(٣):

أ - الخيار الأمريكي (American Option)

بموجب الأسلوب الأمريكي فإن العقد يعطي مشتري حق الخيار الحق في شراء أو بيع أوراق مالية بالسعر المتفق عليه في أي وقت خلال المدة الممتدة منذ إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لانتهائه.

ب - الخيار الأوربي (European Option)

بموجب هذا الأسلوب فإن العقد يعطي مشتري حق الخيار، الحق في شراء أو بيع أوراق مالية بالسعر المتفق عليه، إلا أن تنفيذ الخيار لا يتم إلا في تاريخ الاستحقاق فقط.

(1) Mark Hirschey , Investments: Theory and Applications , Harcourt ,Inc ,2001,P.217.

(٢) عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٥، ص ٩٥.

(3) Frederic S.Mishkin, Op .cit , p.34 8.

يتضح مما سبق أن التعامل بالخيارات أمر مرهون برغبة المستفيد من الخيارات وتوقعاته فالخيارات هي أدوات تأمين ضد المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، خصوصاً مخاطر تغير أسعار الأوراق المالية في الأمد الطويل.

٢- العقود الآجلة (Forward Contracts)

يقصد بالعقود الآجلة (تلك العقود التي تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق^(١)). وتعد العقود الآجلة عقوداً شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها، بما يتفق وظروف كل منهما، ومن ثم فهي لا تتداول في البورصة.

وتحدد العقود الآجلة مواصفات الأصل أو السلعة، كدرجة الجودة أو التصنيف أو الكمية وطريقة التسليم ومكان التسليم والسعر وطريقة السداد، إذ يتم التفاوض مقدماً على كل هذه الشروط بين البائع والمشتري وتستخدم البنوك والشركات العقود الآجلة لتفادي التعرض لمخاطر أسعار الصرف في مجال الاستثمارات الدولية، كما قد يستخدمها المستثمرون للوقاية من تقلب أسعار الفائدة، ويسمى هذا النوع بالعقود الآجلة لأسعار الفائدة (Forwards Rate Agreement)^(٢). وبإمكان المستثمر الذي يريد الحصول على قرض معين أن يقوم بشراء عقد آجل لأسعار الفائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقاً وأن يلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال مدة محددة بالعقد ويضمن هذا النوع من العقود للمستثمرين حماية أنفسهم (خلال مدة محددة) من مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة.

٣- العقود المستقبلية (Futures Contracts)

تعود أصول أسواق العقود المستقبلية إلى بدايات القرن التاسع عشر إذ جاء تنظيمها نتيجة للعرض والطلب على المحاصيل الزراعية، وما يترتب على طبيعة هذه السلع من تقلبات حادة في الأسعار^(٣). فالمزارع كان يأتي بمحصوله في السوق الآنية حين كانت تنخفض الأسعار بشكل كبير في مواسم الحصاد، نتيجة لضخامة العرض، وترتفع الأسعار كثيراً في موسم الربيع نظراً لزيادة الطلب على العرض. من هنا تطور السوق الآني إلى سوق آجل حيث كان يتم الاتفاق على السعر في موعد محدد ليصار إلى تسليم السلع المتعاقد عليها في موعد محدد مستقبلاً. وقد تطور هذا السوق ليصبح سوق العقود المستقبلية. وتعرف العقود المستقبلية بأنها اتفاق نمطي بين طرفين لتسليم أو استلام موجودات مالية أو حقيقية معينة بسعر وتاريخ محدد^(٤). بهذا المدلول فإن العقد ينشأ بين طرفين يكون أحدهما مشتري العقد والآخر بائعاً له. أما الأصل الذي يسري التعامل به بموجب هذا العقد فيتراوح^(٥) بين الأصول الحقيقية مثل السلع والمعادن أو العملات بأنواعها أو الأصول المالية كالأسهم والسندات، إلا أن أغلب المستقبلات التي يتم تداولها الآن

(١) عماد صالح سلام، مصدر سابق، ص ١٧٠.

(٢) حسني علي خربوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، ١٩٩٦، ص ٢٢.

(٣) ماهر كنج شكري ومروان عوض، المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، معهد الدراسات المصرفية، عمان، ٢٠٠٤، ص ٣٠٩.

(4) Jeff Madara , Financial Markets and Institutions ,3 rd ed ,west publishing ,1995 , p.313.

(٥) محمد مطر وفايز تيم، مصدر سابق، ص ٢٧٠.

هي المستقبلية المالية^(١).

وغالبا ما يشار للطرف الذي تعاقد على الشراء (بالمركز الطويل Long Position) والطرف الذي تعاقد على البيع (بالمركز القصير Position Short). باعتبار أن المركز الطويل يعني أن ماسك هذا المركز بحاجة إلى الموجود في تاريخ لاحق، لذا يقوم بالثبيت على سعر الشراء تحسباً من ارتفاع الأسعار لحين الحاجة إلى الموجود. أما المركز القصير في عقد المستقبلية يعكس حقيقة إن ماسك هذا المركز يمتلك الموجود الآن (أو سيكون بحوزته في تاريخ الاستحقاق) ويرغب في الثبيت على سعر البيع تحسباً من أي انخفاض في الأسعار لحين تاريخ البيع مستقبلاً.

ويلزم التعامل بالعقود المستقبلية كلا الطرفين بإيداع نسبة من قيمة العقد لدى السمسار الذي يتعامل معه أما بشكل نقد أو على شكل أوراق مالية، لحماية كلا الطرفين من مخاطر النكول (عدم السداد) المترتبة عن عدم التزام أحد الطرفين بالوفاء بالتزاماته^(٢).

وعلى الرغم من الشبه الواضح بين العقود الآجلة والعقود المستقبلية من حيث إنها تتعلق بتسليم أصل معين في وقت لاحق مستقبلاً وبسعر محدد سلفاً، إلا أن العقود الآجلة تختلف عن العقود المستقبلية في المجالات الآتية^(٣):

١. تتحدد شروط العقود الآجلة وفقاً لاتفاق وتراضي الطرفين بينما تكون العقود المستقبلية محدد من حيث القيمة وتاريخ الاستحقاق.
٢. تبرم العقود الآجلة بين الطرفين (البائع والمشتري) بينما تبرم العقود المستقبلية بين مؤسسة التفاضل والبائع ومؤسسة التفاضل والمشتري.
٣. في العقود الآجلة يحدد الهامش مرة واحدة (يوم توقيع العقد) أما في العقود المستقبلية فيتم الاحتفاظ بهوامش متحركة لتعكس تحركات الأسعار.
٤. لا يمكن تسوية العقد الآجل إلا في تاريخ التسليم أو الاستحقاق بينما يمكن تسوية العقد المستقبلي قبل تاريخ الاستحقاق.

(1) R.Glenn Hubbar, Money, The Financial System and The Economy, 3rd ed, Addison-Wesley publishing company, Inc, 2000, p.215.

(٢) محمد علي العامري. الأساسيات المعرفية للمستقبلية. مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية. المجلد العاشر. العدد ٣٤. تصدر عن عمادة كلية الإدارة والاقتصاد. جامعة بغداد. ٢٠٠٤. ص ١٣٧.

(٣) حسني علي خربوش وآخرون. مصدر سابق. ص ٢٢٧.

المبحث الرابع: مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية

كثيراً ما نسمع يومياً في نشرات القنوات الفضائية عن ارتفاع أو انخفاض في مؤشرات أسواق المال في العالم بشكل عام وفي الدول العربية خصوصاً، وفي الحقيقة إن معظم مؤشرات أسواق المال هي أرقام قياسية إحصائية تعكس أسعار أسهم مجموعة من الشركات المكونة لذلك المؤشر. ومؤشر السوق المالي يعكس الأداء العام للسوق المالي، ويعرف الأداء بشكل عام على أنه القيام بتنفيذ جزء من العمل أو كله وتحقيق النجاح فيه. ولأسواق الأوراق المالية مجموعة من المؤشرات (Indicators) التي تعبر عنها وتعكس أداءها في الوقت نفسه. وتعد هذه المؤشرات إحدى أهم الوسائل التي يسترشد بها المستثمرون في أسواق المال المحلية والدولية، لتوقيت قراراتهم الاستثمارية وتنفيذها. كذلك تُستخدم هذه المؤشرات على نحو متزايد في تقييم أداء سوق الأوراق المالية، ومعرفة اتجاهات الأداء فيها ومقارنته بأداء غيرها من الأسواق المالية، فضلاً على المعلومات التي توفرها هذه المؤشرات، والتي تستخدم في قياس مدى تحقيق السوق لأهدافها. ومن أهم المؤشرات التي يمكن أن تعبر عن درجة تقدم السوق المالية ونضوجها هي:-

أولاً: المؤشر العام لأسعار الأسهم



هو مؤشر إحصائي يُستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له^(١). ويُستخدم أيضاً كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية. وعادة ما يتألف المؤشر العام لأسعار الأسهم من مجموعة الأوراق المالية التي يعتقد أنها تعكس حالة السوق بأكملها، ومثال ذلك مؤشر (نيكاي Nikkei) الياباني، الذي يعد أهم مؤشر للأسهم الآسيوية على الإطلاق، إذ يتكون هذا المؤشر من أهم وأكبر (٢٢٥) شركة يابانية مدرجة ببورصة طوكيو للأوراق المالية تعكس مختلف القطاعات الاقتصادية في اليابان، ويتم حساب هذا المؤشر يومياً في جريدة «نايهن كايزي شيمبون» منذ عام (١٩٧١) وهو متوسط أسعار

(١) محمد إبراهيم الشبلي وطارق إبراهيم الشبلي. مقدمة في الأسواق المالية والنقدية. عمان، ٢٠٠٠، ص ١٤٨.

أسهم الشركات المذكورة أعلاه، ويتم تعديل مكوناته مرة واحدة سنوياً^(١). ويكتسب المؤشر العام لأسعار الأسهم أهمية كبيرة لمختلف المتعاملين في السوق المالية، إذ يمكن أن يعطي تلميحات مهمة عن السوق، الأمر الذي يساعد المستثمرين على تحديد قراراتهم الاستثمارية سواء بالنسبة للبيع أو للشراء، فضلاً على إمكانية استخدامه في معرفة التقييم الحقيقي للاستثمارات من خلال عمليات المقارنة بالسلاسل الزمنية. ويلاحظ أن لكل سوق مالية مؤشرها الخاص بها، من نحو مؤشر (ستاندر أند بور S&P 500)، ومؤشر (داو جونز Dow Jones) في سوق نيويورك للأوراق المالية، ومؤشر (نيكاي Nikkei) الياباني، ومؤشر (فاينانشيال تايمز FT 100) في سوق لندن للأوراق المالية، ومؤشر (كاك Cac) في سوق فرنسا للأوراق المالية^(٢). وهناك نوعين من المؤشرات، النوع الأول: مؤشرات تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل: مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJ 30)، ومؤشر ستاندر أند بور (S&P 500). والنوع الثاني: مؤشرات قطاعية تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع أو صناعة معينة ومنها على سبيل المثال: مؤشر داو جونز لصناعة النقل، أو مؤشر ستاندر أند بور لصناعة الخدمات العامة. ويبين الجدول (١) أبرز مؤشرات الأسواق المالية العالمية:

اسم المؤشر	الدولة	معلومات عن المؤشر
DOW JONES		مؤشر داو جونز الصناعي ويعرف أيضاً باسم داو ٣٠ هو مؤشر صناعي لـ ٣٠ من أكبر الشركات الصناعية الأمريكية في سوق الأوراق المالية، ويضم هذا المؤشر شركات صناعية كبيرة مثل شركة أي بي أم وشركة ميكروسوفت الشهيرة وشركة بوينج لصناعة الطائرات وشركة اتش بي لأجهزة الكمبيوتر وكوكاكولا ووالت ديزني وأمريكان اكسبريس أكبر منتج للبطاقات الائتمانية في الولايات المتحدة.
S&P 500		يحتوي مؤشر ستاندر أند بورز على أسعار أسهم خمس مائة شركة تمثل ٨٠٪ من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك. (٤٠٠ شركة صناعية، ٤٠ شركة منافع عامة، ٢٠ شركة نقل، ٤٠ شركة في مجال المال والبنوك والتأمين).
NASDAQ		يتألف مؤشر ناسداك من أكبر ١٠٠ شركة في الولايات المتحدة وأكثرها تداولاً والمدرجة في بورصة أسهم ناسداك. ويعكس هذا المؤشر شركات من مختلف المجموعات الصناعية الرئيسية، باستثناء تلك العاملة في صناعة الخدمات المالية مثل البنوك وشركات الاستثمار، منها شركات تجهيزات الحاسوب وبرامجه، والاتصالات، والتجارة، وشركات التكنولوجيا.

(١) عبد المجيد المهيلمي. مصدر سابق. ص ٢٩٥.

(٢) عماد محمد العاني. اندماج الأسواق المالية الدولية: أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي. بيت الحكمة. بغداد. ٢٠٠٢. ص ٥٧.

اسم المؤشر	الدولة	معلومات عن المؤشر
FTSE 100		هو مؤشر أسهم لأكثر من ١٠٠ شركة بريطانية مدرجة في بورصة لندن، ويعد هذا المؤشر الأشهر أوروبياً. ويحتوي على أسعار أسهم ١٠٠ شركة تمثل ٧٠٪ من إجمالي القيمة السوقية في بورصة لندن.
DAX INDEX		يعد DAX مؤشر سوق الأسهم الألماني للشركات ذات الدرجة الأولى ويتألف من تداولات أسهم أكبر من ٣٠ شركة ألمانية في بورصة فرانكفورت تمثل حوالي ٧٠٪ من القيمة السوقية للشركات الألمانية.
CAC 40		هو مؤشر إرشادي لسوق الأوراق المالية الفرنسي، حيث يمثل هذا المؤشر مقياس للقيمة السوقية لأكثر من ٤٠ سهماً للشركات الأكثر أهمية في بورصة باريس.
NIKKEI		مؤشر نيكاي هو مؤشر سوق الأسهم لبورصة طوكيو ويحتوي على ٢٢٥ سهماً ويمثل هذا المؤشر حوالي ٧٠٪ من القيمة السوقية لبورصة طوكيو للأوراق المالية وهو من أبرز المؤشرات الآسيوية.
Hang Seng		يقيس مؤشر هانغ سينغ قيمة أسعار الأسهم الرئيسية في بورصة هونغ كونغ وهو يركز على نشاط وأداء أكبر من ٥٠٠ شركة في الصين، حيث يضم هذا المؤشر القطاعات الرئيسية المكونة للاقتصاد كالقطاع المالي وقطاع العقار وقطاعات التجارة والصناعة فضلاً عن القطاع الخدمي ويعد مؤشر هانغ سينغ المؤشر الرئيس في بورصة هونغ كونغ. ومن بين أهم الشركات المدرجة أسهمها في هذا المؤشر شركة اتحاد مصرف هونغ كونغ وشنغهاي HSBC والبنوك الرئيسية كبنك الصين والبنك التجاري الصيني.

أما بالنسبة للأسواق المالية العربية فيمكن تقسيمها من حيث مؤشرات الأداء إلى مستويين رئيسيين يتضمن المستوى الأول الأسواق المالية ذات مستوى الأداء المالي العالي كسوق الكويت وسوق الأسهم السعودي وسوق الإمارات وسوق البحرين وسوق عُمان المالي، كونها تعود لبلدان نفطية غنية ذات دخول عالية، في حين تدرج باقي أسواق المال العربية ضمن مستوى الأداء المنخفض. وجدير بالذكر أن مؤشر سوق العراق للأوراق المالية لم يشهد تطوراً ينسجم مع الثروة النفطية للبلاد ويعود ذلك إلى الظروف الاستثنائية التي رافقت نشوء السوق المالي العراقي عام ١٩٩١، بدءاً بالحصار الاقتصادي ومروراً باحتلال العراق عام ٢٠٠٣ وما تلاه من تدهور أمني طال معظم الأنشطة الاقتصادية في البلاد، كما أن المعلومات عن مكونات ونشاط مؤشر سوق العراق للأوراق المالية مازالت شحيحة.

ثانياً: مؤشر القيمة السوقية

يُقصد بالقيمة السوقية أو رسملة السوق (Capitalization): مجموع متوسط أسعار الأسهم المدرجة في السوق في نهاية المدة (التي هي في الغالب سنة)^(١)، وتُقاس القيمة السوقية من خلال قسمة قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي^(٢). ويُستخدم مؤشر القيمة السوقية في قياس الحجم الكلي للسوق والذي يعد بدوره مقياساً مناسباً لقدرة الدولة على تحريك رأس المال وتنويع المخاطر على المستوى الكلي. كذلك ويُستخدم هذا المؤشر من لدن العديد من المراقبين للأسواق المالية، بوصفه مؤشراً لتطور نشاط السوق، فكلما ارتفعت القيمة السوقية دل ذلك على ارتفاع النشاط الاقتصادي، سواء من حيث زيادة عدد الأسهم المدرجة في السوق أو زيادة عدد الشركات المدرجة فيها، أو من حيث ارتفاع أسعار السوق الذي قد يكون انعكاساً لاتساع حجم المعاملات المالية في السوق، أو كليهما معاً^(٣).

ثالثاً: مؤشر حجم التداول

يمثل حجم التداول قيمة الأسهم التي يتم تداولها في قاعة السوق خلال مدة زمنية معينة، ويتم حساب هذا المؤشر من خلال قسمة قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق على الناتج المحلي الإجمالي^(٤). ويعد حجم التداول مؤشراً جيداً على مستوى نشاط السوق المالية ودرجة سيولتها، من خلال أخذ نسبته إلى الناتج المحلي الإجمالي^(٥). إذ إن حجم التداول يعطي تلميحات مهمة عن قوة السوق واحتمالات صعوده أو هبوطه في المستقبل. فعمليات البيع والشراء الكثيفة للأسهم في مدة معينة تولد حجماً كثيفاً من التداول، وينتج عن ذلك زيادة في الطلب على الأسهم في المدة ذاتها، ومن ثم فإن احتمال صعود الأسعار هي الخطوة التالية. ويعني ذلك تفاؤل المستثمرين، وإن تلك الاحتمالات هي التي تدفع المزيد من المستثمرين إلى دخول سوق الأوراق المالية ورفع الأسعار، أما إذا لم يكن هناك تداول كبير بالأسهم فإن ذلك يؤدي إلى قلق وتشاؤم المستثمرين، الذين سوف يتدافعون نحو تصفية مراكزهم الاستثمارية مما يسبب ضغطاً على الأسعار ومن ثم انخفاضها.

رابعاً: مؤشر معدل دوران

يبين مؤشر معدل دوران السهم القيمة الكلية للمعاملات في سوق الأوراق المالية مقسوماً على القيمة السوقية، ويُستخدم هذا المؤشر في الغالب مقياساً لانخفاض تكلفة المعاملات^(٦).

(١) المصدر السابق نفسه، ص ٦٠.

(٢) محمد الفينش (محرر)، القطاع المالي في البلدان العربية وتحديات المرحلة المقبلة، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، ٢٠٠٠، ص ١٨٥.

(٣) عماد محمد العاني، مصدر سابق، ص ٦١.

(٤) أميرة حسب الله محمد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٤، ص ٦٥.

(٥) عماد محمد العاني، مصدر سابق، ص ٦٧.

(٦) محمد الفينش، مصدر سابق، ص ١٨٩.

كذلك يكمل هذا المؤشر مؤشر القيمة السوقية في توضيح درجة نشاط السوق، إذ من الممكن أن تكون هناك سوق كبيرة ولكنها غير نشطة، إذا كانت رسملتها السوقية (قيمتها السوقية) كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض^(١). من جانب آخر فإن معدل دوران السهم يكمل مؤشر حجم التداول، ففي الوقت الذي يوضح فيه مؤشر حجم التداول حجم المعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة إلى حجم الاقتصاد الوطني، فإن معدل الدوران يقيس حجم المعاملات بالنسبة إلى حجم السوق.

خامساً: مؤشر عدد الشركات

يُقصد بهذا المؤشر عدد الشركات المدرجة في السوق المالية، التي يتم تداول أوراقها المالية في السوق المنظمة (البورصة). ويمكن استخدام مؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية بوصفه مؤشراً إضافياً للدلالة على حجم السوق. وغالباً ما تشير الزيادة في عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية إلى تطور السوق المالية في البلد^(٢)، غير أن هذا المؤشر يفقد أي دلالة إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية، فقد يكون عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كبيراً ولكن إجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير^(٣).

(١) أميرة حسب الله محمد، مصدر سابق، ص ١٦.

(٢) المصدر السابق نفسه، ص ٦٥.

(٣) عاطف وليم اندراوس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، ٢٠٠٥، ص ٩٥.

المبحث الخامس: سوق العراق للأوراق المالية*



أولاً: النشأة (سوق بغداد للأوراق المالية)

أسس سوق بغداد للأوراق المالية (سوق العراق حالياً) بموجب القانون المرقم (٢٤) لعام (١٩٩١) ويتضمن هذا القانون أحد عشر فصلاً واثنين وخمسين مادة^(١)، ووفقاً لهذا القانون يتم تداول الأسهم والسندات للشركات المساهمة العراقية وحوالات الخزانة العراقية والسندات الصادرة عن الحكومة العراقية ودوائرها وعن القطاع الاشتراكي المضمونة من قبل وزارة المالية، وأي أوراق مالية عراقية وغير عراقية يتقرر التداول بها^(٢). وقد افتتح سوق بغداد رسمياً في (١٩٩٢/٣/٢٣) ويتمتع السوق بالشخصية المعنوية والاستقلال المالي والإداري وهو مؤسسة ذات نفع عام لاتستهدف الربح.

كان تركيز السوق على الجانب التنظيمي بغية تحويل السوق من حالته غير المنظمة إلى سوق منظم متنوع فيه أدوات الاستثمار لجذب المدخرات من أجل دعم الاقتصاد الوطني، إلا أن تحويل تلك الأهداف إلى واقع ملموس اصطدم بالعديد من المعوقات، منها أن إنشاء السوق كان في بيئة اقتصادية غير ملائمة تعاني من تداعيات الحصار الاقتصادي.

وعلى الرغم من حداثة التجربة والظروف الاقتصادية الاستثنائية، فإن سوق بغداد للأوراق المالية شهد تطوراً إيجابياً ملحوظاً، إلا أن هذه الجهود بقيت قاصرة نتيجة معاناة سوق بغداد للأوراق المالية من بعض الظواهر السلبية وأهمها:

* لمزيد من الاطلاع حول تفاصيل نشأة وتطور سوق العراق للأوراق المالية ينظر:

-هديل فاضل شاكر. دور قطاع المصارف في أداء الأسواق المالية مع إشارة خاصة لسوق العراق للأوراق المالية. رسالة ماجستير. الجامعة المستنصرية. ٢٠١٣.

(١) خالد حسين الصواف. الأسواق المالية في أقطار عربية مختارة. مجلة كلية الحقوق. جامعة النهدين. المجلد (٦). العدد (٩) نيسان. ٢٠٠٤. ص ١٠٨.

(٢) وزارة المالية. النظام الداخلي لسوق بغداد للأوراق المالية.

١. انخفاض سيولة الأوراق المالية المدرجة في سوق بغداد المالي بسبب محدودية عدد المستثمرين العراقيين.
٢. ضعف المعلومات المتعلقة بتقويم الأداء بمنظار المخاطر والعائد معاً لأسهم الشركات المدرجة والمحافظ القطاعية المتنوعة.
٣. سيطرة عدد قليل من المستثمرين على التداول وتحديد الأسعار بالاعتماد على الشائعة والأساليب الأخرى التي تعتمد على العرض والطلب وعدم استطاعتها استقطاب صغار المدخرين.
٤. ضعف مساهمة سوق بغداد للأوراق المالية في تحقيق ونشر الوعي الادخاري والاستثماري في البلد بسبب تدهور الوضع الاقتصادي وانعدام الثقة بالوضع السياسي.
٥. عانى سوق بغداد من ظاهرة تذبذب أسعار الأسهم وبشكل حاد لسبب رئيس هو ضعف الوعي الاستثماري لدى المواطنين، وتعد هذه الظاهرة طبيعية تتعرض لها جميع الأسواق المالية في السنوات الأولى لنشاطها، وقد أسهم في بروز هذه الظاهرة - ظاهرة تضخم الأسعار - بمعدلات عالية وخلال مدة قصيرة أفرزتها ظروف الحصار الاقتصادي الذي تزامن مع بداية ممارسة السوق لنشاطه في عام (١٩٩٢).
٦. تشريع قانون السوق في ظروف اقتصادية غير طبيعية، فضلاً على حداثة التجربة، دفع المشرع إلى اعتماد مبدأ الحيطة والحذر في صياغة معظم مواد القانون.

ثانياً: افتتاح سوق العراق للأوراق المالية

افتتح سوق العراق للأوراق المالية أعماله رسمياً يوم (٢٤/٦/٢٠٠٤) وقد حل بديلاً عن سوق بغداد للأوراق المالية، ويعد سوق العراق مؤسسة ذات نفع عام لاتستهدف الربح في أعمالها، تموّل ذاتياً ويتولى إدارتها (مجلس المحافظين) الذي يمثل مختلف الشرائح الاقتصادية للقطاع الاستثماري في القطر، استناداً للمادة (٦) من القسم (٥) من القانون (٧٤) أجاز سوق العراق للأوراق المالية عمل الوسطاء المعتمدين والمجازين من قبل سوق بغداد للأوراق المالية المنحل ولمن كان منهم وسيطاً في (١٩/٣/٢٠٠٣)^(١)، وبلغ عدد شركات ومكاتب الوساطة (٥١) شركة ومكتب منها (٢٩) شركة وساطة محدودة و(٢٢) مصرفاً منها (٥) مصارف حكومية و(١٧) مصرفاً غير حكومي، وقد قبلت للتداول في سوق الأوراق المالية أسهم الشركات المساهمة العراقية التي كانت مُدرجة في سوق بغداد المنحل والمستوفية لشروط الإدراج كما حددها قانون السوق وكذلك الشركات المساهمة الجديدة التي لم تكن مُدرجة سابقاً في سوق بغداد بعد استحصال موافقة هيئة الأوراق المالية العراقية على إدراجها. ووسيتم توضيح أهداف وتنظيم سوق العراق للأوراق المالية كما يأتي^(٢):

(١) وزارة المالية. النظام الداخلي لسوق بغداد للأوراق المالية.

(٢) سوق العراق للأوراق المالية. التقرير السنوي الثالث. مطبعة الكتاب. بغداد. ٢٠٠٦. ص٧.

١ - تنظيم سوق العراق للأوراق المالية

- أ. يكون المركز الرئيس للسوق في بغداد وله الحق في فتح فروع له في مدن عراقية أخرى.
- ب. تكون مسؤولية السوق محدودة بالأصول المملوكة لها ولا تشمل الأصول المملوكة للأعضاء.
- ج. للسوق شخصية معنوية مستقلة مالياً وإدارياً عن الحكومة ووزارة المالية.
- د. للسوق الحق في رفع دعاوى أمام المحاكم أو الهيئات التحقيقية أو أمام أي سلطة أخرى على أن يمثل بواسطة رئيس مجلس المحافظين أو بواسطة شخص مخول من قبله.
- هـ. السوق مؤسسة منظمة تنظيمياً ذاتياً لاتستهدف الربح وتعود ملكيتها للأعضاء، تكون تعاملاته التجارية مشتركة مع الآخرين ولا تتناقض مع القانون المؤقت والدائم والنظام الداخلي والتعليمات الأخرى للسوق أو الهيئة.

٢ - أهداف سوق العراق للأوراق المالية

- أ. تنظيم الشركات المدرجة في السوق بطريقة تتناسب مع هدف حماية وتعزيز ثقة المستثمرين به.
 - ب. تنظيم وتبسيط تعاملات الأوراق المالية بصوره عادلة وفعالة ومنتظمة.
 - ج. تنظيم تعاملات أعضائه بكل ما له صلة بشراء وبيع الأوراق المالية وتحديد حقوق والتزامات الأطراف ووسائل حماية مصالحهم المشروعة.
 - د. مساعدة الشركات المدرجة في زيادة رؤوس الأموال اللازمة للاستثمار بما يخدم الاقتصاد الوطني.
 - هـ. توعية المستثمرين بشأن الاستثمار في السوق.
 - و. جمع وتحليل البيانات ونشر الإحصاءات والمعلومات الضرورية لتحقيق الأهداف.
 - ز. التواصل مع أسواق الأوراق المالية في العالم العربي والأسواق العالمية بهدف تطوير السوق.
- وتشمل الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية على قطاعات المصارف والتأمين والاستثمار والخدماتية والشركات الصناعية والفنادق والشركات الزراعية، ويبلغ عدد كافة هذه الشركات حتى نيسان من العام ٢٠١٢ (٨٧) شركة^(١)، كما هو مبين في مخطط (٣):

(١) أديب فاسم شندي. الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية. وقائع مؤتمر كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة. ٢٠١٣. ص ١١٣.

مخطط (٣)

دليل الشركات في سوق العراق للأوراق المالية



ثالثاً: عقبات تطور سوق العراق للأوراق المالية

يواجه عمل سوق العراق للأوراق المالية عدداً من الصعوبات والمعوقات أهمها^(١):

١. تخلف بعض التشريعات المنظمة لعمل الشركات العاملة في سوق العراق للأوراق المالية مما يتطلب تحديثها لتواكب توجه الاقتصاد العراقي نحو اقتصاد السوق من جانب والتشريعات القائمة في الأسواق المالية العربية من جانب آخر.
٢. ضعف وسائل وإجراءات الرقابة الفعالة التي تضمن توفير حدٍّ أدنى من الإفصاح والشفافية للمتعاملين.
٣. عدم توفير الحماية القانونية الكافية لكسب ثقة المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال من العراقيين والأجانب للمشاركة الفاعلة في هذه الأسواق.
٤. ضعف قاعدة البيانات أو محدوديتها لدى بعض الشركات مما لايساعد المستثمر في اتخاذ القرار الاستثماري السريع والمأمون.
٥. افتقار السوق إلى مؤسسات الوساطة المالية والشركات منشطة السوق قياساً بالحاجة الفعلية لها.
٦. افتقار السوق إلى المؤسسات المختصة بتقييم أداء الشركات المقرضة أو المقترضة، أو المطروحة أسهمها في السوق.

رابعاً: سبل النهوض بأداء سوق العراق للأوراق المالية

للارتقاء بأداء سوق العراق للأوراق المالية وتمكينها من حشد المدخرات الداخلية وجذب الاستثمارات الخارجية يمكن بلورة مجموعة من المقترحات أهمها:

المقترح الأول: ضرورة معالجة أوجه القصور في مجال نقص المعلومات وعناصر الشفافية والإفصاح المالي وأساليب ونظم الإدارة المالية مع الاستمرار في العمل على تطوير واستكمال تنظيم الأطر القانونية والمؤسسية للسوق وإيجاد ودعم المؤسسات وأدوات التعامل الحديثة من خلال^(٢):

١. إصدار القوانين والتشريعات التي تعزز الدور الرقابي للسوق وذلك بفصل الجهاز المعني بإصدار الأحكام والقواعد التي تنظم إصدار وتداول الأوراق المالية عن الجهاز الذي يتولى إدارة السوق من ناحية، وعن الجهاز الذي يتولى تسجيل وتحويل عقود شراء وبيع الأوراق المالية المتداولة وحفظ سجلات ووثائق الملكية من ناحية أخرى.

(١) وليد عبيد عبد النبي. السوق المالية في العراق الواقع والتطورات المستقبلية. بحث منشور على موقع البنك المركزي العراقي. للمزيد ينظر: <http://www.cbi.iq>.

(٢) فلاح خلف الربيعي. سوق العراق للأوراق المالية الواقع والآفاق المستقبلية. شبكة الانترنت - الحوار العدد ٢٢٢٦، ٢٠٠٨ / ٣ / ٢٠.

٢. تعزيز الشفافية والإفصاح بما يتلاءم مع المعايير الدولية بإصدار نشرات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق وقرارات مجلس الإدارة ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، والتوجه نحو نشر تلك البيانات من خلال شبكة الانترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة فيها. وإلزام الشركات المساهمة بتقديم تقارير ربع ونصف سنوية.
٣. تطوير دور المستثمر وزيادة الأدوات الاستثمارية باتخاذ الإجراءات الكفيلة بتشجيع الادخار طويل الأجل وإحداث حسابات ادخار من الأسهم المدرجة في الأسواق تتمتع بتخفيض الضرائب على الأرباح، على أن يتم السماح لشركات التأمين بالتعامل في هذه الأسواق، مع التشجيع على زيادة الأدوات والبدائل الاستثمارية المتاحة للمستثمرين كالسندات القابلة للتحويل إلى أسهم وصناديق الاستثمار.
٤. تعديل الأنظمة الضريبية بإدخال تعديلات واسعة على الأنظمة الضريبية المتبعة بهدف إيجاد الحوافز اللازمة لتشجيع التعامل بالأوراق المالية من ناحية، وجذب الاستثمارات الأجنبية من ناحية أخرى، والعمل على تخفيض أو إلغاء الضرائب على العوائد الجارية والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية.
٥. تطوير أنظمة التداول والمقاصة والتسوية باستخدام أنظمة التداول الالكتروني لرفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين، وإدخال خدمة التداول عن بعد وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق. أما بالنسبة لأنظمة التسوية والحفظ المركزي فينبغي إنشاء مركز للإيداع والحفظ المركزي يتميز بالكفاءة ويعمل بصورة مستقلة عن السوق، ويقوم بمزاولة تسجيل ونقل الملكية بين الوسطاء الماليين.

المقترح الثاني: عمل خطة إعلامية للتعريف بفرص ومزايا الاستثمار المالي في العراق من خلال:-

١. تطوير الموقع الالكتروني للسوق ليخدم عملية الترويج للشركات المساهمة ونشر بيانات كافية وسهلة الاستقرار بعدة لغات فضلاً على ما يتم نشره عند الدعوة للاكتتاب في إصدارات جديدة من الأسهم وبحيث تشمل نشرة الاكتتاب على كل ما يهم المستثمر ويساعده على اتخاذ القرار المناسب له.
٢. توفير البيانات الدورية عن أنشطة الشركات وبصفة خاصة الميزانية السنوية وحساب الأرباح والخسائر والتوزيعات وتقارير مجالس الإدارة.
٣. إقامة الندوات واللقاءات للتعريف بأهمية الاستثمار بالشركات المساهمة من خلال سوق الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.
٤. تشجيع إنشاء نوادي الاستثمار التي تساهم في زيادة الوعي الاستثماري وزيادة الوعي الادخاري.

المقترح الثالث: تنشيط سوق الأسهم من خلال ما يأتي:

١. التوسع في إصدار الأسهم العادية والممتازة.
٢. تشجيع إنشاء صناديق الاستثمار التي تمكن صغار المدخرين من بناء محفظة استثمارية تتوافر فيها جميع متطلبات التنوع بما يتلاءم مع المستثمر الصغير، كما يمكن للشركات الكبيرة والحكومة المشاركة في مثل هذه الصناديق.

المقترح الرابع: تنشيط سوق السندات من خلال ما يأتي:

١. ربط تمويل العجز في الموازنة العامة بتطوير سوق الأوراق المالية وذلك باقتصار التمويل على إصدار السندات والأذون ذات الأجل المختلفة وبأسعار فائدة سوقية مناسبة وطرحها للاكتتاب العام.
٢. طرح سندات طويلة الأجل لتمويل مشروعات البنية التحتية بدلاً من الاعتماد في تمويلها على الموازنة العامة للدولة.
٣. تشجيع الشركات المساهمة بإصدار السندات التي تتفق واحتياجاتها التمويلية.
٤. الاهتمام بإصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم إذا ما رغب حامل السند في ذلك.
٥. دراسة إمكانية إصدار سندات يرتبط عائدها بمعدلات التضخم لتغطية الانخفاض في القوة الشرائية للأموال المستثمرة في السندات.
٦. التشجيع على إصدار بعض أنواع السندات المضمونة بالأصول الثابتة أو الرهن العقاري.
٧. الاهتمام بإصدار السندات بالعملات الأجنبية لجذب رؤوس الأموال الأجنبية.

الخاتمة

تشكل الأسواق المالية جسراً لتمويل التنمية الاقتصادية كونها تربط بين المدخرين من جهة والمستثمرين من جهة أخرى، وقد زاد الانفتاح الاقتصادي والمالي من أهمية الأسواق المالية في توثيق الترابط المالي بين مختلف بلدان العالم. مع ذلك، أفصحت العديد من الدراسات والبحوث عن دور هذه الأسواق في حدوث الأزمات المالية، من نحو أزمة سوق المناخ في الكويت عام ١٩٨٢ بسبب غياب الرقابة الرسمية الفعالة للدولة، وأزمة جنوب شرق آسيا عام ١٩٩٧، والأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨، والتي انتشرت إلى معظم بلدان العالم بفعل اندماج الأسواق المالية والتشابك الاقتصادي والمالي الذي أفرزته العولمة الاقتصادية. ويأتي تناول موضوع الأسواق المالية من حيث المفهوم والأدوات والأهمية في سياق تبصير القارئ بآليات عمل النظام الاقتصادي العالمي الجديد الذي يركز بشكل أساسي على نشاط المؤسسات المالية والمصرفية، كما يهدف التعريف بالأسواق المالية في سلسلة قضايا استراتيجية إلى بناء منصة تعين القارئ على فهم واستيعاب مجموعة من المواضيع الاقتصادية الساخنة والمعاصرة، منها تكرار الأزمات المالية وانتشارها عالمياً والتي سيشار لها في الإصدارات القادمة من سلسلة كراسات استراتيجية.

المصادر

المصادر العربية

١. أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، جامعة القاهرة، مصر، ١٩٩٨. محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان ٢٠٠٥.
٢. أديب قاسم شندي، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية، وقائع مؤتمر كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، ٢٠١٣.
٣. أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سليم، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٤.
٤. أنطوان ناشف و خليل هندي، العمليات المصرفية والسوق المالية، ج٢، المؤسسة الحديثة للكتاب، بيروت، ٢٠٠٠.
٥. جميل سالم الزيدانين، أساسيات في الجهاز المالي: المنظور العلمي، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، ١٩٩٩.
٦. حسني علي خربوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، دار زهران للنشر والتوزيع، عمان، ١٩٩٦.
٧. خالد حسين الصواف، أسواق المالية في أقطار عربية مختارة، مجلة كلية الحقوق، جامعة النهدين، المجلد (٦)، العدد (٩) / نيسان، ٢٠٠٤.
٨. خالد وهيب الراوي، الاستثمار: مفاهيم - تحليل - استراتيجية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، ١٩٩٩.
٩. رسمية أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعنز للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٥.
١٠. رمضان على الشراح ومحروس أحمد حسن، الاستثمار: النظرية والتطبيق، ط٢، الكويت، ١٩٩٩.
١١. سعيد النجار، السياسات المالية وأسواق المال العربية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، ١٩٩٤.
١٢. سلطة الائتلاف المؤقتة، القانون المؤقت لأسواق الأوراق المالية، رقم (٧٤) لعام (٢٠٠٤).
١٣. سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي الثالث، مطبعة الكتاب، بغداد، ٢٠٠٦.
١٤. سيف سعيد سويدي، النقود والبنوك، ط٣، دار الكتب القطرية، ٢٠٠٢.
١٥. صلاح الدين السيسي، قضايا اقتصادية معاصرة: دراسات نظرية وتطبيقية، مكتبة دار الآداب، دولة

الإمارات العربية المتحدة، ١٩٩٨.

١٦. عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٥.
١٧. عبد الغفار حنفي، البورصات: أسهم- سندات - وثائق استثمار- خيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٤.
١٨. عبد الله طاهر وموفق على خليل، النقود والبنوك والمؤسسات المالية، دار يزيد للطباعة والنشر، عمان، ٢٠٠٤.
١٩. عبد المجيد المهيلمي، التحليل الفني للأسواق المالية، ط٢، البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، ٢٠٠٤.
٢٠. عبد النافع عبد الله وغازي توفيق فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠١.
٢١. عماد صالح سلام، البنوك العربية والكفاءة الاستثمارية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، ٢٠٠٤.
٢٢. غالب عوض الرفاعي وعبد الحفيظ بلعربي، اقتصاديات النقود والبنوك، ج١، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٢.
٢٣. ماهر كنج شكري ومروان عوض، المالية الدولية : العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، معهد الدراسات المصرفية، عمان، ٢٠٠٤.
٢٤. محمد علي العامري، الأساسيات المعرفية للمستقبلات، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد العاشر، العدد ٣٤، تصدر عن عمادة كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد، ٢٠٠٤.
٢٥. محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان ٢٠٠٥.
٢٦. محمد يسر برنيه، تطوير أسواق الأوراق المالية الحكومية في الدول العربية ودور السلطات النقدية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، ٢٠٠٤.
٢٧. محمد يوسف ياسين، البورصة: عمليات البورصة- تنازع القوانين- اختصاص المحاكم، منشورات الحلبي الحقوقية، دمشق، ٢٠٠٤.
٢٨. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية: مؤسسات - أوراق- بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، ٢٠٠٥.
٢٩. منير إبراهيم الهندي، أدوات الاستثمار في سوق رأس المال والأوراق المالية وصناديق الاستثمار، منشورات المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، عمان، ١٩٩٣.
٣٠. منير إبراهيم الهندي، الأسواق الحاضرة والمستقبلية: أسواق الأوراق المالية وأسواق الاستثمار وأسواق العقود المستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، عمان، ١٩٩٤.

٣١. ناظم محمد الشمري وآخرون، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، ١٩٩٩.

٣٢. هديل فاضل شاكر، دور قطاع المصارف في أداء الأسواق المالية مع إشارة خاصة لسوق العراق للأوراق المالية، رسالة ماجستير، الجامعة المستنصرية، ٢٠١٣.

الانترنت

١. حسام الدين محمد، الوظائف الاقتصادية للبورصة، ٢٠٠٤/٤/٣، انترنت:

<http://www.siironline.org/alabwab/edare-%20eqtesad%2827%29/739.htm>

٢. فلاح خلف الربيعي / سوق العراق للأوراق المالية الواقع والآفاق المستقبلية، شبكة الانترنت - الحوار العدد ٢٢٢٦، ٢٠٠٨ / ٣/٢٠.

٣. وليد عيدي عبد النبي، السوق المالية في العراق الواقع والتطورات المستقبلية، بحث منشور على موقع البنك المركزي العراقي، للمزيد يُنظر:

<http://www.cbi.iq/index.php?pid=Publications&lang=ar>

المصادر الأجنبية

1. Anthony Saunders and Marcia Cornetl Financial Markets and Institution , A modern Perspective , N.C Grew-Hill , Higher Education , N.Y, 2001.
2. David Kidwll , Richard Peterson and David Richard , Financial Institutions , Markets and Money , 7th edition , Harcourt college , publisher , USA, 2000.
3. Jeff Madara , Financial Markets and Institutions , 3rd ed , west publishing , 1995.
4. Mahmod Noor and Adnan Al-Nami ,Financial and Bunking , dar al- Massira , Oman, 2003.
5. Mark Hirschey , Investments: Theory and Applications , Harcourt ,Inc ,2001.
6. Peters. Rose , Money and capital Markets , 8th edition , McGraw – Hill , Inc, USA , 2003.
7. R.Glenn Hubbar, Money, The Financial System and The Economy , 3rd ed, Addison - Wesley publishing company,Inc,2000.
8. Robert D.Auerbach , Money Banking and Financial Markets , Macmillan Publishing , Inc,USA,1982.



لملاحظاتكم واستفساراتكم يرجى الاتصال بإدارة الإعلام

Tel: (00964) 7800168889

عنوان البريد الإلكتروني

info@kerbalacss.uokerbala.edu.iq

موقعنا على الإنترنت

kerbalacss.uokerbala.edu.iq