

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

République Algérienne Démocratique et Populaire

Ministère de l'Enseignement Supérieur
et de la Recherche Scientifique
Centre Universitaire Nour Bachir El Bayadh
Institut des Sciences Economiques,
Commerciales et des Sciences de Gestion



وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
المركز الجامعي نور البشير – البيض –
معهد العلوم الإقتصادية، التجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الإقتصادية

مذكرة بعنوان:

اثر تقلبات سعر الصرف على القيمة السوقية للاصول المالية
دراسة حالة سوق التداول – السعودية-

مقدمة نيل شهادة ماستر اكايمي في العلوم الإقتصادية، تخصص: اقتصاد كمي

إشراف الاستاذ:

د. حفيظ إلياس

إعداد الطالب:

بلقادي زكرياء

تناقش امام السادة الاتية اسماوهم :

رئيسا	المركز الجامعي – البيض-	أستاذ محاضر	د. حمزة علي
مشرفا و مقررا	المركز الجامعي – البيض-	أستاذ محاضر	د.حفيظ إلياس
مناقشا	المركز الجامعي – البيض-	أستاذ محاضر	د.معروف جيلالي

الموسم الجامعي:

2023 / 2022

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

تهدف هذه الدراسة إلى البحث في أثر تقلبات سعر الصرف على القيمة السوقية للاصول المالية لسوق التداول السعودي، حيث يعد سوق التداول السعودي أحد أكبر أسواق الأسهم في المنطقة، وهو محور رئيسي للاقتصاد السعودي. أظهرت الدراسة وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم وأداء الأسهم في السوق، حيث يمكن ملاحظة تأثير انخفاض معدل التضخم على تحسن أداء الأسهم، وعلى العكس يمكن أن يؤثر ارتفاع معدل التضخم على أداء الأسهم بشكل سلبي. وتتأثر السوق المالية السعودية بعدة عوامل، من بينها النفقات الحكومية، معدل التضخم، أداء الاقتصاد، وسياسة النقد، مما يشترط فهمًا جيدًا للعوامل التي تؤثر عليها لاتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة وتقليل المخاطر المحتملة. يمكن للتحويلات الاقتصادية المتغيرة في المملكة والتحفيزات التي يبديها المستثمرون إزاء النفقات الحكومية الكبيرة أن تؤثر على قيمة الأسهم في الفترة المدروسة. يتأثر سوق التداول السعودي بشكل كبير بتغيرات سعر صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية، وخاصة الدولار الأمريكي، مما يؤدي إلى زيادة جاذبيته للمستثمرين الأجانب عندما ينخفض سعر صرف الريال السعودي. ويمكن استخدام بعض الأدوات المالية، مثل العقود الآجلة والخيارات، للحد من تأثير تقلبات سعر الصرف على سوق التداول السعودي، وذلك عن طريق تحديد سعر محدد للصرف في وقت معين.

كلمات مفتاحية

سعر الصرف - اصول مالية - سوق التداول - استثمار - السعودية

Abstract

The aim of this study is to investigate the impact of exchange rate fluctuations on the market value of financial assets in the Saudi stock market, as the Saudi stock market is one of the largest stock markets in the region and a key driver of the Saudi economy. The study reveals an inverse relationship between inflation rate and stock performance in the market, where a decrease in the inflation rate is observed to improve stock performance, while an increase in the inflation rate can negatively affect stock performance. The Saudi financial market is influenced by several factors, including government spending, inflation rate, economic performance, and monetary policy. Understanding these factors is crucial for making informed investment decisions and reducing potential risks. The changing economic conditions in the Kingdom and investors' concerns about high government spending can impact the value of stocks during the study period. The Saudi stock market is significantly affected by changes in the exchange rate of the local currency against foreign currencies, especially the US dollar, which increases its attractiveness to foreign investors when the Saudi riyal depreciates. Some financial instruments, such as futures contracts and options, can be used to mitigate the impact of exchange rate fluctuations on the Saudi stock market by establishing a specific exchange rate at a certain time.

Keywords :

Exchange rate - Financial assets - Trading market - Investment - Saudi Arabia.

كلمة الشكر و الأهداء

شكر و تقدير

أقدم بشكري وتقديري إلى الأستاذ الدكتور حفيظ الياس
على قبوله الاشراف على هذه المذكرة.
كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى السادة الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على
قبولهم مناقشة وإثراء هذا البحث بملاحظاتهم القيمة.

الإهداء

اهدي هذا البحث الى عائلتي و اصدقائي.

الفهرس العام

الصفحة	المحتوى
أ - د	المقدمة العامة
❖ الفصل الاول : سعر الصرف - مقارنة نظرية -	
1	تمهيد
2	• المبحث الاول : مفاهيم اساسية حول الصرف
3-2	المطلب الاول : مفهوم سعر الصرف
5-3	المطلب الثاني : انواع سعر الصرف
11-5	المطلب الثالث : العوامل المؤثرة في سعر الصرف و مخاطر تقلباته و طرق تغطيتها
13-11	المطلب الرابع : كيفية تحديد سعر الصرف
13	• المبحث الثاني : نظريات و انظمة سعر الصرف
17-13	المطلب الاول : النظريات المفسرة لاسعار الصرف
18-17	المطلب الثاني : تقييم نظريات سعر الصرف
23-18	المطلب الثالث : انظمة سعر الصرف
23	• المبحث الثالث : تنظيم سوق الصرف الاجنبي
26-23	المطلب الاول : مفهوم سوق الصرف
29-26	المطلب الثاني : العمليات و المتدخلين في سوق الصرف
30-29	المطلب الثالث : الاسواق الدولية لاسعار الصرف و اهم العملات المتداولة فيها
29	• المبحث الرابع : سياسات اسعار الصرف و اهدافها
30-29	المطلب الاول : مفهوم السياسة الاقتصادية و انواعها
32-31	المطلب الثاني : مفهوم سياسة سعر الصرف
35-32	المطلب الثالث : أنواع سياسات سعر الصرف وأدواتها
36	خلاصة الفصل الاول
❖ الفصل الثاني الاصول المالية	
37	تمهيد
38	• المبحث الاول : الاسهم
39-38	المطلب الاول : الاسهم تعريفها و خصائصها
44-39	المطلب الثاني : أنواع الأسهم
46-44	المطلب الثالث : مداخل قياس القيمة للاسهم
46	• المبحث الثاني : السندات

47-46	المطلب الاول : تعريف السندات
49-47	الطلب الثاني : خصائص السندات
50-49	المطلب الثالث : طرق السداد للسندات
50	• المبحث الثالث : المشتقات المالية
51	المطلب الاول: ماهي المشتقات المالية
55 -51	المطلب الثاني: انواع عقود المشتقات المالية
55-51	المطلب الثالث : الاهمية الاقتصادية لعقود المشتقات المالية و اهداف استخدامها
56	• المبحث الرابع : نماذج تقييم و قياس القيمة السوقية للاصول المالية
58-56	المطلب الاول : نموذج العائد المتوقع
59-58	المطلب الثاني : نموذج القيمة الحالية الصافية
60	المطلب الثالث : نموذج المخاطر و العائد
61	خلاصة الفصل الثاني
❖ الفصل الثالث دراسة حالة سوق التداول – السعودية-	
63	تمهيد
63	• المبحث الاول : تنظيم السوق المالية السعودي
72-63	المطلب الاول : التعريف بالسوق المالية السعودية
77-72	المطلب الثاني : المؤشر العام لسوق الاسهم السعودية
77	المطلب الثالث : عوامل تحديد أسعار الأصول المالية في السوق المالية السعودية
77	• المبحث الثاني : التداول الالكتروني في السوق السعودي
80-77	المطلب الاول : الانظمة المستعملة للتداول في السعودية
83-80	المطلب الثاني : قواعد نظام التداول الالكتروني في السوق السعودية
83	• المبحث الثالث : تأثير المؤشرات النقدية و المالية على سوق التداول السعودي
87-83	المطلب الاول : تأثير المؤثرات النقدية على سوق التداول السعودي
92-87	المطلب الثاني : تأثير المؤثرات المالية على سوق التداول السعودي
93	خلاصة الفصل الثالث
96-94	الخاتمة العامة
104-97	قائمة المراجع
107-105	الملاحق

فهرس

الجداول و الأشكال

فهرس الجداول

الصفحة	المحتوى
42	جدول (02- 01): تصنيفات الأسهم العادية أستنادا إلى تحليل و تقييم المؤشرات المالية للمؤسسة
64	الجدول رقم (3-1): عدد الاسهم المتداولة للقطاعات لعام 2022
67-66	الجدول رقم (3-2): الشركات الاكثر ارتفاعا خلال عام 2022.
68-67	الجدول رقم (3-3): الشركات الاكثر انخفاضًا خلال عام 2022.
68	الجدول رقم (3-4): مفارقة بين السوق الرئيسية و نمو – السوق الموازية في الربع الاول 2022
70-69	الجدول رقم (3-5): قيم التداول في السوق السعودي خلال عام 2022 (مليار ريال)
70	الجدول رقم (3-6): الصكوك والسندات – نظرة عامة على الربع الاول 2022
71	الجدول رقم (3-7): نسبة التغير في الربع الاول 2022 مقارنة بالربع الرابع 2021
71	الجدول رقم (3-8): احصائيات تداول المشتقات الشهرية – الربع الاول 2022
72	الجدول رقم (3-9): مقارنة اداء جميع قطاعات السوق السعودي بين سنة 2020 و 2021.
74-73	الجدول رقم (3-10): أداء مؤشر السوق السعودي السنوي منذ عام 2011
75-74	الجدول رقم (3-11): أداء مؤشر السوق السعودي الشهري لسنة 2022.
75	الجدول رقم (3-12): تفاصيل اداء المؤشر
79	الجدول رقم (3-13): يمثل الجدول اهم مؤشرات سوق التداول في السعودية لسنة 2022
82	الجدول رقم (3-14): وحدة تغير السعر

فهرس الأشكال

الصفحة	المحتوى
45	الشكل رقم (02-01): آلية تحديد السهم
66	الشكل رقم (3-1): الهيكل التنظيمي للأسهم في السعودية
74	الشكل رقم (3-2): أداء مؤشر السوق السعودي السنوي منذ عام 2011 الى 2021
80	الشكل رقم (3-3): عدد تنبيهات نظام الرقابة الإلكتروني وعمليات البحث المكثف لحالات صدرت تنبيهات عليها وحالات الاشتباه في مخالفات لنظام السوق المالية السعودية ولوائحه التنفيذية في عام 2022
84	الشكل رقم (3-4): دراسة معدل التضخم مقابل سعر الصرف و نسبة تغيير المؤشر العام لأسعار الاسهم
85	الشكل رقم (3-5): دراسة الاسهم المتداولة في الفترة 2011 الى 2021
86	الشكل رقم (3-6): دراسة تأثير سعر الفائدة على الاستثمار الاجنبي (رؤوس الاموال) في السوق المالية السعودية
87	الشكل رقم (3-7): تأثير عرض النقود على سعر الصرف و قيمة الاسهم المتداولة
88	الشكل رقم (3-8): الانفاق الحكومي للمملكة السعودية خلال الفترة الممتدة من 2011 الى 2021
89	الشكل رقم (3-9): علاقة الانفاق الحكومي بالارادات و سوق المالية السعودية
91	الشكل رقم (3-11): علاقة الارادات العامة و المؤشر العام للاسهم TASI
92	الشكل رقم (12-3): تأثير الارادات النفطية على قيمة الاسهم المتداولة و قيمة الاسهم المصدرة

المقدمة العامة

1- تمهيد

لقد أدى النمو المطرد في التجارة الدولية خلال العشريتين القليلة الماضية وتشابك العلاقات الاقتصادية والتجارية بين مختلف الدول والتكتلات الإقليمية والدولية بفعل الانفتاح الاقتصادي ورفع الحواجز أمام حركة السلع والخدمات الأجنبية، وكذا تحرير صناعة الخدمات المالية في إطار العولمة المالية إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود، الأمر الذي جعل أسعار صرف العملات من أهم وأدق المواضيع التي استحوذت على اهتمام الأكاديميين والمستثمرين ومتخذي القرارات على حد سواء. فسعر الصرف Exchange Rate مهم بالنسبة لأي اقتصاد وذلك لعلاقته المباشرة بالصادرات والواردات وحركة رؤوس الأموال، أي بالتجارة الخارجية والمعاملات المالية مع العالم الخارجي لأي بلد. وعليه إذا ارتفع أو انخفض سعر صرف العملة الوطنية مقارنة بالعملات الأجنبية، انعكس ذلك مباشرة على تكاليف السلع والخدمات المستوردة والمصدرة وبالتالي على مستوى الأسعار، الشيء الذي يؤثر على تنافسية الاقتصاد ككل.

تقلبات سعر الصرف هي عبارة عن تغيرات في قيمة العملة الوطنية مقارنة بالعملات الأخرى. وتؤثر هذه التقلبات بشكل مباشر على قيم الأصول المالية، وعلى وجه الخصوص على الأسهم والسندات والصناديق المتداولة في البورصات. في حالة ارتفاع قيمة العملة الوطنية مقارنة بالعملات الأخرى، فإن قيمة الأصول المالية التي يتم تداولها في البورصات تنخفض بشكل عام. وذلك لأن الأصول المالية تقوم على العملات المختلفة، وبالتالي فإن ارتفاع قيمة العملة الوطنية يؤدي إلى تخفيض قيمة الأصول المالية.

على الجانب الآخر، في حالة انخفاض قيمة العملة الوطنية مقارنة بالعملات الأخرى، فإن قيمة الأصول المالية ترتفع بشكل عام. وذلك لأن الأصول المالية تكون أرخص في العملة الوطنية المنخفضة القيمة، وبالتالي يصبح من الأرخص للمستثمرين الأجانب شراء الأصول المالية في العملة المنخفضة القيمة.

وفيما يتعلق بسوق التداول السعودي، فهو يعد واحدًا من أكبر أسواق الأسهم في المنطقة العربية. يتميز هذا السوق بالتنوع الاقتصادي الذي يشمل العديد من القطاعات الاقتصادية المختلفة مثل البتروكيماوية والصناعة والخدمات المالية والتجارية، ويعد مؤشر السوق السعودي (تاسي) هو المؤشر الرئيسي لحركة الأسهم في السوق. وتتأثر قيمة الأصول المالية في سوق الأسهم السعودي بتغيرات سعر الصرف بسبب العلاقة الوثيقة بين العملات المختلفة وقيمة الأصول. فعند ارتفاع قيمة العملة المحلية، ينخفض سعر الأصول المالية بالعملة الأجنبية، وبالعكس عند انخفاض قيمة العملة المحلية، يرتفع سعر الأصول المالية بالعملة الأجنبية. فعلى سبيل المثال، تؤثر تقلبات سعر الصرف على أرباح الشركات المصدرة للنفط والمشتقات البترولية، وهذا يؤدي إلى تأثير سلبي على قيمة أسهمها في السوق. كما يؤثر تقلب سعر الصرف على قيمة الاستثمارات الأجنبية في السوق السعودي، وهذا يؤدي إلى تأثير غير مباشر على قيمة الأصول المالية في السوق.

وبشكل عام، يمكن القول أن تقلبات سعر الصرف تؤثر بشكل كبير على قيم الأصول المالية، وتعتبر من المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون في الأسواق المالية. ولذلك، يجب على المستثمرين أن يكونوا حذرين ويتبعوا استراتيجيات استثمارية متنوعة ومدروسة لتقليل مخاطرهم في حالة حدوث تقلبات في سعر الصرف وهذا ما تهدف الي التعرف عليه هذه الدراسة.

1- مشكلة الدراسة :

ان دراسة تقلبات سعر الصرف و اثر ذلك على الاصول المالية لسوق التداول – السعودية - هو موضوع بحثي و لتدعيم هذه الدراسة و إبراز مكانتها العلمية نقوم بطرح التساؤل التالي:

- كيف يؤثر تقلب سعر الصرف على قيمة الأصول المالية في سوق تداول السعودية؟ ان معالجة موضوع تأثير سعر الصرف على القيمة السوقية للأصول المالية يفتح المجال لطرح التساؤلات التالية:
- ما المقصود بسعر الصرف؟ ماهي اهم النظريات المحددة له؟

المقدمة العامة

- ما المقصود بالقيمة السوقية للاصول المالية؟ و ماهي العوامل المؤثرة عليها؟ ما نتائج تأثير سعر الصرف على الاصول المالية؟
- ما هي العوامل التي تؤثر على تقلبات سعر الصرف في الاقتصاد السعودي؟
- هل يختلف الأثر المالي لتقلبات سعر الصرف بين الشركات الكبرى والصغيرة في سوق الأسهم السعودي؟

2- الغرض من الدراسة: يتمثل الغرض من إجراء هذه الدراسة في الآتي:

- الكشف عن طبيعة العلاقة بين سعر الصرف و القيمة السوقية للاصول المالية.
 - معرفة اهم التطورات لكل من سعر الصرف و القيمة السوقية للاصول المالية خلال الفترة المحددة.
 - معرفة مدى تأثير تقلبات سعر الصرف على القيمة السوقية للاصول المالية لسوق التداول السعودية.
- ### 3- بناء فرضيات الدراسة: للإجابة على السؤال الرئيسي و الأسئلة الفرعية الموافقة له ارتأينا وضع الفرضيات التالية:
- ترتبط تقلبات سعر الصرف بشكل مباشر بتغيرات القيمة السوقية للاصول المالية في سوق الأسهم السعودي، ويمكن لهذه التغيرات أن تؤثر بشكل كبير على أداء الأسواق المالية والاقتصاد السعودي بشكل عام.
 - يمكن للشركات المصدرة للنفط والمشتقات البترولية في سوق الأسهم السعودي التعامل بفعالية مع تقلبات سعر الصرف باستخدام الأدوات المخاطر المالية المختلفة، ويمكن لهذا التعامل أن يؤثر بشكل كبير على قيمة أسهمها في السوق.
 - يمكن لتغيرات سعر الصرف أن تؤدي إلى فرص استثمارية جيدة في سوق الأسهم السعودي للمستثمرين الذين يستخدمون الأدوات المالية المناسبة للاستفادة من هذه التغيرات وتحقيق الأرباح، ويمكن لهذه الفرص أن تكون مغرية للمستثمرين الذين يبحثون عن عوائد عالية على استثماراتهم.
 - تمكّنت المملكة العربية السعودية من النهوض بسوقها المالي بفضل تطبيقها لسياسة اقتصادية جيدة وفعالة.

4- أهمية و نطاق الدراسة

تتمثل أهمية الدراسة في أنها تتطرق إلى موضوع من المواضيع الحديثة التي يتزايد الاهتمام بها في الوقت الحاضر، وذلك من خلال إظهار العلاقة بين سعر الصرف و القيمة السوقية للاصول المالية، مع ذكر أهم التغيرات التي تطرأ على السوق، وكذا محاولة تطوير هذه المفاهيم والنماذج الحديثة مع خصوصية السوق السعودي للتداول. أما عن دوافع اختياري لهذا الموضوع فهي تعود بالأساس إلى حدائته وندرة الدراسات فيه خصوصا ما تعلق منه بالأسواق المالية العربية، وبالتالي فهو يفتح الباب لدراسات أخرى في هذا المجال.

5- المفاهيم الأساسية للدراسة

- **سعر الصرف:** هو قيمة العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية في سوق الصرف الدولي.
- **القيمة السوقية للاصول المالية:** قيمة الأصول المالية الحالية لشركة أو صندوق استثماري أو أي كيان آخر، والتي يتم حسابها بضرب عدد الأسهم المتداولة في السوق بسعر سهم الأصل المالي.

6- الدراسات السابقة

في ما يخص موضوع " اثر تقلبات سعر الصرف على القيمة السوقية للاصول المالية "، و بعد الاطلاع على الأبحاث و الدراسات المتعلقة بهذا الموضوع، تبين ان أغلب الدراسات السابقة تناولت هذا الموضوع بشكل منفصل دون الربط بين جزئيه، و مع ذلك فهناك العديد من المقالات و الأبحاث و الدراسات التي تقترب مضمونها من موضوع هذه الدراسة و من أهمها:

- أ- دراسة دعاء نعمان الحسيني وعدنان سالم قاسم (2011)، إهتمت الدراسة بعملية التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية، حيث تم تسليط الضوء على أهمية النظام الإلكتروني ومميزاته في تسهيل عملية بيع وشراء

الأوراق المالية في الأسواق المالية. وتم تقييم تأثير الانتقال من نظام التداول التقليدي إلى النظام الإلكتروني على عوائد ومخاطر الاستثمار في الأسهم، بالإضافة إلى عدد الصفقات وقيمتها. شملت الدراسة أسهم 30 شركة وتمت مقارنة أدائها قبل وبعد تطبيق النظام الإلكتروني، وتحليل عوائدها باستخدام أفضل الأسعار، حيث تم استمرار تداول الأسهم خلال ديسمبر عام 2002 ومقارنة نتائج التحليل لعوائد الأسهم مع نتائج التحليل خلال ديسمبر عام 2003 بعد تطبيق النظام الجديد. وقد أظهرت النتائج ارتفاع عوائد السوق لعام 2003 وانخفاض المخاطر النظامية بنسبة 11%، وزيادة عدد الصفقات وقيمتها، مما يؤكد فعالية النظام الإلكتروني في تسهيل عمليات التداول وتقليل المخاطر في الأسواق المالية.

ب- دراسة د.رياض بن محمد الخريف – إدارة الأبحاث الاقتصادية – تحت عنوان " سوق الاسهم السعودية: هل هناك علاوات كبيرة؟ " جوان 2015.

تطرقت الدراسة الى الطريقة المناسبة للكشف عن العلاوات الكبيرة المتعلقة بالعوامل التي غالبا ما تحدد نمط عوائد الأسهم، و توصلت هذه الدراسة الى أن الاصول التي تتميز بمخاطر عالية لا تحقق بالضرورة عوائد أعلى. و يمكن أن تكون هذه النتائج ذات قيمة للمستثمرين و صناع القرار و خاصة المستثمرين الأفراد الذين يخطئون بالاعتقاد بأن مخاطر العالية تحقق ارباح.

ج- دراسة معتز تاج السر محمد، سعد بن علي الوابل، عباس فواد عباس حسن، تحت عنوان "كفاءة الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي.

اهتمت الدراسة بمعرفة الأسباب الحقيقية وراء عدم تطور البورصات في دول مجلس التعاون الخليجي، و عدم قدرتها الى جذب الاستثمارات الأجنبية، و كذلك عدم الانفتاح على الأسواق المالية العربية و الاجنبية. حيث تم تحديد العلاقة بين عوامل كفاءة الأداء المالي للشركات المصدرة للأوراق المالية و أسعارها السوقية، من خلال البيانات و المعلومات المالية المنشورة بشفافية ليتمكن المستثمر من اتخاذ قراره الاستثماري.

د- دراسة Charles Gaa (2000) عن أثر التداول الإلكتروني في سوق الدين الحكومي الكندي، فقد وجدت الدراسة أن التداول الإلكتروني أسهم وبشكل كبير في زيادة الشفافية وتحاشي الوساطة المالية وتحسين فعالية السوق والمركزية، وجميع هذه العوامل بالمحصلة أسهمت في زيادة سيولة وكفاءة الأسواق الثانوية للأوراق المالية الحكومية، و بين الكاتب أنه على الرغم من أهمية التداول الإلكتروني في زيادة جودة الأسواق المالية، إلا أنها تشكل تحدياً لمصدري الأوراق المالية الحكومية في ضرورة فهم التغيرات الإلكترونية الحاصلة والتكيف مع هذه التغيرات إلا أن هذه الدراسة ركزت على جانب الدين الحكومي فقط.

هـ- دراسة فاتح لقوقى، بعنوان " استخدام نماذج ARCH في دراسة تقلبات أسعار الأسهم لقطاع الاتصالات في السوق المالي السعودي.

تهدف الدراسة الى نمذجة السلاسل اليومية لعوائد أسهم الشركات المدرجة في قطاع الاتصالات للسوق المالية السعودية و تهدف ايضا الى اختبار مدى القدرة على التنبؤ بعوائد الاسهم على المدى القصير و الطويل. و توصلت الدراسة الى أن عوائد الاسهم في السوق المالية السعودية لا تتبع فرضية السير العشوائي و أنها قابلة للتنبؤ على المدى القصير، مما يدل على عدم كفاءة السوق المالية السعودية على المستوى الضعيف.

و- دراسة عبد السلام بلبالي، تحت عنوان أثر تطبيق القيمة العادلة على تقييم الاصول المالية – دراسة تطبيقية على سوق المالي السعودي مع الاشارة لبورصة الجزائر-

حيث شملت الدراسة اسهم القطاع المالي بسوق المال السعودي حيث قام الباحث بدراسة (11 مؤسسة) بحيث تم قياس القيمة العادلة وفق النماذج التالية: نموذج جوردن، التأكد العادل، مضاعفة الربحية و نموذج اهلسون، ايضا قياس مدى تأثير استخدام محاسبة القيمة العادلة على العائد الصافي للسهم، كما تم ايضا محاولة قياس تأثير المعلومات المحاسبية المبنية على أساس القيمة العادلة و على العائد و القيمة السوقية، حيث تبين ان هناك اثر ايجابي من جراء تطبيق محاسبة القيمة العادلة للادوات المالية بسوق المال السعودي.

ز- دراسة سليمة حشايشي، بعنوان "نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الاسواق المالية العربية – دراسة قياسية – " سنة 2017.

المقدمة العامة

حيث قامت الباحثة من خلال هذه الدراسة بتوضيح خصائص الاسواق المالية العربية عامة و السوق المالية السعودية خاصة و كذا شرح المخاطر التي تؤثر على القيمة الاصول المالية في الأسواق المالية العربية خاصة مخاطر السيولة، مخاطر انخفاض الربحية، و مخاطر تذبذب الاسعار.

7- منهج الدراسة

بهدف التحليل الجيد للمعلومات المجمعّة و المعطيات المستقاة عن طريق مختلف الأدوات التقنية من أجل بلوغ النتائج، فقد اعتمدت المنهج الوصفي و التحليلي و الذي يجمع بين إبراز ما تحصلت عليه من معارف ضمن دراستي خلال مشواري الجامعي و المعلومات المستقاة من مختلف المراجع المتحصل عليها، إضافة إلى عملية التحليل التي تتعلق بكل المعطيات والإحصائيات والمعلومات التي تم جمعها و تكييفها من أجل إبراز النتائج التي ستدعم الفرضيات أو ستنفيها في الجزء الخاص بدراسة حالة سوق التداول السعودية.

8- هيكل الدراسة

تماشياً مع طبيعة الموضوع جزأت الدراسة إلى ثلاثة فصول، تضمن الفصل الاول على مقارنة نظرية لسعر الصرف بينما تضمن الفصل الثاني دراسة للاصول المالية و اسواقها و تقنيات و كيفية الاستثمار فيها اما الفصل الثالث تضمن دراسة حالة سوق التداول السعودية

الفصل الاول

سعر الصرف - مقارنة نظرية -

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

تمهيد:

يعتبر سعر الصرف أحد العوامل الرئيسية التي تحدد تدفق العملات وتجارة الدول، ويؤثر بشكل كبير على الاقتصاد العالمي والدولي. تتأثر قيمة الصرف بعدة عوامل مثل فروق أسعار الفائدة بين الدول، ومعدل التضخم، والاستثمارات الأجنبية المباشرة، والأحداث السياسية والاقتصادية العالمية. تترتب على تغيرات سعر الصرف تأثيرات اقتصادية ومالية متنوعة، مثل الصادرات والواردات والاستثمارات الدولية، وحركة رؤوس الأموال، ومستوى الأسعار الداخلية. وبالتالي، فإن فهم سعر الصرف يعد أمرًا حيويًا للأفراد والشركات والحكومات على حدٍ سواء، ويمكن استخدامه لاتخاذ القرارات الاقتصادية والمالية بشكلٍ أفضل.

وأكرس هذا الفصل للتفصيل أكثر في مضامين سعر الصرف من خلال المباحث التالية:

- ❖ مفاهيم أساسية حول الصرف؛
- ❖ نظريات و أنظمة سعر الصرف؛
- ❖ تنظيم سوق الصرف الاجنبي ؛
- ❖ سياسات اسعار الصرف و اهدافها.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

المبحث الاول : مفاهيم اساسية حول الصرف

المطلب الاول : مفهوم سعر الصرف

أصبحت قضية سعر الصرف محورية في البحث الاقتصادي، إذ تعبر عن حالة الاقتصاد الوطني، ولذلك فإن العديد من المفاهيم والصيغ تتداول بهذا الصدد.

1- تعريف سعر الصرف

تعريف 1: " هو سعر العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية¹ "

تعريف 2: " إن سعر صرف العملة عبارة عن عدد وحدات العملة الوطنية التي يستلزم دفعها لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية أو هو عدد وحدات العملة الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الوطنية² ."

تعريف 3: " يقصد بسعر الصرف عدد الوحدات النقدية من عمل دولية ما، التي تعادل وحدة واحدة من عملة أخرى، أي هو ثمن عملة معينة مقومة في شكل وحدات من عملة أخرى، ولا يوجد اتفاق بين الدول المختلفة في كيفية النظر إلى سوق الصرف الأجنبي وتحديد وحدة القياس في هذه العلاقات التقابلية بين العملات المختلفة، وتقوم أغلب الدول على حساب قيمة العملات الأجنبية بوحدات قياس من العملة الوطنية، وبذلك يعرف سعر الصرف بأنه ثمن الوحدة الواحدة من عملة معينة (أجنبية) في شكل وحدات من العملة³ ."

تعريف 4: " هي النسبة التي يتم على أساسها مبادلة الوحدات النقدية الوطنية بالوحدات النقدية الأجنبية في وقت معلوم وتعتبر إحدى العملتين سلعة في حين تعتبر الأخرى السعر النقدي لها⁴ ."

وبالتالي ، يمكن تعريف سعر الصرف على أنه النسبة الناتجة عن شراء وبيع عملة مقابل أخرى ، ما يسمى بسعر الصرف عدد الوحدات المدفوعة بالعملة المحلية لاستلام وحدة واحدة من العملة الأجنبية ، وبذلك يتم ربط أسعار السلع في الاقتصاد المحلي بأسعارها في السوق العالمية.

2- طرق تسعيرة سعر الصرف

يوجد طريقتان لتسعير أسعار الصرف هما :

2-1- طريقة التسعير المباشرة

تبين هذه الطريقة عدد الوحدات من العملة الوطنية الواجب دفعها لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية مبلغها ثابت تسمى بعملة الأساس.

2-2- طريقة التسعير غير المباشرة

تُظهر هذه الطريقة عدد الوحدات المقابلة لعملة أجنبية واحدة مقابل وحدة واحدة من العملة الوطنية، والتي يتم التعامل معها على أنها المبلغ الثابت (عملة الأساس)، في حين تمثل العملة الأجنبية المبلغ المتغير في هذه الحالة.

¹ - Rosalind Levacic, Alexander Rebmann, macro-economics an introduction to Keynesian-neoclassical controversies, second edition, Macmillan education LTD, London, 1982, p: 04.

² - عن سارة بوسيس منقول عن موسى سعيد مطر وآخرون المالية الدولية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص 43.

³ - Bertrant Nézeys, les politiques de compétitive, édition Economie, Paris, 1994, p 12.

⁴ - عن سارة بوسيس منقول عن دريد كامل آل شبيب، المالية الدولية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 37.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

3- وظائف سعر الصرف

يؤدي سعر الصرف عدة وظائف نوجزها فيما يلي

3-1 وظيفة قياسية

حيث يعتمد المنتجون المحليون على سعر الصرف لغرض قياس ومقارنة الأسعار المحلية لسلعة معينة مع أسعار السوق العالمية، وهكذا يمثل سعر الصرف لهؤلاء حلقة الوصل بين الأسعار المحلية والأسعار العالمية.

3-2 وظيفة تطويرية

أي يستخدم سعر الصرف في تطوير صادرات معينة إلى مناطق معينة من خلال دوره في تشجيع تلك الصادرات، ويمكن أن يؤدي من جهة أخرى إلى الاستغناء أو تعطيل فروع صناعية معينة أو استبدالها بالاستيراد حيث تكون أسعار هذه السلع المستوردة أقل من الأسعار المحلية وبالتالي يؤثر سعر الصرف على التركيب السلعي والجغرافي للتجارة الخارجية للدول.

3-3 وظيفة توزيعية

وذلك من خلال ارتباطه بالتجارة الخارجية بحيث تقوم هذه الأخيرة بإعادة توزيع الدخل القومي العالمي والثروات الوطنية بين أقطار العالم¹.

المطلب الثاني : انواع سعر الصرف

في هذا المطلب نتحدث عن مجموعة من أشكال وأنواع سعر الصرف التي تحدد وفق العلاقة بين العملة المحلية و عدة عوامل.

1- سعر الصرف الاسمي :

تستخدم قيمة سعر الصرف كمؤشر لقوة عملة دولة ما، والتي يمكن تبادلها بقيمة عملة دولة أخرى. ويتم تحديد سعر الصرف الاسمي للعملة المعنية بناءً على العرض والطلب عليها في سوق الصرف في لحظة زمنية محددة، ويمكن أن يتغير سعر الصرف تبعاً لتغير العرض والطلب. وتُقَسِّم قيمة سعر الصرف الاسمي إلى سعر صرف رسمي، وهو الذي يتم اعتماده في التعاملات الرسمية، وسعر صرف موازي، وهو الذي يتم اعتماده في الأسواق الموازية².

كما أن سعر الصرف الاسمي يتغير يومياً إما إيجاباً أو سلباً بالنسبة لقوة العملة مقابل العملات الأخرى في سوق الصرف، ويستجيب هذا السعر لمجموعة من المحددات كتغير الأسعار المحلية والدولية وتطور أسعار الفائدة بالإضافة إلى العوامل النفسية للمتعاملين، كما تتحدد اتجاهات تقلبات هذا السعر الاسمى من خلال مؤشر سعر الصرف الذي يعكس متوسط التقلبات في قيم العملات الأخرى بالنسبة لعملة معينة وذلك مع إعطاء كل عملة من العملات وزناً مرجحاً بالتوازي مع دور الدولة في العلاقات النقدية والتجارية الدولية³.

¹ - عن سارة بوسيس منقول عن محمد بوشمال، أثر سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية قياسية مقارنة مع بعض الدول العربية خلال الفترة (1990- 2016)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص دراسات اقتصادية ومالية، جامعة زيان عاشور، الجلفة، 2019/2020، ص 10.

² - N. Gregory Mankiw, principles of macroeconomics, sixth edition, south-western Cengage learning, USA, 2012, p: 386.

³ - عن سارة بوسيس منقول عن تناصر جابر البشير الحسن، قياس أثر تقلبات سعر الصرف على ميزان المدفوعات دراسة تطبيقية على اقتصاد السودان للفترة (1970-2013)، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 16، العدد 02، جامعة الجوف، المملكة العربية السعودية 2015.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

2- سعر الصرف الحقيقي :

يُعرّف سعر الصرف على أنه العدد من وحدات العملة الأجنبية المطلوبة لشراء وحدة واحدة من العملة المحلية، ويتأثر بتطورات وتغيرات مختلفة في الأسواق العالمية، مثل معدلات الفائدة ومستويات الأسعار في الدول المختلفة، بالإضافة إلى سلوكيات المتعاملين في سوق الصرف الناتجة عن العوامل النفسية. السعر الحقيقي للصرف يشير إلى مستوى القدرة التنافسية لأسعار سلع الدولة، حيث يشير ارتفاع مؤشر السعر الحقيقي إلى ضعف القدرة التنافسية للسلع المصدرة من حيث الأسعار، بينما يشير انخفاض المؤشر إلى تحسن القدرة التنافسية وتشجيع الصادرات. وحركة المؤشر الحقيقي للصرف تُعتبر أمراً هاماً جداً بالنسبة لميزان المدفوعات، ويتأثر بتطور ونمو الأسواق السلعية والنقدية والمالية. يمثل بالمعادلة التالية:

$$TCR_{i/j} = TCM_{i/j} \times \frac{P^*}{P}$$

حيث:

$TCR_{i/j}$: سعر الصرف الحقيقي لعملة البلد i بالنسبة لعملة البلد j.

$TCM_{i/j}$: سعر الصرف الاسمي لعملة البلد i بالنسبة لعملة البلد j.

P^* : المستوى العام للأسعار في الدولة الأجنبية.

P : المستوى العام للأسعار في الدولة المعنية (البلد i).

3- سعر الصرف الحالي والاجل :

يمكن التمييز بين نوعين من اسعار الصرف حسب المدة الزمنية فأسعار الصرف الحالية يعرف بانها معدل الصرف الذي تتم من خلاله المبادلات للعملات بتسليم حاضر حيث يتم الاتفاق على تسليم العملات عند شراءها , اما اسعار الصرف الاجلة يمثل اتفاق حالي وتاريخ استلام مستقبلي مع عدم الاخذ بنظر الاعتبار التغيرات التي سوف تطرأ على اسعار الصرف حيث يبقى ثابتاً حتى مع تغير سعر الصرف اليومي وذلك استناداً الى شروط العقد المتفق عليه¹, وعادة ما يتم هذا العقد لحماية المشتريين بسبب ظروف عدم التأكد والمخاطر المستقبلية .

4- أسعار الصرف المتقاطعة :

هي الأسعار التي تتم في الأسواق النقدية (الفوركس) من خلال تبادل العملات الأجنبية لبعضها وقد تطورت مختلف التعاملات النقدية خلال الثلاث عقود الأخيرة وذلك نتيجة المخاطر والخسائر المترتبة عن التعويم والتقلبات الكبيرة في أسعار صرف العملات وقد اتخذت هذه التعاملات صيغاً أهمها صيغة التحويل الآني وصيغة التحويل الاجل فشكلت فيما بعد أسواقاً أطلق عليها الأسواق الآنية والأسواق الاجلة والمستقبلية.

كما أن التعاملات والتحويلات ترتبط بسعرين، سعر للبيع وسعر للشراء لكل عملة مع ما يقابلها من عملات أخرى وترتبط أسعار صرف العملات مع بعضها وفق مفهوم المثلث التوازني لشراء وبيع عملة مقابل أخرى والتي تنتهي بعائد

¹ - عن سارة بوسيس منقول عن الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، بدون سنة نشر، ص 235.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

للعلمة الأصلية من أجل تحقيق أعلى الأرباح ووجود هذا المثلث غالبا ما يجعل بعض أسعار العملات تحقق فوائض مقابل الأخرى¹.

5- سعر الصرف المعدل :

وهو سعر الصرف الي يرتبط بواقع ميزان المدفوعات والذي يكون ذات تأثير مباشر وصلة وثيقة بقيمة الصادرات والواردات للبلد.

6- سعر الصرف التوازني

تم صياغة مفهوم سعر الصرف التوازني الأساسي لأول مرة عام 1983، ويعرف ج. وليامسون سعر الصرف التوازني بأنه سعر الصرف الفعلي الحقيقي الذي يضمن في الأجل المتوسط تحقيق توازن داخلي وخارجي في نفس الوقت². ويتسم التوازن الداخلي بتقارب الاقتصاديات نحو مسار النمو غير التضخمي، وبعبارة أخرى يكون معدلات البطالة في مستواها التوازني ويمثل التوازن الخارجي علاقة طردية بين الإنتاج وسعر الصرف الحقيقي الناتج عن القيام بالمبالات مع بقية دول العالم.

المطلب الثالث : العوامل المؤثرة في سعر الصرف و مخاطر تقلباته و طرق تغطيتها

1- العوامل المؤثرة في سعر الصرف

يعتبر سعر الصرف غير مستقر في معظم الأحيان بسبب عدة عوامل، بما في ذلك العوامل النقدية والمالية والتجارية وغيرها، وكل عامل يؤثر بشكل مباشر أو غير مباشر على حالة الاقتصاد الوطني ويسبب اختلالا في ميزان المدفوعات الذي يرتبط مباشرة بأسعار الصرف. وهذا يجعل الدولة في معظم الأحيان تتدخل لتلعب دورًا في استقرار أسعار الصرف. لذا سيتم التطرق الى اهم العوامل المؤثرة في اسعار الصرف وكالاتي :

1-1- العوامل النقدية :

يتأثر سعر الصرف بالعوامل النقدية المتمثلة بالتضخم واسعار الفائدة وعرض النقد وغيرها بشكل مباشر او غير مباشر والذي يؤدي اما الى ارتفاع سعر الصرف او انخفاضه كلاً حسب تأثيره وسيتم التطرق الى هذه العوامل وكالاتي :

أ- معدلات التضخم : ان ارتفاع التضخم في بلد معين يعني انخفاض قيمة العملة المحلية والذي يقابله ارتفاع اسعار السلع والخدمات مقارنةً بالدول الاخرى وهذا ما يجعل اختلال في ميزان المدفوعات حيث ستكون الاستيرادات اكبر من الصادرات وذلك تكون السلع المحلية ذات اسعار مرتفعة بينما السلع الاجنبية ذات اسعار منخفضة وبزيادة الطلب على السلع الاجنبية سيزداد الطلب على العملة الاجنبية وزيادة عرض العملة المحلية في البلدان الاخرى , وبالتالي انخفاض قيمة العملة المحلية مقارنةً بالعملة الاجنبية , لهذا فان ارتفاع الاسعار في دولة معينة اكثر مما هو عليه الحال في الدولة الاخرى يتطلب اجراءات نقدية مالية لاعادة الامور الى وضعها الطبيعي , ويكون العكس في حالة انخفاض الاسعار اقل من الدول الاخرى³.

1 - شوقي طارق، أثر تغيرات أسعار الصرف على القوائم المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة، جامعة الحاج الخضر، باتنة، 2009، ص 21.

2 - محمد يعقوبي، تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2011/2012، ص 7.

3 - رشاد العصار، عليان الشريف، المالية الدولية، د ط، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص 54.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

ب- سعر الفائدة : يوجد ارتباط وثيق بين سعر الفائدة وسعر العملة، حيث يعتبر ارتفاع سعر الفائدة سبباً في تعزيز قوة العملة، والعكس صحيح. في حالة ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية، يجذب ذلك رؤوس الأموال الأجنبية، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية وارتفاع سعر الصرف في أسواق الصرف الأجنبية. وفي حالة ارتفاع أسعار الفائدة في البلدان الأخرى، يكون ذلك حافزاً لانتقال رؤوس الأموال إلى تلك البلدان لتحقيق الأرباح، مما يعمل على زيادة الطلب على عملات تلك البلدان. بالتالي، يتضح أن أسعار الفائدة لها تأثير غير مباشر على أسعار الصرف. فانخفاض سعر الفائدة يؤدي إلى زيادة الطلب على رؤوس الأموال للاستثمار، مما يعزز الطلب على العملة المحلية ويحسن قوتها في مواجهة العملات الأخرى.¹

ج- عرض النقد : يمارس عرض النقد علاقة عكسية مع سعر الصرف حيث ان ارتفاع عرض النقد والتمثلة بالعملة المتداولة والودائع المصرفية يؤدي الى انخفاض اسعار الصرف حيث تعمل في ذلك عمل التضخم كون ارتفاع الكمية المعروضة من النقد تؤدي الى انخفاض بقيمة العملة المحلية وبالتالي ارتفاع سعر صرفها , على الرغم من ان هنالك بعض الاقتصاديين لا يذهبون الى هذا الرأي . الا ان عدد كبير من الاقتصاديين المتعاملين في سوق الصرف الاجنبي ومنهم الامريكي (Macklup) ينظرون الى اهمية عامل كمية النقود وتأثيره على اسعار الصرف حسب النظرية الكمية التي تبين ان الاساس الذي يتحدد بموجبه سعر الصرف بين العملات هو مقدار كمية النقود المتوفرة في البلد المعين.²

1-2- العوامل المالية :

ان للسياسة المالية ادواتها والتي من خلالها يمكنها التأثير على اسعار الصرف وكمية النقود المعروضة وحتى حالة النشاط الاقتصادي للبلد ومن اهم العوامل المالية التي تؤثر في اسعار الصرف هي كالآتي :

ا- النفقات العامة : تشكل النفقات العامة جزءاً أساسياً من الموازنة العامة للبلد، إلى جانب الإيرادات، ويجب ألا تتجاوز النفقات العامة الإيرادات العامة لتفادي حدوث عجز في الموازنة. إذا زادت النفقات العامة عن الإيرادات، سيتسبب ذلك في حدوث عجز في الموازنة، ويجب معالجته بإحدى الطرق. الطريقة الأولى هي الاستمرار في الإصدار النقدي الجديد، مما يؤدي إلى زيادة المعروض النقدي في البلد، وبالتالي انخفاض قيمة العملة المحلية وارتفاع الأسعار وزيادة الاستيرادات وتقليل الصادرات، مما يؤدي إلى اختلال في الميزان التجاري نتيجة انخفاض أسعار السلع المحلية بالمقارنة مع البلدان الأخرى، وبالتالي انخفاض سعر صرف العملة المحلية. أما الطريقة الثانية لتمويل العجز، فهي الاقتراض من الجمهور، مما يؤدي إلى انخفاض كمية المال المتداول وارتفاع أسعار الفائدة، مما يجذب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في البلد، وبالتالي زيادة الطلب على العملة المحلية وارتفاع سعر الصرف وقيمة العملة، وزيادة المعروض من العملات الأجنبية المتاحة في السوق.³

ب- الإيرادات العامة (الضرائب) : تؤثر السياسة الضريبية على اسعار الصرف من خلال نسبة الاعفاءات المقدمة الى الاستثمارات الرأسمالية والتي تشجع الاستثمار وتجعل رؤوس الاموال الخارجية تتدفق الى الداخل مما يزيد الطلب على العملة المحلية وبالتالي ارتفاع سعر صرفها الا انه يوجد اختلاف بين الدول النامية والمتقدمة في السياسة الضريبية فالدول المتقدمة تقوم بفرض الضرائب على دخل المقيمين حتى وان كان مصدر الدخل من الخارج اما الدخل المحلي فلا تقوم بفرض ضريبة عليه , في حين نجد الدول النامية لا تفرض ضرائب على دخل مواطنيها الناشئ في جميع بلدان العالم لكنها تقوم بفرض الضريبة على الدخل المتولد من ارباح الاستثمارات الاجنبية , هذا الاختلاف يسمى (التدفق المعاكس لرأس المال) والذي بموجبه يتدفق راس المال من الدول النامية

1 - رشاد العصار، مرجع سبق ذكره، ص 55.

2 - علي سلمان مال الله - دور سعر الفائدة وسعر الصرف الاجنبي في حركة التدفقات المالية الدولية - رسالة ماجستير - كلية الادارة والاقتصاد - جامعة بغداد - 2008، ص 45.

3 - هوشيار معروف - تحليل الاقتصاد الكلي - دار صفاء للنشر والتوزيع - الاردن - 2005، ص 312.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

الى المتقدمة مما يزيد الطلب على عملات الدول المتقدمة وبالتالي فان السياسة الضريبية تكون ذات تأثير على اسعار الصرف من خلال زيادة الطلب على العملات المحلية او انخفاض الطلب عليها¹.

ت- عجز الموازنة الحكومية : يعتبر عجز الموازنة احد المشاكل التي تواجه الاستقرار الاقتصادي واكثرها شيوعاً وخاصة في البلدان النامية حيث يؤثر عجز الموازنة على سعر الصرف ارتفاعاً او انخفاضاً ففي حالة ارتفاع سعر الصرف فان هذا يعني انخفاض قيمة العملة وبالعكس في حالة انخفاض سعر الصرف يعني ارتفاع قيمة العملة المحلية , وكما تبين سابقاً ان ارتفاع النفقات الحكومية اكبر من الايرادات سوف يؤدي الى حدوث عجز في الموازنة العامة وهذا العجز الذي يمول بإحدى الطريقتين وهما الاصدار النقدي الجديد او الاقتراض من الجمهور وتم توضيح ذلك سابقاً , وبالتالي يتبين ان انخفاض عجز الموازنة يؤثر على سعر الصرف الذي يأخذ كذلك بالانخفاض وبالتالي يجب اتباع سياسة تقوم على تخفيض عجز الموازنة بالشكل الذي يسمح ان تتنامى قدرات وامكانيات الاقتصاد الوطني , كون استمرار العجز يعكس اثاراً سلبية للاقتصاد الوطني².

1-3- العوامل الحقيقية :

كما ان للعوامل النقدية والعوامل المالية تأثير على سعر الصرف وكيف يتم من خلالهما معالجة الاختلالات التي تحدث كاتباع سياسة توسعية او انكماشية كالاصدار النقدي الجديد والايادات والضرائب وهناك عوامل اخرى تؤثر على سعر الصرف والتي تسمى بالعوامل الحقيقية والتي هي كثيرة منها ما يأتي :

أ- الناتج القومي (الانتاجية) : يؤثر الناتج القومي والمكون من انتاجية جميع القطاعات الاقتصادية للبلد في سعر الصرف ارتفاعاً او انخفاضاً وحسب طبيعة سعر الصرف اكان ثابتاً او مرناً حيث ان زيادة الانتاجية سيرافقها زيادة في الصادرات والتي ترافقها ايضاً زيادة في الطلب على العمل وزيادة اجور العاملين كما ان تصدير الفائض سيؤدي الى ارتفاع المستوى العام للاسعار , لكن زيادة الاسعار والاجور مع بقاء سعر الصرف ثابتاً سيؤدي الى ضغط تضخمية اما اذا كان سعر الصرف مرناً فان ذلك سيؤدي الى ارتفاع قيمة العملة , كما ان التضخم سيكون اقل في حالة سعر الصرف الثابت منه في المرن لانخفاض اسعار السلع المستوردة³.

ب- مستوى التشغيل : ان ارتفاع مستوى البطالة يدعو الى الحماية من الصناعات الواردة للبلد وقد تكون البطالة نتيجة اجراءات نقدية متشددة قد استهدفت معالجة التضخم في الاسعار والاجور وبهذا لا يمكن تجنب اثر البطالة وان كان مؤقتاً , فاذا كان التشدد النقدي قد حصل في بلد يسوده سعر الصرف العائم سيؤدي الى ارتفاع سعر صرف هذا البلد وبذلك تكون هناك اثار سلبية للانكماش النقدي من اجل حماية الصناعات المنافسة , لان انخفاض عرض العملة المحلية في سوق الصرف الاجنبية يؤدي الى اضرار في صناعات التصدير , فسعر الصرف الحقيقي سوف يرتفع نتيجة لهبوط اجمالي الطلب وهذا بدوره سيثجع الاستثمار الاجنبي داخل البلد بسبب ارتفاع اسعار الفائدة . وبذلك قد ادت الحماية الى ارتفاع سعر الصرف الاجنبي مقابل العملة المحلية , وبالتالي اضعف الصناعات المحلية المنافسة للصناعات الدولية وتصبح الاستيرادات اكثر جاذبية وهذا بدوره اختلال كبير في الميزات التجاري للبلد⁴.

1-4- العوامل التجارية :

1 - شيماء هاشم علي - اثر عجز الموازنة الحكومية على سعر الصرف الاجنبي - رسالة ماجستير - كلية الادارة والاقتصاد - جامعة بغداد - 2008, ص 42.
2 - علي سلمان مال الله, مرجع سبق ذكره, ص 46.
3 - شيماء هاشم علي, مرجع سبق ذكره, ص 45.
4 - احسان حبيب منصور, تحديد سعر الصرف المناسب في البلدان الاقل نمواً - صندوق النقد الدولي - مجلة التمويل والتنمية - المجلد 24- العدد 2- 1984, ص 19.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

من اهم العوامل التجارية المؤثرة في سعر الصرف هو الحساب الجاري حيث ان الطلب على العملة الاجنبية يكون من قبل المقيمين داخل البلد لغرض استيراد السلع الاجنبية اما الطلب على العملة المحلية يكون من قبل الاجانب الراغبين في شراء السلع المحلية والتي تمثل الصادرات في الحساب الجاري , ففي حالة زيادة الاستيرادات على الصادرات اي زيادة الطلب على الصرف الاجنبي اكثر من المعروض وبالتالي يؤدي الى انخفاض قيمة العملة المحلية وزيادة في صادرات البلد المعني , وهذا ما قد شارته اليه (نظرية الارصدة) والتي يرى اصحابها ان سعر الصرف يتحدد من خلال ما يحدث لميزان المدفوعات من تغيرات فاذا كان ميزان المدفوعات موجباً يعني ذلك ارتفاع عرض الصرف الاجنبي على الطلب وبالتالي ارتفاع قيمة العملة . والعكس في حالة كون ميزان المدفوعات سالباً يعني ارتفاع الطلب على الصرف الاجنبي اكثر من المعروض وبالتالي انخفاض قيمة العملة للبلد , من هذا يتبين ان للحساب الجاري اثرأ واضحاً على سعر الصرف ارتفاعاً او انخفاضاً من خلال وضع ميزان المدفوعات اذا كان في حالة فائض او عجز¹.

2- مخاطر تقلبات سعر الصرف

لقد أثبت الواقع وجود عدة مخاطر ناتجة عن تقلبات أسعار الصرف ولإدارة هذه المخاطر وتغطيتها يلجأ المتعاملون لعدة تقنيات وإجراءات نتطرق لها من خلال هذا المطلب.

2-1- مخاطر سعر الصرف

يعرف خطر الصرف بأنه خطر الخسارة المحتمل بسبب وجود اختلاف وتباين غير معروف مسبقاً مرتبط بالتغير في سعر صرف العملة الأجنبية مقابل العملة المرجعية²، وتشمل مخاطر الصرف المخاطر التالية :

2-2- خطر تقلبات سعر الصرف

خطر تقلبات سعر الصرف هو خطر عدم التمكن من إجراء عمليات في سوق الصرف، أو إجرائها مع التعرض لنقص في القيمة عند شراء أو بيع العملات. هذا الخطر ليس هاما أبداً في الأوقات العادية، لكن قد يحصل أن يختفي سوق عملة ما، أنيا أو نهائياً، على إثر أزمة سياسة أو على إثر الوضع قيد التطبيق لضوابط إدارية تؤثر على سوق الصرف وعلى السوق النقدي الدولي للعملة المذكورة إن هذا الخطر لا يطاول إلا العملات القليلة الأهمية المتداولة في السوق الإقليمي، في حين أن هذا الخطر يبقى ضعيفاً (هامشياً) بالنسبة لكافة العملات القابلة للتحويل المستخدمة في التجارة الدولية أو التي تقع عليها العمليات في الأسواق المالية الدولية³.

2-3- المخاطر المالية

من المتعارف عليه دولياً أن أسعار العملات تتغير يومياً بحوالي 1% عندما تكون الأسواق هادئة ومستقرة ولكن ينقلب الوضع لتصل نسبة التغير في الأسواق المالية يومياً إلى نسب مرتفعة، وعادة ما تكون البنوك لديها مراكز مفتوحة مكشوفة في سوق العملات الأجنبية وكلما كانت هذه المراكز كبيرة كلما كانت نسبة المخاطرة كبيرة، وقد يكون البنك قد قام ببيع عملة معينة ولم يحمي مركزه المفتوح، ويحدث أن تنقلب الأسعار سلبياً فيجد البنك نفسه في خسارة قد تؤدي إلى إفلاسه، كما حدث في بنك بيرينج 1996 وبنك لوغانو في سويسرا عام 1976 ويعود السبب الرئيسي لذلك إلى تغيرات أسعار صرف العملات غير متوقعة من طرف المسيرين⁴.

1 - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، ص 215.

2 - علي عباس براهيم أثر تغيرات أسعار الصرف على القوائم المالية في ظل تطبيق المعايير المحاسبية الدولية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة ومالية، جامعة حسبية بن بوعلي الشلف 2011/2012، ص 32.

3 - وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، بيروت، لبنان ص 207.

4 - عبد العزيز برنة، تقلبات أسعار الصرف وانعكاساتها على الميزان التجاري - دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، اختصاص تجارة ومالية دولية، جامعة قاصدي مزاب، ورقلة، نوفمبر 2016، ص 34.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

2-4- مخاطر التمويل

هي التي يتعرض لها البنك عندما يجد صعوبة في الحصول على الأرصدة اللازمة لتمويل نشاطه المصرفي، أو يضطر إلى سداد أسعار فائدة باهظة على الودائع النقدية المودعة لمدة 24 ساعة من أجل تمويل أحد الحسابات بالعملة الأجنبية¹.

2-5- مخاطر الصرف المرتبطة بالعمليات التجارية

كل المؤسسات التي تحقق عمليات تجارية سواء صادرات أو واردات محررة بالعملة الأجنبية فإنها تتعرض لمخاطر الصرف²:

أ- خطر الصرف والواردات: فمثلاً عند قيام مستورد بعملية استيراد عليه أن يدفع قيمة الصفقة التجارية في موعد محدد ومبلغ معين بالعملة الأجنبية. وعليه أن يعتبر ثلاث أسعار لتحرير مشترياته:

- سعر اليوم الذي يعقد المستورد طلبيته مع المورد؛
- سعر يوم جمركة السلعة؛
- السعر الذي يشتري به العملات لدفع قيمة مشترياته.

فعدم التغطية للخطر تبقي العائد مجهولاً بالنسبة للمستورد حتى وقت انتهاء عملية الاستيراد.

ب- خطر الصرف والصادرات : إن المؤسسات قد تتعرض لخطر الصرف من جراء تصدير منتجاتها، فهي تتعرض إلى خسارة عند انخفاض قيمة العملة التي تمت الفاتورة بما قبل تاريخ الدفع أو التسوية، كما يمكن أن يحقق ربحاً في حالة ارتفاعها.

3- طرق تغطية مخاطر الصرف

إن التقنيات المقصودة هنا هي عبارة عن مجموع الإجراءات والتدابير التي تستعملها المؤسسة من أجل التقليل أو تجنب الوقوع في خطر الصرف عن طريق التقليل من حجم الديون المحررة بالعملات الأجنبية أو التأثير على آجال الدفع أو غيرها من الإجراءات الأخرى³، ومن هذه الإجراءات والتقنيات نذكر ما يلي:

3-1- تقنيات التغطية الداخلية

تتمثل الأساليب الداخلية لتخفيض مخاطر سعر الصرف في السياسات التي تنتهجها الإدارة المالية بالمؤسسة دون اللجوء إلى أي طرف خارجي في ما يلي⁴:

أ- أسلوب المقاصة

1 - علي عباس براهيم، أثر تغيرات أسعار الصرف على القوائم المالية في ظل تطبيق المعايير المحاسبية الدولية، مذكرة ماجستير في علوم التدبير، تخصص محاسبة ومالية، جامعة حسينية بن بوعلي، الشلف، 2012/2011، ص32.

2 - عزي خليفة، سعر صرف الدينار الجزائري بين نظام التثبيت ونظام التعويم المدار وتأثيره على ميزان المدفوعات (2008-1985)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك و تأمينات، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، أكتوبر 2012، ص 64.

3 - عبد الحق بوعتروس، مداخلة بعنوان "تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف"، ملتقى حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، الزيتونة الأردنية، الأردن، يومي 16-10 أبريل 2007، ص 4.

4 - عزي خليفة، مرجع سابق، ص 67.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

تعتبر المقاصة من الأساليب الأكثر شيوعاً لتسوية الحقوق والالتزامات القصيرة الأجل التي تستخدم فيها عملات مشتركة، وتتم المقاصة عن طريق الحقوق والالتزامات المشتركة لطرفين أو أكثر بعملات متماثلة بحيث لا يظهر إلا الرصيد الصافي. وتتخذ المقاصة شكلاً ثنائياً أو جماعياً.

تعتبر المقاصة ثنائية عندما تتعلق بمؤسستين تتحقق بينهما علاقات تجارية متبادلة، كأن تباع الشركة الأم لفرعها الأجنبي منتجات نصف مصنعة، ثم بعد ذلك تعود وتشتري منتجات تامة الصنع من نفس الفرع، ويمكن أن تتم هذه التقنية بطرق طبيعية إذا كان زمن العمليات وتواريخ الدفع متماثلة، أو تتم بواسطة إيداع عملات أو تسليم إذا كان هناك تفاوت في المدة وتواريخ الدفع. أما نظام المقاصة الجماعية فيتم إنشاؤه بين مجموعة من المؤسسات التي تتعامل مع بعضها البعض داخل المجموعة، بأن تجري المقاصة بين المستحقات والمطلوبات الخاصة بكل منها تجاه الأخرى دون الاحتفاظ في دفاترها بمراكز مكشوفة بالنقد الأجنبي، ويجري تسوية الصافي بسداده لهذا الطرف أو ذاك، ولا شك أن إتباع هذا الأسلوب يخفض من عدد المدفوعات التي تتم بين المؤسسات المختلفة داخل المجموعة، وتخفض أيضاً من المصاريف البنكية وتساعد على إحكام الرقابة على التسويات المالية الداخلية بين المؤسسات المختلفة.

ب- التقنيات المتعلقة بالعملة:

عملة الفوترة هي العملة التي يحرر بها عقد البيع أو عقد الشراء. ولتجنب التعرض لخطر الصرف الطريقة الأسهل هي الفوترة بالعملة المرجعية والتي في الغالب هي العملة الوطنية. هذه الطريقة تلغي كل شك لأن المصدر والمستورد الذي عقد الصفقة بعملته الوطنية يعرف بصفة أكيدة المبلغ الذي سوف يستلمه أو يدفعه عندما يحين أجل الاستحقاق¹.

ج- تعديل تواريخ المعاملات:

وتقوم هذه العملية على مبدأ تعجيل أو تأخير الإيرادات والمدفوعات المقومة بعملة أجنبية وهذا من أجل الاستفادة من ارتفاع أو انخفاض سعر الصرف، ويكون التعجيل أو التأخير حسب التوقعات المستقبلية لسعر الصرف فمثلاً إذا كان من المتوقع انخفاض الدولار في نهاية الأسبوع فإن المؤسسة ستنتظر حتى انخفاض الدولار ثم تقوم بدفع فواتيرها أي تأخير الدفع حتى نهاية الأسبوع، وبالعكس إذا كان من المتوقع ارتفاع الدولار فسيتم تعجيل الدفع بهذه العملة.

2-3- تقنيات التغطية الخارجية

يتخذ المتعاملون بعض الإجراءات للتغطية والتحوط ضد مخاطر الصرف ومن هذه الإجراءات والتقنيات

نذكر ما يلي:²

- أ- **الشراء والبيع الآجلة للعملة** : بحيث يقوم المتعاملون بشراء العملة بسعر معين يحدد أنياً وتسلم العملة في تاريخ لاحق إذا كانت هناك توقعات بارتفاع سعر عملة الدفع، وإذا كانت هناك توقعات بانخفاض سعر عملة القبض، فإن المتعاملين يتوجهون إلى بيعها بعقد أجل.
- ب- **إبرام عقود مبادلة العملات**: وهي عبارة عن اتفاق بين طرفين يقضي بتبادل مبالغ متساوية من عملة معينة ومدفوعات فائدتها خلال فترة زمنية محددة؛
- ج- **إبرام عقود مستقبلية** : وهي عبارة عن اتفاق بين متعاملين لشراء أو بيع . عملة معينة بسعر محدد بتاريخ تسليم لاحق يحدد أثناء إبرام العقد. فإذا ما توقع أحد المتعاملين ارتفاع سعر عملة الدفع في تاريخ الدفع، فإنه

¹ - صلوح محمد العيد آليات تغطية البنوك لمخاطر سعر الصرف باستخدام المشتقات المالية دراسة حالة مجموعة بنك سوسيتي جنرال خلال الفترة (2013-1998)، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية العدد، 10 جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2015، ص44.

² - عبد العزيز برنة، مرجع سابق، ص37.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

يقوم بشراء عقد مستقبلي لشراء مبلغ العملة المعنية وتغطية خطر الصرف المصاحب لها، وفي حالة توقع عملة القبض فإنه يقوم بإبرام عقد مستقبلي لبيع هذه العملة مستقبلا بالسعر المنفق عليه؛

د- إبرام عقود خيارات : هي عقود تعطي لحامله الحق وليس الالتزام في شراء أو بيع عملات بسعر محدد ولأجل محدد عادة من أسابيع إلى أشهر ويتحدد أجل إمكانية تنفيذ مشتري الخيار لهذا الحق حسب نوع الخيار؛ أمريكي (الحق) يمكن أن ينفذ خلال كامل مدة الخيار أو أوروبي (الحق لا يمكن أن ينفذ إلا عند تاريخ الاستحقاق)، وعند تسوية عقد الخيار نميز بين ثلاث حالات¹:

- عدم تنفيذ الخيار إذا كان سعر الصرف في السوق أفضل من سعر التنفيذ؛
- تنفيذ الخيار من طرف مشتري الخيار في الحالة المعاكسة؛
- أو إعادة بيع العملات وذلك قبل التنفيذ.

المطلب الرابع : كيفية تحديد سعر الصرف

في الحقيقة إن سعر الصرف يتحدد طبقا للعوامل المتعلقة بسعر الصرف الأجنبي والطلب عليه نتيجة استيراد وتصدير السلع، وانتقال رؤوس الأموال، وتدخل البنوك والسلطات النقدية لشراء أو بيع العملات الأجنبية بهدف تحقيق موازنة أسعار الصرف أو غير ذلك من الأهداف وكذلك المضاربون².

1- تحديد سعر صرف العملة في ظل نظام الذهب:

حتى عام 1931 كانت هناك علاقة ثابتة بين الذهب وكل عملة وطنية حيث كان سعر صرف العملة محكوم بأوزان معينة من الذهب، ومن خلال هذه المقارنة كانت تسهل مقارنة قيم العملات المختلفة، وذلك على أساس مقارنة عدد أوزان الذهب التي تحتويها أية عملة بعدد أوزان الذهب التي تحتويها أية عملة أخرى.

2- تحديد سعر صرف العملة بتفاعل قوى العرض والطلب:

بعد عام 1931، خرجت الدول على نظام الذهب، وأوقفت بذلك قابلية صرف العملة الورقية بالعملات الذهبية أو السبائك الذهبية، ومن هنا فإن سعر صرف أية عملة وطنية أصبح يتحدد بطريقة أخرى، ولما كان السعر بوجه عام يتحدد طبقا لقوى العرض والطلب في الأسواق، فإن زيادة عرض العملة الوطنية تعكس ارتفاع الطلب على العملة الأجنبية والعكس.

3- أثر فائض أو عجز ميزان المدفوعات على تحديد سعر الصرف

إن ميزان مدفوعات الدولة هو الذي نستطيع من خلاله تحديد العوامل المؤثرة في عرض العملة الوطنية والطلب عليها، حيث إن الإيرادات في ميزان المدفوعات تمثل طلبا على العملة الوطنية أي عرض للعملات الأجنبية، فالصادرات مثلا تؤدي إلى زيادة الطلب على العملة الوطنية، أما جانب المدفوعات فيمثل عرض للعملة الوطنية أي طلبا للعملات الأجنبية. هنا ومن فإن أي فائض في ميزان المدفوعات للدولة والناتج عن زيادة قيمة الصادرات على قيمة الواردات يؤدي إلى زيادة طلب العملة الوطنية على المعروض منها في سوق الصرف الأجنبي، مما يؤدي بدوره إلى ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية، كما أن أي عجز في ميزان المدفوعات للدولة ناتج عن زيادة قيمة الواردات على قيمة الصادرات، فإن ذلك يشير إلى زيادة عرض العملة الوطنية على الطلب عليها، ليؤدي في النهاية إلى انخفاض سعر صرف العملة الوطنية.

4- سعر الصرف و التضخم

1 - مريم آيت بارة ومحمد صاري، تفسير خطر الصرف في المؤسسة الاقتصادية – دراسة حالة شركة أرسلور ميتال فرع عنابة، مجلة الباحث، العدد 14، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2014، ص 238.

2. د. عبد الرحمان على الجبلي مصطفى اسطيمبولي - مجلة التنظيم والعمل المجلد 4، العدد 3 (6) جامعة الجزائر، سبتمبر 2015.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

تستند هذه العلاقة على نظرية تعادل القدرة الشرائية التي صاغها في البداية ريكاردو ثم قام بتطويرها غوستان كاسل، وتركز على مبدأ بسيط مفاده أن قيمة العملة تتحدد على أساس قدرتها الشرائية، ومن ثم فإن سعر الصرف التوازني يجب أن يعبر عن تساوي القدرة الشرائية الحقيقية للعملتين المعنيتين، فالدولة التي تتميز بمعدل تضخم مرتفع تجد صعوبات كبيرة في تصدير منتجاتها وهو ما يؤثر على الميزان التجاري.

وقد أثبت هذا النموذج قدرة كبيرة على التنبؤ بأسعار الصرف على المدى الطويل، إلا أنه يؤخذ عليه الفرضيات الغير واقعية التي بنيت عليها هذه العلاقة كتوفر منافسة حرة وكاملة في الاقتصاد وعدم وجود تكاليف التنقل والرسوم الجمركية.

5- العوامل التي تؤثر على زيادة وانخفاض الطلب والعرض على العملات وسعر صرفها :

إن العوامل التي تؤثر في أسعار الصرف ناتجة عن اختلاف الظروف الاقتصادية والسياسات النقدية والمالية لمختلف الدول، وفي كل بلد يتأثر التطور النسبي بين القطاعات وأوضاع الموازين الداخلية والخارجية مباشرة بمستوى النمو الاقتصادي وتطورات الأسعار الداخلية، وبحسب حجم ونوع هذا التأثير تتخذ الإجراءات والتدابير المناسبة ضمن السياسة النقدية والمالية التي تهدف إلى تصحيح الأوضاع ومسايرة التطورات الدولية، كذلك فإن التفاوت في السياسات والتطور بين الدول ينعكس بصورة مباشرة على اتجاهات معدلات صرف العملات ويحدث هذا الأمر يومياً في أسواق الصرف بالنسبة للعملات الخاضعة للتعويم الحر والتعويم المدار أما بالنسبة للنظم التي تتسم بثبات الصرف فيحدث هذا في الأمد الطويل.

6- التغير في الدخل الحقيقي

تعتبر التغيرات في الدخل الحقيقي للدولة من العوامل الهامة التي تؤثر على سعر الصرف لعملتها وذلك لأن زيادة الدخل الحقيقي لدولة ما، تؤدي إلى زيادة إمكانية الدولة على الشراء، مما يؤدي إلى زيادة واردات هذه الدولة وبطبيعة الحال زيادة صادرات العالم الخارجي لها.

وزيادة صادرات دولة للعالم الخارجي تؤدي إلى زيادة الطلب على عملتها وذلك على عكس الدولة التي استقبلت هذه الصادرات فيزيد الطلب على عملة الأولى في مقابل الأخيرة، ويزيد عرض عملة الأخيرة في مقابل الأولى، وبالتالي تنخفض قيمة عملة الدولة المستوردة، مقابل الدولة المصدرة.

7- ارتفاع مستويات الأسعار

إن ارتفاع مستويات الأسعار في دولة ما بالمقارنة لبقية الدول يسيء من الوضع التنافسي لهذه الدولة ويجعل الواردات في وضع أفضل وبالتالي تشتري الدولة من العالم الخارجي أكثر مما تبيع له مما ينتج عنه زيادة واردات هذه الدولة في مواجهة صادراتها، ويؤدي ذلك إلى انخفاض قيمة العملة المحلية في مواجهة عملة الدولة المصدرة، والعكس صحيح. ويفسر ذلك ما حدث عام 1978 حيث انخفضت معدلات التضخم في ألمانيا عنها في الولايات المتحدة مما أدى إلى زيادة مبيعات ألمانيا للولايات المتحدة، وانخفاض مشتريات ألمانيا من الولايات المتحدة، وبالتالي ارتفعت قيمة المارك مقابل الدولار.

8- التغير في سعر الفائدة

يفرض ثبات باقي العوامل المؤثرة على سعر العملة على حالها فإن اختلاف سعر الفائدة ما بين دولتين قد يفسر انتقال حركات رؤوس الأموال من الدولة التي تمنح أسعار فائدة منخفضة إلى الدولة التي تمنح أسعار فائدة أعلى، وبالتالي زيادة الطلب على عملة الدولة ذات الفائدة سعر المرتفع في مواجهة عملة الدولة ذات سعر الفائدة المنخفض، مما يؤدي إلى ارتفاع سعر الأولى عن الثانية، ويفسر ذلك ارتفاع قيمة الدولار عام 1982 بعد انخفاض له دام سنتان، بعد أن قامت المؤسسات النقدية الأمريكية برفع قيمة الفائدة على الدولار.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

إن توقعات المتعاملين تعكسها الأحداث السياسية والاقتصادية والاجتماعية التي تؤثر على السوق النقدي، وأهم هذه الأحداث التي قد تؤثر على سلوك المتعاملين، القرارات السياسية ووضع ميزان المدفوعات والموازنة العامة للدولة، وإحصاءات النقد وحالة سوق العمالة وبيانات الإنتاج، والاضطرابات والقلقل والثورات والإرهاب والكوارث الطبيعية.

المبحث الثاني : نظريات و أنظمة سعر الصرف

المطلب الاول : النظريات المفسرة لاسعار الصرف

ظهرت أولى هذه النظريات حيز الوجود كمحاولة لوضع أسس تحديد أسعار التعادل بين عملات الدول و التي كانت قد هجرت قاعدة الذهب خلال الحرب العالمية الأولى والفترة التي تلتها، الأمر الذي أدى إلى حدوث اضطراب شديد في أسعار الصرف، فخرج الاقتصادي السويدي غوستاف كاسل بنظريته "تعادل القوة الشرائية".

1- نظرية تعادل القوة الشرائية

تشير هذه النظرية إلى أن سعر التعادل بين عملتين يتحدد عندما تتعادل القوة الشرائية لعملة كل دولة في سوقها الداخلية مع قوتها الشرائية في سوق دولة أخرى وذلك بعد تحويلها إلى عملة هذه الأخيرة وفقا لسعر الصرف الذي يحقق هذا التعادل¹.

حيث تفترض النظرية إهمال نفقة المعاملات والفروق الضريبية والقيود على التجارة، وبذلك

تعتبر أن السلع والخدمات المتجانسة التي يتم الاتجار فيها ينبغي أن يكون لها نفس السعر في الدولتين بعد تحويل أسعارها إلى عملة مشتركة . وللنظرية صيغتان المطلقة والصيغة النسبية.

1-1 الصيغة المطلقة للنظرية تعادل القوة الشرائية: Absolute purchasing power parity

تدرس هذه النظرية العلامة بين الأسعار من ناحية وأسعار الصرف من ناحية أخرى، ويطلق عليها الصيغة المطلقة لتعادل القوة الشرائية كونها تتعامل مع مستويات الأسعار المطلقة، ويمكن التعبير عن هذه النظرية على النحو الآتي²:

$$P = S \times P^*$$

$$\Rightarrow S = P/p^*$$

حيث S سعر الصرف الذي يحدد عملة أجنبية بالنسبة للعملة المحلية

P : مستوى الأسعار المحلية

P* : مستوى الأسعار الأجنبية

وهذا يعني أن مستوى الأسعار المحلي ينبغي أن يعادل مستوى الأسعار الأجنبي مضروبا في سعر الصرف الآني، أو أن سعر الصرف الآني يساوي حاصل قسمة مستوى الأسعار المحلية على مستوى الأسعار الأجنبية. وبذلك فإن ارتفاع مستوى الأسعار المحلية مقارنة بمستوى الأسعار العالمية في ظل افتراض سعر صرف معين، إنما يؤدي إلى زيادة الواردات والطلب على الصرف الأجنبي وانخفاض الصادرات وعرض الصرف الأجنبي. إلا أنه في ظل الفروض التي قامت عليها هذه النظرية، فقد وجهت لها عدة انتقادات³:

1 - مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب، القاهرة، 1997، ص 129.

2 - جوزيف دانيالز، ديفيد فانهوز، مرجع سبق ذكره، ص 89.

3 - مدحت صادق، مرجع سبق ذكره، ص 131-132.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

أ- صعوبة تقدير الأرقام القياسية لمدة مستقبلية تزيد عن السنة وصعوبة اختيار سنة الأساس لتحديد الأرقام القياسية للأسعار فضلا عن وجود سلع كثيرة يتضمنها الرقم القياسي للأسعار لا تدخل في نطاق التجارة الدولية مثل السلع سريعة التلف وخدمات السكن، ومن ثم فإن تغير أسعار مثل هذه السلع والخدمات لن يؤدي - رغم تأثير على الرقم القياسي للأسعار - إلى أي تغيير في أسعار الصرف طالما أن هذه السلع خارجة عن نطاق التبادل الدولي.

ب- أثبتت التجربة أن القدرة التنافسية في مجال التجارة الدولية لا تتوقف على عنصر السعر وحده، وإنما تدخل عناصر أخرى كثيرة في الاعتبار مثل مستوى الدخل وسعر الفائدة وأثرهما على الواردات والطلب على العملة الأجنبية كذلك أثر اختلاف مرونة الطلب السعرية في الصادرات وأثر الرقابة على النقد الأجنبي وأثر التغيرات في أذواق المستهلكين وظهور السلع البديلة في مستويات الأسعار المحلية ومن ثم تأثير في حساب سعر الصرف، كذلك أثر نفقات نقل السلع وشحنها من دولة إلى أخرى وأثر الرسوم الجمركية في تحديد أسعار السلع.

ج- تفشل هذه النظرية في إعطاء التفسيرات الملائمة لتغيرات سعر الصرف في الأجل القصير وإن كان أداؤها أفضل في الأجل الطويل.

وبالرغم من الانتقادات السابقة، فإن هذه النظرية لا تزال مهمة في تحديد سعر الصرف، إذ حاول فريق من الباحثين تعديل الصياغة الأولية المبسطة لنظرية تعادل القوة الشرائية مع أخذ عنصر الزمن في الحسبان.

2-1- الصيغة النسبية لتعادل القوة الشرائية:

تركز هذه الصيغة على التغيرات في الأسعار بدلا من مستويات الأسعار المطلقة فهذه الصيغة النسبية باعتبارها نظرية لسعر الصرف تربط بين تغيرات أسعار الصرف وبين الفروق في تغيرات الأسعار في الدول المختلفة وباستخدام الصيغة المطلقة لتعادل القوة الشرائية يمكن اشتقاق الصيغة النسبية¹:

$$^0/\Delta p - ^0/\Delta S - ^0/\Delta p^*$$

حيث يمثل $^0/\Delta p$ النسبة المئوية للتغيير في متغير ما.

وبذلك فإنه يمكن الحصول على مقدار الارتفاع أو الانخفاض في قيمة عملة ما من خلال الفرق بين معدلات التضخم في البلدين موضع الاهتمام حيث تشير الدلائل إلى أن الصيغة النسبية تعمل بشكل أفضل من الصيغة المطلقة لتعادل القوة الشرائية، إلا أنها لا زالت قاصرة عن تفسير التغيرات قصيرة الأجل في سعر الصرف في الاقتصاديات الكبرى كونها لا تأخذ بعين الاعتبار التدفقات المالية والأرصدة النقدية إلا أنها تعمل بشكل أفضل خلال الفترات التي تشهد معدلات تضخم مرتفعة، أين تكون تغيرات الأسعار هي المؤثر الرئيسي على قيمة عملة ما .

2- نظرية ميزان المدفوعات (نظرية الأرصدة)

الفضل في وضع أسس هذه النظرية إلى الاقتصادي جون مينارد كينز، والذي يعتبر أن سعر صرف العملة يتحدد عند المستوى الذي تتعادل فيه الكميات المطلوبة من العملات الأجنبية مع الكميات المعروضة منها وبذلك تشكل عجوزات وفوائض ميزان المدفوعات المعيار الأساسي لتقييم العملات المختلفة².

1 - جوزيف دانيالز ، ديفيد فانهوز ، مرجع سبق ذكره، ص 94-96.

2 - نواز عبد الرحمن الهبتي، منجد عبد اللطيف الخشالي، مقدمة في المالية الدولية، دار المناهج، عمان، 2007، ص 125.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

ففي حالة وجود فائض في ميزان المدفوعات فإن ذلك يعني زيادة في الطلب على العملة الوطنية

نتيجة زيادة الصادرات ومن ثم ارتفاع في قيمتها الخارجية، بينما يحدث العكس في حالة وجود عجز في ميزان المدفوعات فإن ذلك يعني زيادة المعروض النقدي من العملة نتيجة زيادة الواردات ومن ثم انخفاض في قيمتها الخارجية. وبذلك ترتكز هذه النظرية على الأسس التالية:

- أ- يعد وضع ميزان المدفوعات العامل الحاسم في تحديد سعر صرف العملة الوطنية.
- ب- يتحدد سعر الصرف كما يتحدد أي سعر آخر وفقاً لقوى العرض والطلب.
- ج- إن ميزان المدفوعات هو متغير مستقل وأن سعر الصرف هو متغير تابع.

إلا أنه يؤخذ على هذه النظرية ما يلي:1:

- أ- هناك تأثير متبادل بين ميزان المدفوعات وسعر الصرف من خلال تأثير كل من الواردات والصادرات بشكل حاسم بوضع سعر صرف العملة، كذلك فرفع القيمة الخارجية للعملة أو تخفيضها يؤثر بشكل واضح في الواردات والصادرات.
- ب- إن ميزان المدفوعات يمكن أن يمارس تأثيره في أسعار الصرف من خلال العمليات الاقتصادية وهذا يستدعي استبعاد معظم فقرات رأس المال قصير الأجل، باعتبارها فقرات موازنة تقوم بها الدولة لتجنب الاختلال الحاصل في ميزان المدفوعات، ومن ثم هذا غير ممكن لأن حساب رأس المال جزء لا يتجزأ من حساب ميزان المدفوعات.
- ج- تحتاج نظرية ميزان المدفوعات إلى مرونة كافية لأسعار الصرف لضمان إيجاد حالة من الانسجام بين القيمة الخارجية وقيمتها الداخلية.

3- نظرية تعادل أسعار الفائدة:

تأخذ هذه النظرية بعين الاعتبار الفروقات في مستويات الفائدة المحلية والأجنبية وكذلك التغيرات في سعر الصرف الأجنبي والأجل، فحسب هذه النظرية لا يمكن للمستثمرين الحصول على معدلات مردودية مرتفعة في الخارج عن تلك الممكن تحقيقها في السوق المحلي عند توظيفهم للأموال بمعدل فائدة أعلى من ذلك السائد في السوق المحلي لأن الفارق بين معدلات الفائدة يتم تعويضه بالفارق بين سعر الصرف الأجنبي وسعر الصرف الأجل.

فحسب هذه النظرية عند توظيف مبلغ من المال M في السوق المحلي لمدة سنة مثلاً، يحصل المستثمر في نهاية التوظيف على $M(1 + i_D)$ ويجب أن يكون هذا المبلغ مساوياً للمبلغ المحصل عليه عند تحويل الأموال إلى عملة أجنبية بسعر الصرف الأجنبي وتوظيفها في الأسواق الأجنبية بمعدل الفائدة i_f وإعادة بيعها لأجل للحصول على المبلغ بالعملة المحلية.

ويمكن التعبير عن ذلك رياضياً كما يلي:2:

$$M(1 + i_D) = \frac{M}{CC}(1 + i_f) \cdot CT$$

حيث أن :

1 - سمير فخري نعمة، العالقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسياً على ميزان المدفوعات، دار البازوري، عمان، ص 26.

2 - سعود جايد مشكور، العامري المالية الدولية، دار زهران، عمان، 2008، ص 159-160.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

CC: سعر الصرف الآني

CT: سعر الصرف الآجل.

وبذلك فإن :

$$\frac{CT}{CC} = \frac{1 + i_D}{1 + i_f}$$

$$\frac{CT}{CC} - 1 = \frac{1 + i_D}{1 + i_f} - 1$$

$$\frac{CT - CC}{CC} = \frac{i_D - i_f}{1 + i_f}$$

وإذا كانت i_f صغيرة جدا يمكننا كتابة المعادلة كما يلي:

$$\frac{CT - CC}{CC} = i_D - i_f$$

وبذلك تساعد هذه النظرية في عملية ربط الأسواق النقدية الوطنية بأسواق الصرف الأجنبية.

4- نظرية كفاءة السوق:

يعتبر السوق كفاء إذا كانت الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة، وإذا كانت تكاليف المعاملات ضعيفة وتغيرات أسعار الصرف عشوائية، وبذلك يفترض أن كل المتعاملين في السوق يمكنهم الوصول إلى المعلومات سواء تعلق الأمر بالمعلومات الاقتصادية الحالية أو الماضية مثل إعلان عجز أو فائض ميزان المدفوعات، العجز الموازي، معدل التضخم... وهذا مفاده أنه لا يمكن لأي مضارب أن يحقق باستمرار مكاسب، كما أن التسعيرة الآجلة يمكن اعتبارها كمؤشر قوي على السعر الآني المستقبلي.

حيث يرى المنظرون أن الأسواق تعد كفاءة في حين يؤكد الممارسون على عدم وجود كفاءة نسبية في أسواق الصرف¹.

5- نظرية كمية النقود

ترتكز هذه النظرية على أن سعر الصرف هو ظاهرة نقدية نظرا لتأثره بالمحددات الحقيقية للطلب على النقود، إذ أن عرض النقد في كل بلد يحدد بشكل مستقل من قبل السلطات النقدية أما الطلب على النقود فيتحدد بمستوى الدخل الحقيقي ومعدل الفائدة، حيث يمارس سعر الفائدة تأثيرا مهما في تحديد سعر الصرف، فزيادة سعر الفائدة في دولة ما بالنسبة لمثيله بالخارج يؤدي إلى زيادة سعر الصرف، ويحدث العكس في حالة خفض سعر الفائدة.

إلا أن سعر الفائدة لا يعمل بمعزل عن المعروض النقدي بل يمكن أن يعمل في اتجاهين متضادين، ويلغي كل منهما أثر الآخر، فزيادة المعروض النقدي يؤدي إلى ارتفاع الأسعار وبذلك تصبح السلع المحلية أقل تنافسية فينخفض سعر الصرف، ويحدث العكس في حالة خفض المعروض النقدي.

¹ - سعود جايد مشكور نفس المرجع، ص 167-168.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

المطلب الثاني : تقييم نظريات سعر الصرف

كل نظرية جديدة تحمل في طياتها عيوب النظرية القديمة، وعليه سنحاول في هذا المطلب التعرف على الانتقادات التي وجهت لكل نظرية.

1- تقييم نظرية تعادل القوى الشرائية

من بين الانتقادات التي وجهت لنظرية تعادل القوى الشرائية ما يلي¹:

- أ- صعوبة تقدير الأرقام القياسية للأسعار للمدة القادمة في المستقبل تزيد عن السنة وصعوبة اختيار سنة الأساس لتحديد الأرقام القياسية للأسعار؛
- ب- تهمل النظرية العوامل الأخرى المؤثرة في تحديد سعر الصرف مثل الدخل وسعر الفائدة بين الدول وأثر المضاربة، إذ أن مستوى الدخل من العوامل المؤثرة في الاستيرادات ومن ثم يؤثر في الطلب على العملة الأجنبية في أسواق النقد؛
- ج- تهمل النظرية أثر اختلاف مرونة الطلب السعرية في الصادرات وأثر الرقابة في النقد الأجنبي وأثر المديونية الخارجية وأعباء الضرائب؛
- د- النظرية غير مهتمة بتأثير تغيرات أذواق المستهلكين وظهور السلع البديلة في مستويات الأسعار المحلية ومن ثم تأثيرها في حساب سعر الصرف؛
- هـ- عدم اهتمام النظرية بأثر التعريف الجمركية المانعة والتي نسبتها مرتفعة جدا من قيمة السلع المستوردة ومن ثم يتفاوت أثر التجارة الخارجية على القوة الشرائية مما يؤدي إلى تخفيض سعر الصرف اللازم لحدوث التوازن في ميزان المدفوعات.

بالرغم من الانتقادات السابقة فإن هذه النظرية لا تزال مهمة في تحديد سعر الصرف، إذ حاول فريق من الباحثين تعديل الصياغة الأولية المبسطة لنظرية تعادل القوى الشرائية مع أخذ عنصر الزمن في الحسبان بحيث تجري المقارنة بين كل من سعر الصرف مستوى الأسعار المحلية ومستوى الأسعار العالمية خلال مدتين زمنيتين.

2- الانتقادات الموجهة لنظرية تعادل معدلات الفائدة

تساعد نظرية تكافؤ معدلات الفائدة في عملية ربط الأسواق النقدية المحلية بأسواق الصرف الأجنبي ويكفي لغرض اختيار هذه النظرية مقارنة سعر الاستلام أو سعر التسليم المؤجل في فترات مختلفة. وفي حال ارتفاع الفروقات بين السعر الأجل والتباين بين معدلات الفائدة بين الدولتين فإن مراجعة معدلات الفائدة سيقود الأسعار نحو التوازن في أسواق الصرف². ورغم أن نظرية تعادل معدلات الفائدة قد نجحت في تفسير تغيرات سعر الصرف إلى حد كبير، وبالتالي اعتبرت إطارا مرجعيا لتفسير الفارق بين سعر الصرف العاجل والأجل وكذا تحركات رؤوس الأموال الدولية إلا أنها لم تتحقق بصفة تامة على أرض الواقع، وبذلك كنت عرضة لبعض الانتقادات نذكر منها³:

- أ- إن معدل الفائدة ليس العنصر الوحيد والأهم لتوجيه نمط وسلوك المحكمين؛
- ب- إن تبني هذه النظرية يؤدي إلى قبول فرض أن الأسواق المالية تتميز بالمنافسة التامة والعمل بحرية ودون قيود (وهو) فرض أساسي لهذه النظرية لكن الواقع خلاف ذلك؛

1 - سمير فخري نعمة العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات، دار البازوري العلمية، عمان، الأردن، 2011، ص22.

2 - شقيري نوري موسى وآخرون التمويل الدولي ونظريات التجارة الخارجية دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 173، 2012.

3 - محمد زراقة آثار تقلبات أسعار الصرف على ميزان المدفوعات دراسة قياسية - حالة الجزائر (1990-2014)، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد قياسي بنكي ومالي جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان 2015/2016، ص 30-31.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

- ج- يمكن أن تحدث عمليات المضاربة آثار تذبذب أسعار الصرف؛
د- هناك الكثير من العوائق التي تحول دون تحركات رؤوس الأموال كالرقابة على الصرف الأجنبي تشبيطا
لحركة رؤوس الأموال بطريقة مباشرة أو غير مباشرة في المدى القريب؛
ه- تفرض هذه النظرية أن عملية التحكيم بيد المتعاملين وهو ما ينافي الواقع العملي.

3- تقييم نظرية كفاءة السوق

هناك جدل قائم بخصوص ما إذا كانت أسواق الصرف الحالية كفاءة نسبية، وهذا ما أدى إلى القيام بعدة اعتبارات لإثبات ذلك، حيث أظهرت اختبارات جيدي وديفي على التوالي سنة 1975-1976 كفاءة السوق في حين أثبتت دراسات هانت سنة 1986 ودراسات كيرني وماك دولاند سنة 1989 عدم كفاءة الأسواق الصرف نسبيا¹.

4- تقييم نظرية الأرصد

إن أهم انتقاد وجه لهذه النظرية كونها لا تأخذ بعين الاعتبار الأرقام القياسية للأسعار النسبية كمحدد لتفسير حركة التجارة الخارجية في الأجل الطويل، فضلا عن تميزها بالتعقيد².

5- تقييم نظرية أثر فيشر الدولي

هناك انتقاد موجه إلى نظرية أثر فيشر الدولي وهو إذا دخل تدفق كبير لرؤوس الأموال في البلد بمعدل فائدة مرتفع فإن ذلك يؤدي إلى رفع قيمة العملة النقدية لأن هذه الأموال يجب أن تحول إلى عملة البلد قبل أن توظفها في السوق المحلية. وعلى الرغم من هذا الانتقاد فإنه لا يمكن إهمال دور التباين في معدل الفائدة على الأسعار الفورية (الحاضرة) المستقبلية للعملة النقدية. وقد أخذ ذلك في الحسبان في نموذج التنبؤ بأسعار الصرف³.

المطلب الثالث : انظمة سعر الصرف

لقد عرف نظام الصرف عدة محطات في تطوره بدأت من قاعدة الذهب وانتهت اليوم إلى النظام العائم. ولقد كان نظام بريتون وودز يقوم على أساس الدولار الأمريكي المرتبط بدوره بالذهب، ذلك أن الولايات المتحدة كانت تقبل بتحويل الدولار لغير المقيمين بسعر ثابت: أوقية = 35 دولار وكانت الدول تربط عملاتها بسعر ثابت مع الدولار.

إلا أن الأمر سرعان ما تم تجاوزه بإعلان الرئيس نيكسون في أوت 1971 منع تحويل الدولار إلى ذهب أن النظام في تلك الفترة لم يكن له أي دور في تنظيم الإصدار النقدي أو في تحقيق التوازن الداخلي الذي كان متروكا لاعتبارات السياسة الاقتصادية و النقدية الداخلية في كل دولة. ولقد مثل هذا الإعلان في نظر الكثيرين انهيارا لنظام بريتون وودز . ومنذ ذلك الوقت عرف نظام الصرف انماط أخرى ومن هذا سوف نتطرق إلى الأنظمة قبل انهيار نظام بريتون وودز وبعد هذا النظام مايلي:

1 - زهرة سيدامر، انعكاسات سياسات صرف الدينار الجزائري على تحقيق الاستقرار النقدي في الجزائر خلال الفترة (1986-2016)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة أحمد دراية أدرار، 2017/2018، ص 35.

2 - ليندة بلقاسم، أثر تقلبات سعر الصرف على التجارة الخارجية دراسة قياسية حالة الجزائر (2010-1998)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كمي، جامعة الجزائر 03 ، الجزائر ، 2012/2013، ص 27.

3- سعود جايد مشكور العامري، مرجع سابق، ص 166.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

الفرع الأول: أنظمة الصرف قبل انهيار نظام بريتون وودز

تعددت أنظمة الصرف عبر التاريخ، حيث لم يكن هناك نظام موحد يتبعه كل الدول وإنما لجأت كل دولة الى النظام الذي بلانم اقتصادها، ويقصد بنظام الصرف تلك الكيفية التي حددت على اساسها أسعار صرف العملات، كما أن تنوع أنظمة الصرف كان مرتبط بتعدد الأنظمة النقدية الدولية، ويمكن حصر أنظمة الصرف قبل انهيار نظام بريتون وودز فيما يلي¹:

1- أسعار الصرف في قاعدة الذهب:

كان هذا النظام مطبق في أواخر القرن 19 و أوائل القرن 20 وحتى قيام الحرب العالمية الأولى حيث كانت كل دولة ترتبط عملتها بوزن معين من الذهب، ويترتب على ذلك احتفاظ كل دولة بسعر ثابت للذهب تبيع و تشتري به و يستلزم هذا النظام توفر ثلاثة شروط أساسية:

- تحديد قيمة ثابتة للعملة الوطنية بالذهب.

- ضمان قابلية العملة الوطنية للصرف بالذهب أو العكس بلا قيد ولا شرط طبقا للمعدل الثابت المحدد بوزن وحدة العملة بالذهب.

- حرية التصدير و الاستيراد بالذهب.

2- أسعار الصرف في ظل قاعدة العملات الورقية :

شهدت الفترة التي أعقبت انتهاء الحرب العالمية الأولى انتشار في استخدام العملات الورقية على اثر انهيار قاعدة الذهب، فيما استخدم الذهب لأغراض الاستيرادات العسكرية، وأهم سمات هذه القاعدة مايلي: - عدم إمكانية تحويل الورقة النقدية إلى ذهب أو العكس.

- تخضع تجارة الذهب إلى قيود حكومية.

- تحدد الورقية النقدية سعر رسمي.

- تعد الورقة النقدية وسيلة للمدفوعات، وهي ذات قوة إبرام قانونية.

- تخضع قيمة هذه الأوراق إلى تقلبات واسعة.

إن أسعار الصرف في ظل هذه القاعدة كانت تتحدد على أساس تفاعل العرض والطلب وهذا ما يعرف بأسعار الصرف الحرة، إلا أنه تم التخلي عن هذه القاعدة لأن أسعار الصرف متغيرات رئيسية في اقتصاد الدولي، فثباتها و استقرارها أمر ضروري لتوطيد وسائل الاتصال بين الاقتصاد القومي لمختلف الدول و الواقع يفرض على الدولة التدخل في سوق الصرف لتخفيف حدة التقلبات في سعر العملة الوطنية.²

3- نظام الرقابة على الصرف:

1- مصطفى بن شلاط أثر تغيرات سعر الصرف على المتغيرات الاقتصادية في الجزائر "، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص التحليل الاقتصادي، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير المركز الجامعي بشار 2005 - 2006 ، ص 8 -11.

2- مصطفى بن شلاط ، مرجع سابق، ص: 9.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

ظهر نظام الرقابة على الصرف الأجنبي على نطاق واسع بشكل لم يعهده العالم من قبل في غمار الأزمة الاقتصادية العالمية الكبرى في فترة 1929 - 1933، حيث انتشر هذا النظام في ألمانيا و دول أوروبا الوسط و الشرقية وأمريكا اللاتينية ففي هذه الأزمة شهد العالم انهيار قاعدة الذهب الدولية.

ويعرف نظام الرقابة على الصرف في دولة ما بأنه عبارة عن الاشراف الحكومي المنظم على سوق الصرف الأجنبي، أي على عرض الصرف الأجنبي والطلب عليه في هذه الدولة وتتخلص قواعد هذا النظام في:

- عدم السماح بحرية تحويل العملة الوطنية إلى العملات الأخرى في ظل القواعد المنظمة التي تضعها الدولة.

- اخضاع حركة تصدير و استيراد الصرف الأجنبي لقواعد معينة.

إعادة تقييم الين الياباني ، هذا القرار أضعف الدول الأخرى التي قامت بإيقاف الأخذ بمبادلات التحويل على أساس قيمة التعادل بين العملات كما أدت التبايدات عن سعر الصرف التعادل إلى رفع قيمة معظم العملات الرئيسية مقابل الدولار و بهذا تحول نظام ثابت ومستقر إلى نظام صرف يعتمد على سياسة تقييم العملات¹.

الفرع الثاني: أنظمة أسعار الصرف بعد انهيار نظام بريتون وودز

بعد انهيار نظام بريتون وودز لنظام استقرار أسعار الصرف في بداية السبعينات و الانتقال إلى مرحلة السماح بتعويم العملات الرئيسية في أسواق الصرف، اتبعت بلدان العالم عددا متنوعا من نظم أسعار الصرف نوجزها فيمايلي:

1- نظام سعر الصرف الثابت:

وفي ظل هذه الأنظمة يتم تثبيت سعر صرف العملة إلى:²

أ- إما عملة واحدة : تتميز بمواصفات معينة كالقوة و الاستقرار، وفي هذا الإطار تعمل الاقتصاديات على تثبيت عملاتها إلى تلك العملة دون إحداث تغيير إلا في بعض الحالات، كما هو حال الفرنك الأفريقي سابقا مع الفرنك الفرنسي، وكما هو الحال الدينار الأردني مع الدولار الأمريكي. ولقد شكلت العملات المربوطة بعملة واحدة سنة 1996 :

9- 20 عملة بالدولار الأمريكي.

10-14 عملة بالفرنك الفرنسي.

ب- إما سلة عملات: وعادة ما يتم اختيار العملات انطلاقا من عملات الشركاء التجاريين الأساسيين، أو من العملات المكونة لوحدة حقوق السحب الخاص كما هو شأن الدينار الإماراتي. أو الربط حاليا باليورو واعتباره امتدادا لسلة العملات المكونة للايكو سابقا. ولقد تم تسجيل 20 عملة مرتبطة بسلة من العملات من غير حقوق السحب الخاصة في سنة 1996.

ج- ضمن هوامش محددة : سواء تعلق التثبيت بعملة واحدة أو سلة العملات، وهنا يتم تحديد مجال التقلب المسموح به.

1-1- مزايا نظام سعر الصرف الثابت: ومن أهم مزايا هذا النظام مايلي:³

1 - مصطفى بن شلاط ، مرجع سابق، ص: 9.

2 - عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص: 115 - 116.

3 - حنان، لعروق، مرجع سابق، ص: 68 - 69.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

توفير إطار مستقر للمبادلات التجارية الدولية وتشجيعها ، وبالتالي استقرار نسبي للمعاملات الاقتصادية، واستقرار الأسعار يجعل المصدر و المستورد على علم بوقت منح أو الحصول على المبلغ الذي يتحصل عليه المصدر، أو يدفعه المستورد عند نهاية مدة القرض. وهذا ما يؤدي إلى توزيع أمثل للموارد وبالتالي انتشار الثقة بين المتعاملين في البلد وبقية العالم:

-إمكانية التحكم في كمية النقود ، لأن الإصدار النقدي محدود بإنتاج الذهب، وبالتالي لا تكون إمكانية للانحدار نحو التضخم، مع الحفاظ على الاستقرار النقدي وهو أصعب ما يمكن تحقيقه حالياً.

- يجعل العملة قابلة للتحويل و استقرار سعر تعادلها مما يزيد الثقة فيها، وهذا لارتباطها بعملة أجنبية أو بسلة من العملات تتمتع بنوع من الاستقرار، ويؤدي إلى زيادة ثقة بقية العالم في تعاملاتهم التجارية و الرأسمالية مع الدولة المثبتة لسعر صرفها.

- سعر الصرف الثابت يؤدي إلى تغيرات في الاقتصاد تتلائم مع هذا السعر و يحقق توازن تلقائي في ميزان المدفوعات بالمعنى الاقتصادي، وهو موجود نوعاً ما على الدوام.

- سعر الصرف المعدل في منطقة التغيير المحددة لا يتغير.

- استيراد استقرار الأسعار من دول العملات الأجنبية خاصة القوية، حيث تقوم الدول ذات معدلات تضخم عالية بالبحث عن أداة للحد من توقعات التضخم وامتصاصه وتقليل تكاليفه بتثبيت الصرف.

1-2- عيوب نظام سعر الصرف الثابت : وهذا لا ينفي وجود عيوب وهي كالتالي:¹

- حاجة الدولة إلى قدرة كبيرة للاحتفاظ بكميات كافية من الاحتياطات الدولية، من أجل التدخل في أوقات الحاجة للحفاظ على استقرار أسعار الصرف داخل مجال التغيير، بحيث تكون مستعدة للتنازل عن هذه الاحتياطات بشراء العملة الوطنية، في حالة اتجاه قيمة العملة نحو الانخفاض ، وقد يتطلب من السلطات النقدية التدخل في حدود تفوق احتياطاتها، لهذا وجب الاستفادة في حالة ارتفاع قيمة العملة الوطنية من أجل تركيب وزيادة الاحتياطات.

- هذا النظام يسمح لبعض المتعاملين بالمضاربة بدون مخاطر، لأن البنك المركزي مجبر للدفاع عن سعر الصرف الثابت، وتكون خسائر المضارب محصورة في هامش التغيير، إذا استطاع البنك المركزي إعادة الاستقرار.

- السياسة النقدية المتبعة في هذا النظام تتمتع بأقل حرية و استقلالية لتحقيق الأهداف الاقتصادية. سياسة إعادة التوازن الميزان المدفوعات تركز على سياسة انكماشية أو تضخمية، لأن الدولة تسعى إلى تحقيق توازن خارجي على حساب التوازن الداخلي، وبالتالي التعارض مع السياسة الاقتصادية الداخلية معدلات النمو، مستوى التشغيل... الخ).

- بما أن سعر الصرف يكون مربوط إلى عملة أو سلة من العملات هذا يعني تمرکز القوة الاقتصادية في صالح البلد المهيمن ذو العملة القوية، وتبعية الاقتصاديات الأخرى لها. سعر الصرف الثابت قد لا يعكس الوضعية الاقتصادية الحقيقية، أو قد لا يتناسب مع الاقتصادية السائدة.

هذه العيوب أدت بالدول في السنوات السبعينيات إلى التخلي عن هذا التثبيت من أجل تحقيق أكبر قدر من أهدافها المسطرة، وهذا ما بينه العمل الذي قام به الاقتصادي Mundell من خلال ما أطلق عليه بالمعضلة الثلاثية ، والذي بين أن السياسة الاقتصادية الكلية لا تستطيع الدول تحقيقها إلا من خلال عنصرين من رؤوس المثلث أي: 1- حرية حركة انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود، 2- استقلالية السياسة النقدية، 3- نظام سعر صرف ثابت.

¹- حنان العروق، مرجع سابق، ص: 69-70.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

2- نظام سعر الصرف العائم (المرن):

تتميز هذه الأنظمة بمرونتها و قابليتها للتعديل على أساس بعض المعايير منها : المؤشرات الاقتصادية للبلاد مثل سعر الصرف الحقيقي الفعال، وعلى ضوءها تقوم السلطات النقدية بتعديل أسعار صرفها وهذا النظام فيه نوعين هما:¹

- أ- **التعويم المدار:** وضمن هذا المنظور تقوم السلطات بتعديل أسعار صرفها بتواتر على أساس مستوى الاحتياطي لديها من العملات الأجنبية و الذهب وعلى أساس وضعية ميزان المدفوعات أيضا ويسمى الموجه.
- ب- **التعويم الحر:** وهو وضع يسمح بموجبه لقيمة العملة أن تتغير صعودا وهبوطا حسب قوى السوق، ويسمح التعويم للسياسات الاقتصادية الأخرى بالتححرر من قيود سعر الصرف، وبالتالي فإن تعويم يسمح للسلطات بإعداد السياسة الملائمة، ومثل هذا الوضع يدفع بأسعار الصرف ذاتها أن تتكيف مع الأوضاع السائدة لا أن تشكل قيودا.

وفي هذا النوع يوجد نوعين أساسيين هما كالتالي:²

11- **نظام سعر الصرف المختلط حيث:** في هذا النظام تكون أسعار الصرف ثابتة ومعمومة أي الجمع بين خاصية التثبيت وخاصية التعويم ، ويطبق مثلا في مجموعة النظام النقدي الأوروبي، حيث تكون الدول المجموعة مثبتة بالنسبة لبعضها البعض وعائمة أمام الدول الأخرى خارج المجموعة.

12- **التعويم الغير نظيف (القدر):** ويقصد به تدخل السلطات النقدية في اسواق الصرف الأجنبي عن طريق البيع أو الشراء قصد التأثير على قيمة عملتها لتحقيق هدف معين ، وقد يتسبب هذا النظام في حرب بين السلطات النقدية لبعض الدول وذلك باتخاذ اجراءات مضادة قد تتسبب في اضطراب اسواق النقد الدولية.³

ومن بين مزايا و عيوب هذا النظام مايلي:⁴

1.2 - مزايا نظام سعر الصرف العائم (المرن)

13- تقلل من حدة المضاربة بحكم عمل آلية العرض و الطلب وهو ما يظهر إذا كانت المرونة قوية تعويم (حر).

14- يمكن أن تقف دون خسارة الاحتياطات الدولية في حالة حدوث أزمة مالية.

15- في حالة حدوث اختلالات على مستوى المدفوعات لبلد ما فإنه يمكن اجراء التصحيح اللازم في ميزان المدفوعات بتعديل سعر الصرف بدلا من تغيير العرض النقدي.

16- يمكن اتباع السياسة النقدية اللازمة دون القيد.

2.2- عيوب نظام أسعار الصرف العائمة (المرنة):

17- حدوث تذبذبات واسعة في أسعار الصرف.

18- هذه الأنظمة تنعكس على ثقة العملة، حيث تفقد الثقة التي تتمتع بها في ظل أسعار الصرف الثابتة.

19- عدم القدرة على التنبؤ بتغيرات معدلات الصرف تقلص من حركية رؤوس الأموال طويلة الأجل زيادة على التبادلات الدولية، لأنها في الغالب مصدر عدم يقين بالنسبة لعوائد الاستثمارات في الخارج وإيرادات الصادرات

1- عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص: 116.

2- مصطفى بن شلاط، مرجع سابق، ص: 16.

3- محمد راتول ، الدينار الجزائري بين نظرية اسلوب المرونات و اعادة التقويم"، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا ، جامعة الجزائر ، العدد 4، ص: 241.

4- محمد علة ، مرجع سابق، ص: 41.

المبحث الثالث : تنظيم سوق الصرف الاجنبي

المطلب الاول : مفهوم سوق الصرف

هناك تعريفات عديدة نذكر من بينها:

تعريف1: هو مكان تلاقي عرض وطلب مختلف العملات ومن خلاله يتم تحديد سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأخرى¹.

تعريف2: هو الوعاء الذي تتم فيه كل الصفقات العالمية سواء تعلقت بالتجارة الدولية أو بتدفق رؤوس الأموال، وما تجدر إليه الإشارة أن سوق الصرف غير محدد المكان فهو يتوزع على كل المراكز المالية، عبر الشبكات المعلوماتية والكوابل الهاتفية للبنوك والمؤسسات المالية.

تعريف3: هو السوق الذي تنفذ فيه عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية ولا يوجد مكان محدد لهذه الأسواق ففي العادة تتم العمليات بين البنوك بواسطة أجهزة تداول إلكترونية أو معلوماتية مرتبطة فيما بينها عن طريقة شبكات الإتصال أو أرقام صناعية، يتم إنشاؤها من قبل شركات الخدمات المالية مثل (رويتر) (Reutiers) وتعمل 24 ساعة، وهذا نتيجة إختلاف التوقيت في هذه الأسواق فعندما تغلق الأسواق في الولايات المتحدة تبدأ أسواق طوكيو بالعمل وبعد ذلك بساعتين تنفتح أسواق هونغ كونغ وسانغفورة وبعدها بساعتين تبدأ أسواق نيودلهي بالعمل لتليها بعد ذلك أسواق البحرين والشرق الأوسط وبعدها بساعتين تبدأ الأسواق الأوروبية في العمل وأسواق طوكيو في الإغلاق، وفي منتصف ساعات عمل الأسواق الأوروبية تبدأ الأسواق الأمريكية في العمل².

المطلب الثاني : العمليات و المتدخلين في سوق الصرف

تتعرض أسعار الصرف في الأسواق لتقلبات دورية تتسبب في عدم استقرارها وهو ما يجعل الأطراف المتدخلة في هذه الأسواق إلى القيام بعمليات للحماية وأخرى للاستفادة من هذه التقلبات.

1- عمليات سوق الصرف

يوجد عدة عمليات تجعل متعاملي سوق الصرف يتدخلون فيه، وهو ما سنعرضه في هذا العنصر.

1-1- التغطية

يتدخل متعاملي سوق الصرف لتغطية خطر الصرف التي تحمله مختلف العمليات التجارية أو المالية، التحصيل أو التسديد بالعملات الصعبة لتاريخ استحقاق معين والتي تجرى في هذا السوق. ابتداء من تاريخ التغطية المتعامل يعلم يقينا المقابل من العملة الصعبة لعملة الوطنية والذي يكون تدفقه مستقبلا. هذه التغطية تحتل أيضا خطر أولي مما يدعو إلى اتخاذ وضعية صحيحة لمواجهة في هذا السوق وذلك لإلغائه نهائيا، فأي تغيرات غير مرضية لأسعار الصرف بالنسبة للوضعية الأولية للمتعامل سوف تعوض بأرباح تحقق عند وضعية تغطية الخطر. في الواقع بالرغم من أن المتعامل يسعى إلى تغطية خطر الصرف في هذه السوق ولكنه لا يجعله يتلاشى بل يحوله إلى متعامل آخر الذي يقبل تحمله أملا من أن يحقق أرباحا عند تحقق عملية الصرف³.

1- د/ الطاهر لطرش- تقنيات البنوك- ديوان المطبوعات الجامعية – الجزائر (2005) الطبعة الخامسة ص 109.

2- د/ الطاهر لطرش، مرجع سابق، ص 110.

3- شوقي طارق، مرجع سابق، ص 16.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

وتشمل عملية التغطية الحالتين التاليتين¹:

- أ- **الحالة الأولى** : عندما يتوقع مضارب أو شركة تجارية مدينة (بعملة أجنبية كالدولار (مثلا ارتفاع سعر هذه العملة مستقبلا عن سعرها الحالي، فهنا باستطاعة هذا الشخص أو الشركة تأمين نفسه ضد هذا الارتفاع في قيمة الدولار عن طريق الاقتراض من إحدى البنوك بمبلغ من الدولارات بسعر يتفق عليه في الحال.
- ب- **الحالة الثانية** : عندما يتوقع شخص أو شركة دائنة (عندما تصدر سلع إلى الخارج (مثلا) انخفاض سعر العملة (الدولار مثلا) التي ستتقاضاها لقاء صادراتها، فهنا ستتستطيع هذه الشركة تأمين موقفها المالي ضد انخفاض الدولار عن طريق بيع الدولارات التي يمكن أن تقتترضها من أحد البنوك بسعر فائدة محدد وحين تحصل الشركة قيمة صادراتها تقوم بتسديد اقتراضها من البنك.

1-2- المضاربة

إن عملية المضاربة في سوق الصرف لها أهداف تختلف جذريا مع أهداف التغطية، فالمضارب يعرض نفسه طواعية لخطر الصرف على أمل تحقيق أرباح من تغيرات ايجابية لأسعار الصرف وعليه فعمليات المضاربة لا تحركها العمليات التجارية استيراد أو تصدير السلع أو (الخدمات ولا عمليات مالية (إقراض أو اقتراض بالعملات الصعبة)².

ويتمثل هدف الشخص الذي يقوم بالمضاربة وضعا مفتوحا في سوق الصرف الأجنبية بهدف الحصول على أرباح فجائية من التقلبات الحاصلة في سعر الصرف. فعندما يتوقع المضارب أن سعر صرف عملة محدد سوف يرتفع في المستقبل القريب يقوم بشرائها، وبالعكس عندما يتوقع انخفاض هذه العملة في المستقبل القريب يقوم ببيع العملة في السوق الأجلة لغرض التسليم في المستقبل. وعندما لا يتحقق توقعات المضاربين يتحملون خسائر فجائية، أما في حالة المضاربة في العملة القوية و الوحيدة في السوق فهي تدفع سعر الصرف للحركة إلى الإتجاه المتوقع³.

والمضاربة في سوق الصرف على نوعين هما:4:

- أ- **المضاربة المؤدية إلى الاستقرار في سوق الصرف**: وهي المضاربة التي تسود في حالة سريان الظروف الطبيعية بحيث أن سعر الصرف الذي يرتفع أو ينخفض عن المستوى التوازني لا يد وأن يعود إليه لأن المضاربين يتحركون لبيع العملة التي ارتفع سعر صرفها لسبب طارئ، ويقومون بشرائها إذا انخفض سعر صرفها عن مستواه التوازني وهم بهذا يقودون السوق والسعر إلى الاستقرار من جديد.
- ب- **المضاربة المؤدية إلى عدم الاستقرار**: يسود هذا النوع من المضاربة عندما تغلب حالة غير مألوفة من التوقعات حول حركة سعر الصرف، بحيث إذا تحرك سعر الصرف بعيدا عن نقطة التوازن يؤدي إلى إطلاق حركة في سوق الصرف تدفع هذا السعر إلى الابتعاد أكثر عن السعر التوازني، ففي مثل هذه الأحوال عندما ينخفض سعر الصرف يسود لدى المضاربين التوقع بأن هذا السعر سيتبعه مزيد من الانخفاض، لذلك فإنهم يقومون بزيادة بيع أرصدهم من هذه العملة، وبالتالي فإن تصرف المضاربين هذا شأنه أن يدفع سعر صرف العملة إلى مزيد من الانخفاض.

1-3- التحكيم

هو عملية الاستفادة من فروق أسعار العملة في أسواق الصرف المختلفة⁵. 2 وذلك عن طريق شراء العملات في سوق تكون فيه قيمتها رخيصة وبيعها في الحال في سوق آخر يكون سعرها فيه أعلى بهدف تحقيق الربح، وتتحقق هذه

1- عبد العزيز برنة، مرجع سابق، ص28.

2- شوقي طارق، مرجع سابق، ص17

3- عبد الكريم جابر العيساوي التمويل الدولي مدخل حديث، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص 293.

4- هجير عدنان زكي، أمين الاقتصاد الدولي : النظرية والتطبيقات إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 63-ص264.

5- مجدي محمود شهاب الاقتصاد الدولي المعاصر، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2007، ص247.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

العملية عندما تتفاوت أسعار عملة ما في عدد من الأسواق المختلفة في آن واحد، وتؤدي هذه العملية في النهاية إلى تحقيق التوازن بين أسعار الصرف في الأسواق المالية العالمية في ظل الحرية التامة في تحويل العملات داخل الأسواق¹.

من هنا يمكن القول إن عمليات التحكيم - على عكس المضاربة تهدف إلى الاستفادة من التفاوت القائم بين أسعار صرف العملات في أسواق الصرف المختلفة مما يؤدي في النهاية إلى القضاء على هذا التفاوت، و سيادة سعر واحد العملة الأجنبية بين هذه الأسواق المختلفة و طالما كانت الأوضاع عادية و المعلومات كاملة والمبالغ المتدفقة متاحة، فإن معدل سعر الصرف الأجل لسعر الصرف العاجل يعكس الفرق في أسعار الفائدة، وأي اختلاف بينهما سوف يتيح الفرصة لأرباح غير خاضعة للمخاطر. ويقوم المتعاملون في السوق بالبيع والشراء حتى استفاد جميع فرص الربحية. وفي هذه الحالة فإن المتعاملين سوف يساوون الأسعار عبر الزمن. وفي الواقع نجد أن هذه العلاقة لا تتحقق في بعض الأحيان عندما يتم الإيداع في دولتين مختلفتين لعدد من الأسباب، نذكر منها²:

- أ- عدم وجود المنافسة الكاملة، حيث توجد تكاليف، معاملات، وكذلك عدم توفر المعلومات بشكل كافي؛
- ب- لا تعتبر الأصول الأجنبية والمحلية بدائل كاملة نظراً لقيام العديد من الحكومات بوضع بعض القيود على تدفقات الأموال الأجنبية؛
- ج- رغبة الأشخاص في تنويع الأصول التي يحتفظون بها لكي يقللوا من المخاطر، ويقومون بتحويل الأصول الأجنبية من وإلى الدولة، ومن ثم يتسببون في تحولات رؤوس الأموال حتى في ظل عدم وجود فوارق في أسعار الفائدة.

2- المتدخلون في أسواق الصرف

هناك عدة هيئات تتواجد بأسواق الصرف أبرزها:

2-1- البنوك المركزية

يتمثل الدور أو التدخل الأساسي للبنوك المركزية بالنسبة لسوق الصرف سواء بطريقة مباشرة أو غير مباشرة في تعديل وتقليص تقلبات أسعار صرف العملات بالاعتماد على بعض المعلومات كالتالي تتعلق بمعطيات الاقتصاد الكلي والسياسة العامة للدولة وذلك بالاستناد على آلية معدل الفائدة وعلى سعر الصرف³.

2-2- البنوك التجارية

هي من أهم المتعاملين في سوق الصرف بحكم طبيعة مواردها تبحث دائما عن توظيف ما لديها في سوق النقد في أصول قصيرة الأجل دائمة الحركة، وبهذا تمثل الجزء الأكبر للعمليات المتداولة ويمكن ان نميز ثلاث أنواع من هذه البنوك⁴:

- أ- النوع الاول و يتميز بسيطرته على الاسواق، فهي بنوك على استعداد دائم لتوفير عروض البيع و الشراء لعدد كبير من العملات الرئيسية، وهي مستعدة دائما إلى تسديد البيع والشراء بالعروض التي تقدمها؛
- ب- النوع الثاني يتميز بكثافته في السوق لكن ليس لها تأثير كبير؛
- ج- النوع الثالث يتكون من البنوك المتوسطة والصغيرة وهي تمثل الجزء الأكبر في السوق، لكن اشتراكها غير إيجابي.

1- منال محمد تيسير سرور العوامل المؤثرة في سوق العملات الأجنبية - دراسة تطبيقية على مؤشر الدولار الأمريكي، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، تخصص الأسواق المالية، جامعة دمشق، سوريا 2014 ، ص 16.

2- عزي خليفة، سعر صرف الدينار الجزائري بين نظام التثبيت ونظام التعويم المدار وتأثيره على ميزان المدفوعات (1985-2008)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك وتأمينات جامعة محمد بوضياف المسيلة، أكتوبر 2012، ص 40.

3- السعيد عناني، مرجع سابق، ص 7.

4- رحمة خموري، سياسات سعر الصرف في الجزائر (1962-2010)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد بن أحمد، وهران، 2010/2011، ص 15.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

2-3- المؤسسات غير المالية

تقوم بعض مؤسسات الأعمال بدخولها لسوق العملات الأجنبية وذلك كنتيجة لنشاط هذه المؤسسات التجارية والاستثمارية التي تحتم عليها دخول هذه الأسواق كمشترية أو كبائعة للعملات وهي قد تقوم بذلك مباشرة أو من خلال البنوك والمؤسسات المالية التي تتعامل معها¹.

2-4- سمسارة الصرف

يعتبر سمسارة الصرف وسطاء نشطين يقومون بتجميع أوامر الشراء أو البيع للعملات الصعبة لصالح عدة بنوك أو متعاملين آخرين ويقومون بضمان الاتصال بين البنوك وإعطاء معلومات عن التسعيرة المعمول بها في البيع والشراء بدون الكشف عن أسماء المؤسسات البائعة أو المشترية لهذه العملات².

2-5- الأشخاص المستقلون

يتمثل الأشخاص المستقلون في كل من السياح المستثمرون الذين يتاجرون في العملات المراهنة على اتجاه التغير في السعر النسبي، وغيرهم من المتعاملون الذين يخلقون كل من العرض والطلب على العملة الأجنبية³.

المطلب الثالث : الاسواق الدولية لاسعار الصرف و اهم العملات المتداولة فيها

تنقسم أسواق العملات الأجنبية في العالم إلى مجموعة أسواق تتداول فيها عملات قيادية وارتكازية، وهو ما سنوضحه في هذا المطلب.

1- الأسواق الدولية لأسعار الصرف

وتنقسم إلى أربعة مجموعات رئيسية على أساس جغرافي، وذلك كما يلي⁴:

1-1- أسواق الشرق الأقصى

تمتاز هذه المجموعة بأنها أول من يفتح أبوابه للتعامل نظراً لطلوع الشمس فيها قبل أي مجموعة أخرى، ومن أهم هذه الأسواق:

- أ- سوق طوكيو: نظراً لازدياد دور اليابان في التجارة الخارجية بين دول العالم، فقد ازداد أهمية هذا السوق، وأخذ يلعب دوراً كبيراً في المنطقة، وعملتها الرئيسية الين الياباني.
- ب- سوق هونج كونج: برزت أهمية هذا السوق بعد أن أصبحت هونج كونج قاعدة صناعية عالمية قريبة من الصين، أكبر دول العالم في تعداد السكان وعملتها اللوان الصيني.
- ج- سوق سنغافورة: برزت أهمية هذا السوق بعد أن أصبحت سنغافورة قاعدة صناعية ومالية، تخدم منطقة جنوب شرق آسيا.

¹ - شقيري نوري موسى وآخرون، مرجع سابق، ص 123

² - عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص 109

³ - لخضر عقبي، ميزان المدفوعات وآثاره على التجارة الخارجية - دراسة حالة بلدان المغرب العربي من 1990 إلى 2009، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص مالية وإدارة أعمال جامعة محمد أحمد، وهران، 2010/2011، ص 115.

⁴ - لقمان معزوز، انعكاسات تقلبات أسعار صرف الدولار على تغيرات أسعار السلع الاستراتيجية الدولية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي جامعة الجزائر، 03 الجزائر، 2015/2016، ص ص 145-146

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

2-1- أسواق الشرق الأوسط:

لقد ازدادت أهمية هذه الأسواق نتيجة لزيادة إيرادات بعض دول المنطقة من عائدات النفط، وهي تفتح أسواقها للتعامل بعد خمسة ساعات من بدء العمل في أسواق الشرق الأقصى، يعتبر الريال أهم عملة متداولة في هذه الأسواق، ومن أهم أسواق هذه المجموعة:

أ- سوق البحرين: حي تعتبر البحرين مركزاً مالياً للعمليات المصرفية الخارجية تخدم منطقة البحرين والخليج العربي، والسعودية.

ب- سوق دبي: ولها أهمية مالية خاصة للإمارات العربية المتحدة، ومنطقة الخليج العربي.

ج- سوق الرياض: تبرز أهمية الرياض، كونها عاصمة المملكة العربية السعودية التي تملك أكبر مخزون نفطي في

العالم، ويعتبر اقتصادها أكبر اقتصاد في منطقة الخليج العربي.

3-1- الاسواق الأوروبية:

ويبدأ العمل في هذه الأسواق بعد ساعتين أو ثلاث ساعات بعد بدء العمل في أسواق الشرق الأوسط، ومن أهم العملات المتداولة في هذه الأسواق عملة اليورو وتتمثل أسواق هذه المجموعة فيما يلي:

أ- سوق لندن: ويعتبر أكبرها على الإطلاق، إذ يشكل مركزاً عالمياً مهماً لجميع أسواق المال في العالم، ولهذا السوق تاريخ طويل نظراً لكون بريطانيا دولة عظمى، كانت تسيطر على معظم الدول وتنتشر مستعمراتها من أقصى الشرق إلى أقصى الغرب، كما تهتم الحكومة البريطانية بدعم هذا السوق نظراً للفائدة الاقتصادية التي تحققها من ذلك.

ب- سوق فرانكفورت: وتبرز أهمية هذا السوق كون ألمانيا تشكل عاملاً مهماً في التجارة الدولية، ومن أكبر دول أوروبا التي تتعامل بالعملة الأوروبية الموحدة، كما يقع فيها مركز البنك المركزي الأوروبي.

ج- سوق زيوريخ: تعتبر زيوريخ مركزاً مالياً مهماً نظراً لما تتمتع به سويسرا من استقرار سياسي واقتصادي، وكذلك تميز قوانينها بالسرية والكتمان في التعاملات البنكية.

د- سوق باريس: وهو من الأسواق الأوروبية المهمة، نظراً لحجم الاقتصاد الفرنسي وحجم التبادل التجاري الفرنسي مع العالم.

4-1- أسواق أمريكا الشمالية:

تفتح هذه الأسواق أبوابها للتعامل بعد (5) ساعات من أسواق أوروبا، ويعتبر الدولار الأمريكي العملة المتداولة بقوة في هذا السوق ومن أهم أسواق هذه المجموعة¹:

أ- سوق نيويورك: وتعتبر أهم مركز مالي في أمريكا الشمالية.

ب- سوق شيكاغو: حيث تعتبر شيكاغو مركزاً مالياً صناعياً مهماً في الولايات المتحدة الأمريكية.

ج- سوق لوس أنجلوس: تعتبر لوس أنجلوس مركزاً مالياً وتجارياً في الولايات المتحدة الأمريكية.

د- سوق تورينوتو: حيث تعتبر تورينوتو من أهم المراكز المالية والتجارية في كندا.

2- أهم العملات المتداولة في أسواق الصرف الدولية

¹- منال محمد تيسير سرور، مرجع سابق، ص14.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

إن أرصدة العالم اليوم من العملات الارتكازية، تمثل المصدر الأول لزيادة الاحتياطات السائلة، وتتمثل أهمها في¹:

2-1- الدولار الأمريكي

يعتبر الدولار الأمريكي العملة الارتكازية الأولى في العالم و يعزى ذلك إلى أنه أكثر العملات استعمالاً في تمويل التجارة والمدفوعات الخارجية، كما أنه عملة الدفع في تجارة النفط الدولية بالإضافة إلى أنه عملة التدخل للمحافظة على أسعار العملات الأخرى.

2-2- الجنيه الإسترليني

لقد احتل الإسترليني حتى الحرب العالمية الأولى مكانة الصدارة في تسوية المدفوعات الدولية، ومع الحرب العالمية الأولى برزت الظروف الخالقة لعدم الاستقرار الاقتصادي والنقدي في إنجلترا، ثم في أعقاب الحرب العالمية الثانية تعرض الإسترليني لازمات متعاقبة، مما نتج عنه هبوط الرصيد الذهبي لإنجلترا وتحويلها إلى دولة مقترضة، كل ذلك أثر في النهاية على المركز الفني للإسترليني كعملة ارتكازية وكوسيلة أساسية للدفع، وأجبره على التخلي عن مكانة الصدارة لصالح الدولار الأمريكي.

2-3- الأورو الأوروبي

إن ظهور الأورو والوزن الاقتصادي الذي يتمتع به على الصعيد الاقتصادي العالمي، أصبح يزاحم الدولار في المعاملات المالية والتجارية العالمية، حيث انه منذ إصدار شكل الأورو عرف نجاحاً لدوله الأعضاء، ويمكن القول أن الأورو حقق هدفه لدفع عملية التكامل وارتفعت مكانة الأورو الدولية باستمرار.

2-4- الين الياباني

مع ازدهار اليابان كقوة اقتصادية ملموسة وذات وزن في محيط العلاقات الدولية عرف الين الياباني نفس الشهرة حيث تمثل اليابان 4 من الناتج المحلي العالمي و4% من التجارة العالمية.

2-5- الفرنك السويسري

تأتي قوة الفرنك السويسري من طبيعة البنك المركزي السويسري الذي يتمتع بأعلى درجات الاستقلالية المتعارف عليها دولياً، فضلاً على كون سويسرا ساحة مالية كبيرة نتيجة سياسة الحياد التي تعتمدها الحكومة السويسرية وابتعادها عن المنازعات والمشاكل الدولية.

2-6- اليوان الصيني

اندمجت العملة الصينية في أكتوبر 2016 رسمياً في سلة حقوق السحب الخاصة، مما يؤكد نجاحات الصين على صعيد التطور الاقتصادي، وهي ثمرة الإصلاحات وفتح قطاعها المالي².

1- رقية سهلي، تقلبات أسعار صرف الدولار وانعكاساتها على عائدات الصادرات النفطية في العشرة الأخيرة لكل من (الجزائر، ليبيا، الإمارات، السعودية دراسة مقارنة أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي جامعة حسنية بن بوعلي، الشلف، جوان 2017. ص: 37-36.

2- محمدي طيب امحمد وكنوش عاشور معايير وشروط انضمام النقود الدولية إلى النادي المغلق للعملات المرجعية المعتمدة، مجلة اقتصاديات شمال أفريقيا، العدد 17، جامعة حسنية بن بوعلي الشلف جوان 2017، ص 138.

المبحث الرابع : سياسات اسعار الصرف و اهدافها

تعتبر سياسة سعر الصرف أحد أهم السياسات الاقتصادية التي تهدف أساسا إلى حماية الاقتصاد الوطني الصدمات الداخلية والخارجية، ولتحقيق ذلك يتطلب مجموعة من الأدوات.

المطلب الاول : مفهوم السياسة الاقتصادية و انواعها

تقوم السياسة الاقتصادية بدور كبير في تحقيق أهدافها، ومن خلال هذا المطلب سنعرض بعض المفاهيم المتعلقة بها وسياساتها.

1- تعريف السياسة الاقتصادية

يقصد بالسياسة الاقتصادية عامة كل ما يتعلق باتخاذ القرارات الخاصة بالاختيار بين الوسائل المختلفة التي يملكها المجتمع لتحقيق اهداف اقتصادية واجتماعية معينة والبحث عن أفضل الطرق التي تؤدي إلى تحقيق هذه الأهداف. وتعتمد السياسة الاقتصادية على الأدوات والوسائل المتاحة لهان ويتطلب ذلك دراسة أفضل السبل أو الوسائل التي يمكن ان تعتمد عليها السلطات العامة بغية تحفي هدف معين أو غاية معينة¹.

ولكي يستطيع راسم السياسة الاقتصادية إنجاز عمله في إعداد السياسة بكفاءة لا بد من اتباع أسلوب معين يسترشد به لتحقيق غايته وهذا الأسلوب يتكون من عدة خطوات يجب أن تتضمنها السياسة الاقتصادية الكلية وهي²:

1-1- تحديد الهدف

عند وضع سياسة اقتصادية لا بد أن يحدد الهدف المرجو تحقيقه، ولتحديد الهدف لا بد ممن تحديد المشكلة التي من أجلها يجب وضع السياسة الاقتصادية وتحديد المشكل بدوره يتطلب تفهم الاحوال والظروف التي تحيط بالمشكلة

1-2- تحديد السياسة البديلة

من المفيد تحديد جميع الإمكانيات أو الطرق التي يستطيع الاقتصادي أن يسلكها من أجل تحقيق أهدافه؛

1-3- تحليل دقيق لكل السياسات البديلة

يجب أن تدرس كل سياسة مقترحة بعناية ودقة وتحدد الآثار التي سوف تنتج عنها، فعن طريق هذه المعرفة يختار الاقتصادي من بين الحلول المقترحة الحل الذي يراه هو أفضل الحلول؛

1-4- مقارنة الحل المختار ميدنيا مع الماضي

عند تفضيل الاقتصادي لإحدى السياسات يجب دراسة فعالية تطبيق هذه السياسة في الماضي لكي يتمكن من تقييم توقعاته على ضوء الخبرة الماضية، مما يساعده على الاستمرار في تبني السياسة المختارة أو التفتيش عن سياسة أفضل تكون ملائمة للواقع الاقتصادي للدولة.

2- أنواع السياسات الاقتصادية

2-1- السياسة النقدية

¹ عبد الغفور مزيان وأحمد سلامين فعالية السياسات الاقتصادية في الجزائر في ظل العولمة المالية - دراسة تحليلية باستعمال منهج البرمجة المالية للفترة (2000-2022)، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية العدد 03 جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2017.

² -إسماعيل عبد الرحمن وحربي محمد موسى عريقات، مفاهيم أساسية في علم الاقتصاد - الاقتصاد الكلي، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 1999 ، ص ص : 53 - 54.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

وهي عبارة عن الإجراءات اللازمة التي تمكن السلطات النقدية من عرض النقود أو التوسط النقدي ليطمأنى وحاجة المتعاملين الاقتصاديين وهي هدف البنك المركزي في ممارسة الرقابة على البنوك، على معدلات الفائدة، وعلى شروط القرض، ويمكن لهذه السياسة أن تكون تقييدية بمعنى أنها تسعى إلى تقليص عرض النقود ورفع معدلات الفائدة لتقليص الناتج المحلي الإجمالي، كما يمكن لهذه السياسة أن تكون توسعية بهدف زيادة عرض النقود قصد تخفيض معدلات الفائدة تشجيعا على الاستثمار ومنه زيادة الناتج المحلي الإجمالي.¹

2-2- السياسة المالية

يمكن تعريف السياسة المالية على أنها مجموع الوسائل المالية للإيرادات العامة والنفقات التي تستعملها الدولة من أجل التأثير على النشاط الاقتصادي وتحقيق الأهداف الاقتصادية الاجتماعية وحتى السياسية، وصولا لأهداف السياسة الاقتصادية للدولة. ويمكن تلخيص أهداف السياسة المالية كالتالي:²

- تصحيح مسار التنمية الاقتصادية و الاجتماعية عبر التدخل في مختلف مراحل الدورة الاقتصادية؛
- التأثير على الاقتصاد الوطني من خلال مجموعة من الأدوات المالية؛
- الرفع من معدلات النمو من خلال زيادة الإنفاق العام على مشاريع البنى التحتية، والتي توفر جو ملائم للاستثمار.

2-3- السياسة التجارية

من بين السياسات التجارية التي تعطي للدولة حق المشاركة في العلاقات الاقتصادية الدولية هي السياسة التجارية، وتعرف على أنها مجموعة الإجراءات التي تتخذها الدولة في نطاق علاقتها التجارية الدولية بقصد تحقيق أهداف معينة، والهدف الأسمى الذي تسعى إليه عادة هو تنمية الاقتصاد الوطني إلى أقصى حد مستطاع من خلال تعظيم العائد من التعامل مع العالم الخارجي، ولكنها قد ترمي إلى تحقيق أهداف أخرى كتحقيق العمالة الكاملة وتثبيت سعر الصرف حسب الظروف الاقتصادية التي تمر بها.³

2-4- سياسة سعر الصرف: وسنفصل في هذا العنصر في المطلب التالي .

المطلب الثاني: مفهوم سياسة سعر الصرف

تعتبر سياسة سعر الصرف سياسة اقتصادية تظهر أهميتها في كثير من الاستخدامات والمجالات تلجأ لها الدول من أجل تحقيق مجموعة من الأهداف، وتعد سياسة الصرف من ضمن السياسات المتعددة التي تلجأ إليها السلطات النقدية ببلدان العالم بهدف ضبط وتسيير الاقتصاد ودعم نموه والحد من الخلل في توازناته.⁴

وتعتبر سياسة سعر الصرف عن مجموع التوجيهات والتصرفات التي تبديها السلطات النقدية والتي لها انعكاسات على نظام وواقع سعر الصرف.¹

¹ - خيرة شنتوف وغالية عباس، قياس أثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في الجزائر ، مجلة دفتار MECAS ، المجلد 16، العدد 01، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان جوان 2020، ص364.

² -Zouhair Hambli, Lakhdar marghad, the role of fiscal policy in rationalizing public expenditure in developing countries case study of Algeria (2000-2016), journal of human sciences, volume 05, n° 01, University Larbi Ben M'hidi, Oum el-Bouaghi, June 2018, p 315.

³ - بنين بغداد، تأثير أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي: دراسة قياسية تحليلية لمجموعة من الدول النامية أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسبية بن بو علي، الشلف، 2016، ص52.

⁴ - دحو بن عبيزة سياسة سعر الصرف والنمو الاقتصادي دراسة قياسية أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص تسيير المؤسسات، جامعة جيلالي ليايس سيدي بلعباس، 2016/2017، ص 70.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

إن سياسة الصرف بين يدي الاقتصاديين النقديين تستقل وتميل إلى عدم السعي إلى أهداف أخرى للحصول على عملة قوية ويمكن تعريفها على أنها "سياسة تسعى إلى فهم تغيرات سعر الصرف، حتى لا تكون عاقبتها وخيمة على الأعران الاقتصاديين فسياسة سعر الصرف هي أداة هامة دون شك للسياسة الاقتصادية. ويتعين تنسيق استخدامها مع الوسائل الأخرى في إطار سياسة اقتصادية متجانسة².

وتسعى سياسة سعر الصرف كسياسة اقتصادية إلى تحقيق الأهداف التالية³:

1- مقاومة التضخم

حيث يؤدي تحسن سعر الصرف إلى انخفاض في مستوى التضخم المستورد وتحسن في مستوى تنافسية المؤسسات، ففي المدى القصير يكون لانخفاض تكاليف الاستيراد أثرا إيجابيا على انخفاض مستوى التضخم، وتتضاعف أرباح المؤسسات مما يمكنها من ترشيد أداة الإنتاج في المدى المتوسط، وهذا ما يمكن من تحقيق عوائد إنتاجية بإنتاج سلع ذات جودة عالية، وبالتالي تحسن تنافسياتها.

2- تخصيص الموارد

يؤدي سعر الصرف الحقيقي والذي يجعل الاقتصاد أكثر تنافسية إلى تحويل الموارد إلى قطاع السلع الدولية، وهذا ما يعمل على توسع قاعدة السلع الدولية بحيث يصبح عدد السلع التي يتم استيرادها، ويزيد إنتاج السلع عدد كبير من السلع قابلا للتصدير، وبالتالي يقل عدد السلع التي يتم استيرادها، ويزيد إنتاج السلع التي كانت تستورد محليا والسلع التي يمكن تصديرها.

3- توزيع الدخل

يؤدي سعر الصرف دورا هاما في توزيع الدخل بين الفئات أو بين القطاعات المحلية فعند ارتفاع القدرة التنافسية لقطاع التصدير التقليدي فإن ذلك يجعله أكثر ربحية، ويعود الربح من هذا الوضع إلى أصحاب رؤوس الأموال في الوقت الذي تنخفض فيه القدرة الشرائية للعمال وعند انخفاض القدرة التنافسية الناجمة عن انخفاض سعر الصرف الاسمي فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع القدرة الشرائية للأجور في الوقت التي تنخفض فيه ربحية الشركات العاملة في قطاع السلع الدولية فتقلص استثماراتها، والهدف من ذلك تقليل الآثار السلبية الناجمة عن سعر الصرف التنافسي يلجأ أصحاب القرار إلى اعتماد أسعار صرف متعددة مثل سعر الصرف للتصدير التقليدية وسعر الصرف للواردات الغذائية.

4- تنمية الصناعات المحلية

يمكن للبنك المركزي اعتماد سياسة تخفيض سعر الصرف من أجل تشجيع الصناعات الوطنية، فقد قام البنك الفدرالي الألماني عام 1948 بتخفيض عام للعملة مما شجع الصادرات، وفي المرحلة الثانية قام باعتماد سياسة العملة القوية، كما اعتمدت السلطات النقدية اليابانية سياسة التخفيض لحماية السوق المحلي من المنافسة الخارجية وتشجيع الصادرات.

5- تحقيق التوازن الخارجي

المقصود بالتوازن الخارجي هو تحقيق توازن في ميزان المدفوعات الذي يعتبر من أهداف السياسة النقدية، فعجز ميزان المدفوعات يعتبر مشكلة بالنسبة لاقتصاد أي دولة، بزيادة وارداتها عن صادراتها ويجعلها مثقلة بالديون، وتعيش في مستوى

1- عبود عبد المجيد، أثر تغيرات سعر الصرف على أرصدة ميزان المدفوعات الجزائري دراسة قياسية باستخدام نماذج أشعة الانحدار الذاتي خلال الفترة (1990-2015)، مجلة اقتصاديات المال والأعمال المجلد 01 العدد 04 جامعة عبد الحميد بوصوف ميلة ديسمبر 2017، ص 177.

2- أمين تمار أثر تقلبات سعر الصرف على الميزان التجاري - حالة الجزائر - للفترة (2015-1986)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كلي ومالية دولية جامعة لويسيانا على البلدة، ص 119.

3- أمين تمار، مرجع سابق، ص 119-120.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

أكبر من امكاناتها، أما حالة الفائض تجعلها تعيش مستوى معيشي أقل من إمكاناتها حسب كالدور يجب أن يكون رصيد الميزان موجبا أو يقارب 1.2

المطلب الثالث: أنواع سياسات سعر الصرف وأدواتها

لتحقيق أهداف سياسة سعر الصرف تسعى السلطات النقدية إلى اتباع عدة سياسات وباستخدام عدة أدوات نتطرق إليها في هذا العنصر .

1- أنواع سياسات سعر الصرف

نميز بين نوعين من سياسات سعر الصرف هي:

1-1- سياسة تخفيض قيمة العملة

تعتبر سياسة التخفيض من السياسات التي تعتمد عليها معظم الدول النامية لتشجيع صادراتها والتقليل من وارداتها.

1-1-1- تعريف سياسة تخفيض العملة: التخفيض هو إجراء تلجأ إليه السلطات النقدية في الدولة لتحقيق أهداف

السياسة الاقتصادية وذلك بتقليص ما تمثله العملة الوطنية من عدد الوحدات النقدية للعملة الأجنبية أي رفع سعر الصرف الأجنبي ويفرق بين مفهوم تخفيض قيمة العملة وهو تصرف إداري يتم بقرار تتخذه السلطات النقدية بناء على سياسة مقصودة من أجل تحقيق أهداف معينة، أما انخفاض قيمة العملة فهي حالة تلقائية تحدث نتيجة ظروف اقتصادية معينة كارتفاع أسعار السلع أو نتيجة زيادة عرض العملة في سوق الصرف الأجنبي، يتعلق التخفيض بالمعاملات في سوق الصرف الأجنبي فقط في حين يمتد الانخفاض إلى السوقين سوق الصرف والسوق الداخلي للسلع والخدمات².

1-1-2- أهداف سياسة تخفيض العملة: لكي تتحقق أهداف التخفيض لابد من توفر مجموعة من الشروط³.

- وجود طلب خارجي على السلع والخدمات الوطنية؛
- وجود طاقة إنتاجية عالية بغية مواجهة الطلب الخارجي؛
- عدم قيام البلدان المنافسة بتخفيض قيمة عملاتها لما يعيق الأهداف المرجوة من العملية؛
- عدم ارتفاع أسعار السلع والخدمات المحلية بالنسبة للبلد الذي يقوم بعملية التخفيض؛
- استجابة السلع المصدرة لمواصفات الجودة والمعايير الصحية والأمنية الضرورية للتصدير.

1-1-3- أسباب تخفيض العملة: هناك عدة أسباب رئيسية منها وأخرى ثانوية، وتتلخص تلك الأسباب على النحو

الآتي:⁴

الأسباب الرئيسية: إن تحسين ميزان الحساب الجاري وإزالة الخلل فيه هو السبب الرئيسي وراء اتباع هذه السياسة، وتفسير ذلك هو أن تخفيض قيمة العملة يجعلها رخيصة أمام العملات الأخرى من الأمر الذي يجعل السلع المحلية رخيصة بالمقارنة مع السلع الأجنبية الأخرى، مما يؤدي إلى تشجيع الأجانب على شراء السلع

1- فتيحة بروبو، وآخرون، دراسة التشغيل، سياسة الإنفاق الاستثماري والنمو من خلال المربع السحري لكالدور معطيات البرامج التنموية للجزائر خلال الفترة 2010-2019، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 12، العدد 02 جامعة حسبية بن بوعلي، الشلف، جانفي 2020، ص 108.

2- عبد الرحمن علي الجيلاني، أنظمة أسعار الصرف وعلاقتها بالتعويم مجلة التنظيم والعمل المجلد 04 العدد 03 جامعة مصطفى سطمبولي، معسكر، سبتمبر 2015، ص 1.

3- عبود عبد المجيد، مرجع سابق ص 178.

4- صبحي حسون الساعدي وأباد حماد عبد، مرجع سابق، ص 91.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

الوطنية التي أصبحت رخيصة الثمن بسبب انخفاض قيمة العملة المحلية فترتفع صادرات البلاد وتنخفض استيراداته من السلع الأجنبية.

4-1-1- الأسباب الثانوية

- الارتباط بكتلة نقدية معينة، أي أن هذا الارتباط سوف يعرض العملة المحلية للانخفاض بمجرد حصول أي انخفاض في العملة الرئيسية.
 - إيجاد العلاقة الواقعية للعملة الوطنية مع العملات الأجنبية. وتعتمد هذه العلاقة على أساس معرفة تطور مستوى الأسعار المحلية، لأن مستوى الأسعار المحلية سوف ينعكس على القوة الشرائية المحلية للعملة الوطنية، لذلك فإن سعر صرف عملة معينة إزاء عملة أخرى يعتمد على مقارنة التغيرات في مستويات الأسعار المحلية في كلا البلدين؛
 - تنشيط القطاعات التصديرية وبقية القطاعات التي تعتمد عليها الدولة. وذلك لأن السلع المصدرة أو أي سلع أخرى تعتمد على قطاعات تكملية أخرى، فإن تطوير القطاع التصديري يؤدي إلى تطوير بقية القطاعات السابقة سواء من ناحية استغلال الطاقة الإنتاجية أو استخدام المزيد من اليد العاملة.
- باختصار فإن السبب الرئيسي الذي يدفع الدولة إلى تخفيض عملتها هو العجز في ميزان المدفوعات ككل، أو إحدى مكوناته.

5-1-1- الآثار المتولدة عن تخفيض العملة

من الناحية النظرية يقتضي أن يحتوي تخفيض العملة على أثر إيجابي ويعيد التوازن الخارجي للبلد قبل السبعينات ظهرت هذه الآثار المواتية تقريبا بسرعة. لكنها اليوم تتوارى بصعوبة لأن الآثار الضارة لكل تخفيض عملة تميل نحو التعزز يمكن لمدها التي لا تقل عن سنة أن تولد هبوطا في الرصيد التجاري الذي يؤدي بدوره إلى تدني قيمة العملة الوطنية من جديد. ويضاف إلى ذلك أنه قبل أن تعوض الآثار الإيجابية لتخفيض العملة الآثار السلبية وتعيد التوازن التجاري، يمكن أن يسرع التضخم ويزيل الآثار الأولى الإيجابية لهذا التخفيض عندها تأتي حلقة مفرغة حقيقية فتأخذ مكانا لها¹.

3-1-2- سياسة الرفع من قيمة العملة

تعتبر سياسة الرفع من قيمة العملة من بين سياسات سعر الصرف التي قلما تلجأ إليها الدول على عكس سياسة التخفيض.

3-1-2-1- تعريف سياسة رفع العملة : الرفع من القيمة الخارجية للعملة معناه أن يعاد تقييم العملة وهو عكس

التخفيض فإذا كان التخفيض يؤدي إلى ازدهار قطاع الصادرات فإن رفع قيمة العملة يؤدي إلى نتائج سلبية على قطاع الصادرات تتمثل في انخفاض مداخيل المصدرين بالعملة الوطنية لقاء السلع المصدرة بالمقارنة مع عائداتهم قبل رفع قيمة العملة، كما أن رفع قيمة العملة يعتبر عامل إيجابي بالنسبة للمستوردين حيث ترتفع مداخلهم وذلك لانخفاض أسعار السلع المستوردة مقارنة بالسلع المحلية².

وترتكز سياسة رفع سعر الصرف التي ينتهجها البنك المركزي على التدخل المستمر في سوق الصرف والتوظيف الضخم للصرف الأجنبي القائم على بيع " الأجنبية وشراء العملة المحلية ونقول عن عملة ما أنها مقدرة أكبر من قيمتها الحقيقية عندما يكون سعرها الرسمي يفوق سعرها في السوق الحر، وفي هذه الحالة تنشط عملية المضاربة حيث لا يمكن أن نتكلم عن تجاوز العملة لقيمتها الحقيقية إلا إذا كان السعر الرسمي لا يعكس السعر التوازني الذي يحد من العجز في ميزان المدفوعات في المدى الطويل³.

1- ب. برنية. و| سيمون أصول الاقتصاد الكلي، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1989، ص429.

2- عبد الله ياسين دور سياسة سعر الصرف في الرفع من فعالية السياسة النقدية دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية دولية، جامعة محمد بن أحمد، وهران، جوان 2014، ص 72.

3- أمين تمار، مرجع سابق، ص 123.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

وهذا الإجراء لا تتخذه إلا الدول التي يكون لها اقتصاد قوي، وتتمتع باحتياطات صرف كبيرة وقدرة تنافسية كبيرة وتملك مواقع جيدة في الأسواق الدولية، فمن أهم دوافع الرفع من قيمة العملة هو مواجهة التضخم، إلى جانب بعض الضغوط الأجنبية للدول التي تدعو إلى إعادة تقويم عملات شركائها التجاريين بهدف تخفيض وارداتها وزيادة صادراتها، أو تحت غطاء ما يعرف بحرب العملات، مثل الضغوطات المفروضة على الصين، والدول الآسيوية من طرف الولايات المتحدة الأمريكية لإعادة تقويم عملاتها، فالولايات المتحدة الأمريكية ترى أن هذه الدول تعتمد الابقاء على عملاتها ضعيفة من أجل دعم تنافسية صادراتها، بحيث أن رفع قيمة العملة المحلية يؤدي إلى انخفاض أسعار الواردات، وبالتالي زيادتها، وارتفاع أسعار الصادرات ونقص تنافسيتها.¹

2-2-1- اهداف سياسة الرفع²:

- إعادة التوازن لميزان المدفوعات الذي يوجد في حالة فائض لمعادلة الارتفاع الحاصل في الأسعار العالمية لسلة استراتيجية، وكما قامت به فرنسا حينما عملت على رفع قيمة الفرنك الفرنسي لمواجهة الارتفاع في أسعار النفط خلال فترة السبعينات؛
- تدعيم العملات الأجنبية الأخرى، كما فعلت ألمانيا واليابان حينما رفعتا قيمة عملتهما لدعم الدولار الأمريكي عندما امتنعت الولايات المتحدة الأمريكية تخفيض قيمة الدولار لأسباب معنوية تتعلق بسمعتها .

2- أدوات سياسة سعر الصرف

لتطبيق سياسة سعر الصرف وتحقيق أهدافها ينبغي استعمال مجموعة من الأدوات والوسائل أهمها³:

2-1- تعديل سعر صرف العملة

عندما ترغب السلطات النقدية في تعديل توازن ميزان المدفوعات تقوم بتخفيض قيمة العملة أو إعادة تقويمها لما تتدخل في ظل نظام الصرف الثابت، أما في ظل نظام الصرف المعموم فتعمل للتأثير على تحسين أو تدهور قيمة العملة.

2-2- إقامة سعر صرف متعدد

يهدف هذا التدبير إلى تخفيض آثار حدة التقلبات في الأسواق وتوجيه السياسة التجارية لخدمة بعض الأغراض المحددة، ومن أهم الوسائل المستخدمة هو اعتماد نظام ثنائي أو أكثر لسعر الصرف بوجود سعرين أو أكثر، أحدهما مغالى فيه ويتعلق بالمعاملات الخاصة بالواردات الضرورية، أما السلع المحلية الموجهة للتصدير أو الواردات الكمالية فتخضع لسعر الصرف العادي وترجع فكرة تعدد أسعار الصرف إلى ألمانيا، حيث اضطرت رغبة في تحقيق التزاماتها الدولية بعد عام 1932 إلى أن تسمح للأجانب ببيع حقوقهم وفقا لأسعار صرف مختلفة بحسب الغرض الذي تستخدم فيه هذه الحقوق. وباعتبار أن لتعدد أسعار الصرف آثار تنعكس على هيكل الاقتصاد فيجب أن تقوم سياسة التعدد على أساس أهمية والإمكانيات الإنتاجية المتاحة في الاقتصاد في المدى القصير، المتوسط والطويل. كما يلزم لنجاح هذه السياسة توفر نوع من الاحتكار في سوق الصرف، بالإضافة إلى إمكانية الفصل التام بين الأسواق المختلفة التي يتم فيها تبادل الصرف بأسعار مختلفة⁴.

1- حسين برياطي، مرجع سابق، ص 153.

2- عطا الله بن طيرش، أثر تغير سعر الصرف على تحرير التجارة الخارجية - دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية، جامعة غرداية غرداية 2010/2011، ص 71.

3- محمد ترقو، إمكانية تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل اختيار نظام الصرف الأمثل في الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف، 2015/2016، ص 77.

4- زهرة سيدا عمر، مرجع سابق، ص 39-40.

2-3- استخدام احتياطات الصرف

في ظل نظام أسعار الصرف الثابتة أو المدارة تلجأ السلطات النقدية إلى المحافظة على سعر صرف عملتها، فعند انهيار العملة تقوم ببيع العملات الصعبة لديها مقابل العملة المحلية، وعند تحسن قيمة العملة تقوم بشراء العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية، وعندما تكون الاحتياطات غير كافية يقوم البنك المركزي بتخفيض قيمة العملة. أما في ظل نظام الصرف المعوم فتقاوم السلطات النقدية التقلبات الحادة في سعر عملتها، إلا أن الاحتياطات قد لا تكفي للتصدي للأثار الناجمة عن حركة رؤوس الأموال المضاربة.

عندما تكون العملة ضعيفة يقوم البنك المركزي باعتماد سياسة سعر الفائدة المرتفع لتعويض خطر انهيار العملة¹، فالبنوك المركزية يمكنها باستخدام سياسة سعر الفائدة تحقيق أهداف الصرف. فاستخدام معدلات الفائدة أصبحت مهمة من أجل جلب حركة رؤوس الأموال، فارتفاع سعر الفائدة يعود بعدد مهم من التوظيف، حيث أنه يقوم بجذب رؤوس الأموال، فارتفاع سعر الفائدة يعود بعدد مهم من التوظيف، حيث أنه يقوم بجذب رؤوس الأموال الأجنبية ويقلل من خروج العملة المحلية، وبالتالي ارتفاع سعر صرفها. فعندما اعتبر الفرنك الفرنسي في نظام النقد الأوروبي أضعف من المارك الألماني، عمد بنك فرنسا إلى تحديد أسعار فائدة أعلى من معدلات الفائدة الألمانية، وبالتالي الرفع من سعر الفائدة بتكوين عملة قوية².

¹- سفيان نوالي، أثر تقلبات سعر صرف الأورو - دولار على التجارة الخارجية للجزائر والمغرب وتونس دراسة قياسية للفترة (1975-2015)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص مالية دولية جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2017/2018، ص : 26-27.

²- زهرة سيدا عمر، مرجع سابق، ص40.

الفصل الاول: سعر الصرف – مقارنة نظرية -

خلاصة الفصل الاول

بهذا الفصل، حاولنا إحاطة القارئ بالجانب النظري لسعر الصرف، والذي يتمثل في نسبة مبادلة العملة الأولى بالعملة الثانية، ويقوم بثلاث وظائف؛ وهي التقييسية والتطويرية والتوزيعية. ومن أهم العوامل التي تؤثر في سعر الصرف: التغيرات في قيمة الصادرات والواردات، والتغير في معدلات التضخم، والمضاربة، وظروف السوق، والتغيرات الهيكلية، وحركة رؤوس الأموال.

وقد عرف سعر الصرف نظريات مفسرة له وعدة أنظمة، حيث ظهرت عدة نظريات تفسر لنا كيفية تحديد سعر الصرف للعملة، منها نظرية تعادل القوى الشرائية، ونظرية تعادل معدلات الفائدة، ونظرية كفاءة السوق، ونظرية الأرصدية، وأثر فيشر. كما يمكن التمييز بين ثلاثة أنواع من الأنظمة؛ وهي نظام صرف ثابت (قاعدة الذهب)، ونظام مرن يتيح لسعر الصرف أن يتحدد بالطلب والعرض في السوق، ونظام الرقابة على الصرف.

وتوصلنا إلى أن المتعاملين يحددون سعر التعادل لأسعار الصرف ويتبادلون العملات في مكان يطلق عليه اسم سوق الصرف. والذي يعبر عن السوق التي تنفذ فيها عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية، وينقسم إلى أربعة أسواق رئيسية؛ وهي أسواق الشرق الأقصى، وأسواق الشرق الأوسط، والأسواق الأوروبية، وأسواق شمال أمريكا. وتشهد هذه الأسواق مخاطر سيولة، ومخاطر مالية، ومخاطر تمويل، ناتجة عن تقلبات أسعار الصرف، ولإدارة هذه المخاطر وتغطيتها، يلجأ المتعاملون لتقنيات داخلية وأخرى خارجية.

وأخيرًا، تتبع السلطات النقدية سياسة سعر الصرف من أجل تحقيق مجموعة من الأهداف، أهمها استهداف التضخم، وتخصيص الموارد، وتوزيع الدخل، وتنمية الصناعات المحلية. وتستخدم الدول إحدى السياسات؛ وهي سياسة التخفيض، والتي تستخدم أكثر من طرف الدول النامية لتشجيع صادراتها والتقليل من وارداتها، وسياسة الرفع وذلك باستخدام مجموعة أدوات من بينها تعديل سعر صرف العملة، وإقامة سعر صرف متعدد، واستخدام احتياطي الصرف وسعر الفائدة.

وبناء على ذلك، خلصنا إلى أن سعر الصرف يؤثر بشكل كبير على القيمة السوقية للأصول المالية، وأن هذا التأثير يختلف تبعًا لنوع الأصول المالية والقطاعات الاقتصادية. وهذا يدفعنا إلى دراسة الأصول المالية باعتبارها أحد المتغيرات الرئيسية التي تتأثر بتقلبات سعر الصرف.

الفصل الثاني

دراسة الاصول المالية

تمهيد

تُعتبر الأصول المالية من المفاهيم الأساسية في المجال المالي، حيث تمثل جزءًا هامًا من التحليل المالي وإدارة المحافظ الاستثمارية. وتشير الأصول المالية إلى الأدوات المالية التي يمكن شراؤها أو بيعها في الأسواق المالية، وتتضمن الأسهم، والسندات، والسندات الخزانية، والعقود الآجلة، والخيارات، وصكوك الدين، والصناديق المشتركة للاستثمار، وغيرها. تعتبر أدوات استثمارية تتيح للمستثمرين فرصة تحقيق عوائد مالية، سواء من خلال الاستثمار في الأسهم والحصول على أرباح من توزيعات الأرباح وزيادة قيمة السهم، أو من خلال الاستثمار في السندات وجني فوائد دورية. تعد الأصول المالية أيضًا وسيلة للتوزيع في المحافظ الاستثمارية، حيث يمكن للمستثمر توزيع استثماراته على أصول مختلفة للحد من المخاطر المحتملة وتعزيز العائد المتوقع.

يتم تقييم الأصول المالية وتحليلها باستخدام مجموعة من المقاييس المالية والأدوات التحليلية، مثل نسبة العائد على الاستثمار، ومعدل العائد المطلوب، ومعامل السعر إلى الأرباح، والتحليل الفني، والتحليل الأساسي. تعتبر هذه المقاييس والأدوات مفيدة في تقييم أداء الأصول المالية واتخاذ القرارات المالية الذكية. ومن الجوانب المهمة للأصول المالية أيضًا تأثيرها على السوق المالية والاقتصاد بشكل عام. فعندما يتغير سعر الأصول المالية، قد يؤثر ذلك على مستوى الطلب والعرض في السوق المالية، وبالتالي يمكن أن يؤثر على أسعار الأصول الأخرى وحتى على الاقتصاد بشكل عام. يعتبر هذا التأثير جزءًا من ظاهرة التذبذبات السوقية والتقلبات الاقتصادية.

تعد إدارة الأصول المالية مهمة حيوية للشركات والمؤسسات المالية، حيث تسعى لتحقيق أفضل عائد ممكن على استثماراتها المالية وفقًا لأهدافها المحددة. يشمل ذلك اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة وفقًا للتحليل المالي والتوقعات السوقية، وتوزيع المحافظ الاستثمارية بين الأصول المختلفة بناءً على توجهات المخاطر والعوائد المرجوة. توجد أيضًا استراتيجيات متعددة لإدارة الأصول المالية، بما في ذلك الاستثمار النشط والاستثمار السلبي والتنويع الجيد للمحفظة. يعتمد اختيار الاستراتيجية على هدف المستثمر ومستوى المخاطر المقبول والظروف الاقتصادية الحالية.

علاوة على ذلك، تلعب الأصول المالية دورًا مهمًا في إدارة التقاعد والتأمين، حيث يعتمد توفير الدخل للمستقبل على استثمار الأصول المالية بطرق فعالة ومناسبة لأهداف المستثمر. يتم توزيع الاستثمارات على الأصول المالية بناءً على فهم مستوى المخاطر والمدخرات المتاحة والتوقعات المالية المستقبلية. في النهاية، تُعتبر الأصول المالية أدوات قوية تساهم في تعزيز النمو الاقتصادي وإدارة الثروة. و عليه لإنجاز هذا الفصل تم تقسيمه إلى اربع مباحث هي كالآتي:

- ❖ الاسهم
- ❖ السندات
- ❖ المشتقات المالية
- ❖ نماذج تقييم و قياس القيمة العادلة للاصول المالية

المبحث الاول : الاسهم

المطلب الاول : الاسهم تعريفها و خصائصها

تعد الأسهم أداة استثمارية شائعة ومهمة في عالم الاستثمار، حيث تمثل حصة ملكية في شركة معينة. وعند شراء الأسهم، يصبح المستثمر مساهماً في الشركة ويمكنه الاستفادة من أرباحها عندما تتحقق، كما يمكنه الخسارة عندما تتراجع الأسعار أو تحقق الشركة خسائر. وتتأثر قيمة الأسهم بالعديد من العوامل، بما في ذلك أداء الشركة والاقتصاد العام والتوقعات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية. ويمكن شراء الأسهم عن طريق وسيط الأسهم أو البورصة، ويتم تداولها في الأسواق العامة والخاصة. ويستخدم المستثمرون الأسهم كجزء من استراتيجية الاستثمار الخاصة بهم، وهي تعتبر واحدة من أكثر أشكال الاستثمار شيوعاً وشعبية في العالم¹.

1- تعريف الاسهم

تم تعريف الاسهم بعدة تعريفات منها:

التعريف 1: الأسهم هي أداة استثمارية تشير إلى حصة ملكية في شركة معينة. عند شراء الأسهم، يصبح المستثمر مساهماً في الشركة ويمكنه الاستفادة من أرباحها عندما تتحقق، كما يمكنه الخسارة عندما تتراجع الأسعار أو تحقق الشركة خسائر².

التعريف 2: الأسهم هي شهادات تمثل حصة في ملكية شركة وتعكس توقعات المستثمرين بشأن أداء الشركة في المستقبل.

التعريف 3: الأسهم هي أداة استثمارية تتيح للمستثمرين شراء جزء من الشركة والحصول على حقوق المساهمة في صنع القرارات وتوزيع الأرباح والأصول³.

التعريف 4: الأسهم هي أداة استثمارية تمكن المستثمرين من الحصول على جزء من الأرباح التي تحققها الشركة، ويمكن أن تزيد قيمة الأسهم عندما تتحسن أداء الشركة.

التعريف 5: الأسهم هي أداة استثمارية يمكن شراؤها وبيعها في الأسواق المالية، وتمثل حصة في ملكية شركة معينة. وتختلف قيمة الأسهم بناءً على أداء الشركة وتوقعات المستثمرين والعوامل الاقتصادية والسياسية والاجتماعية⁴.

2- خصائص السهم: تتميز الأسهم عن غيرها من الأوراق المالية بمجموعة من الخصائص أهمها:

- السهم يمثل حصة شائعة في صافي موجودات المؤسسة العينية والنقدية وحقوق الملكية؛ - تتساوى قيمة الأسهم، ويترتب على ميزة تساوي القيمة لكل سهم من الأسهم المساواة في الحقوق التي يمنحها السهم لصاحبه وهو الحق في الأرباح والتصويت وناتج التصفية عند الإفلاس وكذلك الالتزامات الناشئة عن ملكية السهم؛
- يتميز السهم بقابلية للتداول بالطرق التجارية ويُهدى ويُرهن كما يحق لمالكة التنازل عنه لغيره بعوض أو بغير عوض؛
- تكون مسؤولية الشركاء موزعة بحسب قيمة السهم فلا يسأل أحد منهم عن ديون الشركة إلا بمقدار أسهمه التي يملكها؛

¹- يوسف حسن يوسف الصوك المالية وانواعها ، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية مصر ، 2014، ص 149-150.

² - Anjan Thakor, International Financial Markets: A Diverse System Is the Key to Commerce, center for capital markets competitiveness, winter 2015, p 8, Available on the following link : http://www.bcci.bg/projects/latvia/pdf/7_Financial_markets.pdf

³- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، 2007، ص11.

⁴- يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 149.

الفصل الثاني: دراسة الأصول المالية

- عدم قابلية السهم للتجزئة فإذا توفي أحد من الشركاء عن سهم واحد وورثه متعددون أصبحت ملكية السهم وراثية ويجب عليهم أن يختاروا ممثلاً عنهم في الجمعية العمومية للمساهمين ليباشروا الحقوق المتصلة بالسهم الموروث.
- 3- حقوق مالك السهم:** تتمثل حقوق مالك السهم فيما يلي:

- حق الحصول على الأرباح المتحققة؛
- حق الحصول على ما يوازي القيمة الحقيقية للسهم من موجودات الشركة عند حلها؛
- حق التصويت في الجمعية العامة؛
- حق أولوية الاكتتاب إذا طرحت الشركة أسهماً جديدة.

4- مزايا وعيوب الاستثمار بالأسهم: من أهم مزايا الاستثمار بالسهم سهولة تسهيل الاستثمارات خلال فترة وجيزة، وارتفاع معدل العوائد الاستثمارية، وربما نمو الأموال وسرعة جني العوائد الاستثمارية، ومن عيوبه التذبذبات الكبيرة، وتأثره بالعوامل الداخلية والخارجية، كما يرافق الاستثمار بالأسهم مخاطر استثمارية مرتفعة واحتمالية الخسائر الكبيرة مقارنة بالأنواع الاستثمارية الأخرى، وارتفاع مستوى الشفافية مقارنة بالاستثمارات الأخرى.¹

المطلب الثاني: أنواع الأسهم

تنقسم الأسهم إلى أنواع مختلفة بحسب طبيعة كل نوع، وبيان ذلك فيما يلي:

- 1- **من حيث الحصة التي يدفعها الشريك :** فقد تكون أسهماً نقدية وهو أن يدفع قيمة الأسهم التي يرغب تملكها نقداً، أو قد تكون أسهماً عينية وذلك بأن يكون ما يقدم عينياً من العقار أو منقول شريطة قبول الشركة حيث يتم تقييمه وتكون ملكيته في أسهم الشركة بالمبلغ الذي تم تقييم العقار به.²
- 2- **من حيث الشكل الذي تظهر به:** تنقسم إلى:
 - 2-1 **الأسهم الاسمية:** وهي الأسهم التي يُسجل في صكها اسم مالكيها وتنتقل ملكية هذه الأسهم من شخص لآخر بالقيود في سجلات الشركة.
 - 2-2 **الأسهم لحاملها** وهي الأسهم التي لا يسجل على صكوكها اسم صاحبها، بل يكون مالكيها من يحملها.

كما قد نصت جميع القوانين التجارية العربية على أن تكون جميع الأسهم اسمية ولا يجوز أن تكون أسهماً لحاملها.⁴

- 2-3 **السهم الإذني أو لأمر:** وهو ما يسبق اسم صاحبه بعبارة لإذن / أو لأمر ، ويتم تداولها ونقل ملكيتها عن طريق التظهير كما هو الحال في الأوراق التجارية.
- 3- **من حيث الحقوق التي تعطى لصاحبها:** تنقسم إلى قسمين:

3-1 **الأسهم العادية :** هي أوراق مالية تمثل حق ملكية كامل، فهي حصة في رأس مال شركة المساهمة ولحاملها الحق في إدارة الشركة من خلال التصويت في الهيئة العامة وله حق الحصول على أرباح الشركة وعليه خسائرها، وله الحق في ما يتبقى عند التصفية بعد دفع إلتزامات الشركة يحصل حامل السهم العادي على نوعين من العائد : العائد الجاري والعائد الرأسمالي، أما العائد الجاري فهو على شكل أرباح موزعة إذا تحققت هذه الأرباح وبعد قرار مجلس الإدارة، أي أن الشركة لا تتعرض لمخاطر الإفلاس

1- سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم حالة سلطنة عمان ، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2012، ص 75.

2- يوسف حسن يوسف، مرجع سبق ذكره، ص 149-150.

3- نفس المرجع السابق، ص 149-150.

4- نفس المرجع السابق ، 2014، ص 150.

الفصل الثاني: دراسة الأصول المالية

(التصفية) إذا عجزت عن دفع توزيعات الأرباح لأن الأمر يتعلق بقرار يتخذه مجلس الإدارة وليس بعقد ملزم كما في حالة السندات، وأما العائد الرأسمالي فهو الفرق في السعر وقد تكون خسارة رأسمالية.¹

3-2- الأسهم الممتازة : وهي الأسهم التي تختص بمزايا لا تتمتع بها الأسهم العادية وذلك أن الشركة قد ترغب في زيادة رأس مالها فتعطي الأسهم الجديدة امتيازات لا تتمتع بها الأسهم القديمة لترغيب الجمهور للاكتتاب بها، ومن هذه المزايا حق الأولوية في الحصول على الأرباح ك أن تختص الأسهم الممتازة بحصة في الربح لا تقل عن خمسة بالمائة من قيمتها ، وتوزع باقي الأرباح على الأسهم جميعاً بالتساوي، أو استيفاء فائدة سنوية ثابتة، سواء ربحت الشركة أم خسرت ومنها حق استعادة قيمة المساهمين، ومنها أن يكون للسهم الممتاز أكثر من صوت واحد في الجمعية العامة والأسهم بنوعيتها قابلة للبيع والشراء ولصاحب السهم حق اقتسام موجودات الشركة عند حلها، وذلك لأنه صاحب حصة في رأس المال، فإذا صفت الشركة كان حقه متعلقاً بموجوداتها لأنه نماء المال.²

إلا أن غالبية الأسهم في الأسواق المالية هي أسهم عادية، حيث أن معظم الشركات تحتوي على أسهم عادية فقط، كما أن وجود الأسهم الممتازة بدأ يتلاشى مع مرور الزمن من كافة الأسواق المالية في العالم. وتلجأ الشركات إلى إصدار أسهم ممتازة لتحفيز المستثمرين للاكتتاب فيها بهدف زيادة رأسمال الشركة أو لتمويل مشاريعها، لاسيما عند عدم إقبال الجمهور على عملية الاكتتاب أو تصدرها كوسيلة لتقدير حملة الأسهم من المؤسسين تقديراً لهم لجهودهم المبذولة في تحقيق أهداف الشركة.

3-2-1- الحوافز التي تمنح لحاملي الأسهم الممتازة: لغرض تحفيز المستثمر على شراء الأسهم الممتازة تعتمد

بعض الشركات إلى تضمين شروط الإصدار بعض أو كل من الحوافز التالية:³

3-2-1-1- الأسهم مجمعة الأرباح : يتم منح حامل السهم الممتاز الحق في الحصول على الأرباح حتى وإن لم يتم

توزيعها في نفس السنة المالية التي تتحقق بها، أي يتم ترحيل أو تجميع نصيب حملة الأسهم الممتازة من الأرباح المتحققة وغير المدفوعة في سنوات سابقة وتسديدها في سنوات لاحقة عند اتخاذ القرار بتوزيع الأرباح حتى وإن أدى ذلك إلى عدم حصول حملة الأسهم العادية على حصتهم من هذه الأرباح. - الأسهم الممتازة متقاسمة الأرباح: ويقصد بها أن يحصل حامل الأسهم الممتازة على حصته من الأرباح المقررة في شروط الإصدار، بالإضافة إلى المشاركة في الأرباح الباقية . مع حملة الأسهم العادية ضمن شروط ينفق عليها.

3-2-1-2- الأسهم القابلة للاستبدال : ويقصد بها أنه يتم منح حق الاستبدال للأسهم الممتازة بالأسهم العادية، وهذا

يعني أن حامل السهم الممتاز يستفيد من هذا الحق بتغطية درجة المخاطر التي قد يتعرض لها، ونقصد بذلك

3-2-1-3- أن حامل السهم الممتاز يستفيد في حالة وجود كساد من النسبة الثابتة المحددة من الأرباح للسهم الممتاز،

وهو لا يتعرض لمخاطر انخفاض الأرباح، أما في حالة الرواج الاقتصادي فيقوم بتحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية للاستفادة من ارتفاع الأرباح كنتيجة للرواج الاقتصادي.

3-2-1-4- الأسهم القابلة للاستدعاء: في هذا النوع من الأسهم تقوم الشركة المصدرة للأسهم الممتازة، بفرض شرط

الاستدعاء بغرض شراء الأسهم الممتازة التي قامت بإصدارها أي يتم استدعاء الأسهم الممتازة مقابل دفع قيمة السهم نقداً إلى حامله وعادة يتم منح علاوة عند استدعاء السهم الممتاز، فمثلاً إذا كانت قيمة السهم الممتاز 15 دينار وقيمة الاستدعاء 18 دينار فالفرق بين السهم الممتاز وقيمة الاستدعاء هو 3 دينار تعتبر علاوة لتغطية الخسارة التي قد يتحملها مستثمر الأسهم الممتازة جراء التنازل عن حقه بالاحتفاظ بها.

1- عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الخامسة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان- الأردن، 2014، ص 218.

2- يوسف حسن يوسف مرجع سبق ذكره، ص 150.

3- دريد كامل ال شبيب مقدمة في الادارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة عمان الاردن، 2007، ص210.

4- تصنيف الأسهم تبعاً لأدائها وسلوكها في مختلف الظروف الاقتصادية:

4-2- **الأسهم المدافعة:** وهي الأسهم التي يُتوقع بقاء أسعارها مستقرة وأمونة، متزايدة خلال الركود الاقتصادي وتدهور الأعمال، أو خلال التقلبات الحادة لأسواق المال، بمعنى أنها تبقى غير متأثرة نسبياً بمدة الانكماش في دورات الأعمال، ولهذا توصف بأنها مقاومة للركود ويعد هذا النوع من الأسهم جذاباً للمستثمرين الراغبين في الحصول على عائد مؤكد وأمن.¹

وتعود هاته الأسهم في الغالب الشركات التي لا تتأثر بشكل دوري بالركود الاقتصادي وتنتج سلع وخدمات لا يمكن الإستغناء عنها كشرركات تسويق النفط والاتصالات والكهرباء والماء وشركات الأدوية وشركات المواد الاستهلاكية، وشركات المطاعم وشركات التجزئة الكبيرة، إلا أن المستثمر يجب أن يدرك أن بعض الشركات قد تلجأ إلى توزيع أرباح تفوق المعدل كوسيلة لجذب المساهمين نحوها، أو لتغطية مشاكلها الحالية التي قد تؤثر على أرباحها المستقبلية.²

4-3- **الأسهم الدورية:** الأسهم التي يرتبط مستوى أرباحها وأسعارها تماماً مع الحالة الاقتصادية العامة تدعى بالأسهم الدورية، أي أنها أسهم تعود لشركات سريعة التأثير بتغيير الاقتصاد وأسعارها تتقلب مباشرة وبدرجة أكبر من معظم الأسهم بتحريك الاقتصاد بين الازدهار والتدهور، وعندما تكون الظروف الاقتصادية جيدة تكون أرباح هذه الشركات عالية وترتفع أسعار أسهمها، وتدهور الظروف الاقتصادية تتدنى مبيعات الشركة الدورية بحدّة وتناقص أرباحها كثيراً، وبعبارة أخرى ف إن هذا النوع من الأسهم ينتفع أكثر خلال الازدهار ويتضرر أكثر خلال الكساد والركود ولذلك يقترح على المستثمرين في هذه الأسهم شراءها في مدة الركود الاقتصادي وبيعها خلال الازدهار، ويشار لهذه الأسهم بالأسهم المجازفة وتتصف بأن عوائدها أكثر تقلباً من كل السوق، أي لها مخاطرة (معامل بيتا) عالية.³

4-4- **أسهم المضاربة:** تشتري أسهم المضاربة على أمل تزايد أسعارها مستقبلاً وبدلاً من استناد قرارات المستثمرين على البيانات التاريخية الخاصة بالشركة ف إن مشتري أسهم المضاربة يراهنون على أن ما قد يستجد من المعلومات أو اكتشافات أو وسائل إنتاج سوف يؤثر إيجابياً على نمو الشركة ويزيد من سعر السهم، وتميل قيم هذه الأسهم ومضاعفات أرباحها للتقلب كثيراً عند استلام معلومات جديدة وعلى المستثمرين فيها الاستعداد لاحتمال تحقق الخسائر إذ انه لا ينتظر تحقق الأرباح على الدوام.⁴

ويتصف هذا النوع من الاستثمار بالمخاطر العالية، ويعتبر دخول صغار المستثمرين إلى هذا المضمار بدون دراية أكثر الأخطاء المرتكبة وسبب رئيسي في خسارة أموالهم، ومن الأمثلة عليها شركات التنقيب عن المعادن.⁵

4-5- **الأسهم الناجحة أو الرابحة:** تعود هذه الأسهم الشركات توصف بأنها شركات كبيرة وقديمة ومعروفة، وتصدر هذه الأسهم عادةً شركات قاندة في صناعتها، وكثيراً ما تضع المعايير أو المؤشرات التي تقيم بها الشركات الأخرى، وتتسم بكفاءة الإدارة ويقدم منتجات مختلفة وذات جودة عالية ومميزة، وتمتاز هذه الأسهم بسعرها العالي وبعائد مقسومها القليل، وبالقدرة على دفع مقسوم مستقر لسنوات الأداء الجيد والسيء ولمدة طويلة، ويُعد هذا مؤشراً مهماً على الاستقرار المالي، وبفضل مجالاتها المؤكدة للارباح والمقسوم والتوقعات الجيدة لها بالنمو في الأمد الطويل بالإضافة للثقة العالية التي يُوليهها المستثمرون، تُعد الأسهم الناجحة استثمارات جذابة خاصة للمستثمرين الباحثين عن عوائد مستقرة وقابلة للتنبؤ كما أنها تُباع بمضاعف أرباح عالية ولها (بيتا) مقارنة

1- محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، إثناء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2013، ص 362.

2- سهيل مقابلة، مرجع سبق ذكره، ص 76.

3- محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 362.

4- نفس المرجع السابق، ص 363.

5- سهيل مقابلة، مرجع سبق ذكره، ص 77.

الفصل الثاني: دراسة الأصول المالية

للوحد، ويُصحح المستثمر بالبحث عن الانخفاضات الحادة والكبيرة في أداء السوق المالي لشراء هذه الأسهم لأن أسعارها ترتفع بعد الانخفاض، وتستعيد الخسائر في كثير من الحالات.¹

4-6- اسهم الدخل : يسعى بعض المستثمرون لشراء أسهم الدخل أساساً بهدف الحصول على المقسوم النقدي من الأرباح وهذا الدخل قد يمثل للبعض الحافز الأساس للاستثمار في الأوراق المالية، والأفراد الذين يستثمرون للحصول على الدخل يبحثون عن أوراق مالية تُعطي شكلاً منتظماً من توزيعات الدخل وقابلاً للتنبؤ، ويهتم المستثمرون بتقليل مخاطر أصل الاستثمار لذا عليهم أن يركزوا على تلك الأسهم التي تكون عرضة لتقلبات أقل في أسعارها.²

4-7- أسهم النمو: وهي أسهم شركات قابلة للنمو والتوسع بمعدل يفوق النمو الاقتصادي بشكل عام، حيث تنمو مبيعاتها وارباحتها بمعدل يفوق نمو الصناعة التي تنتمي إليها، كما تتميز بارتفاع الإيرادات والقيمة الدفترية والتدفق النقدي والأرباح وغالباً ما تنصرف دلالة أسهم النمو إلى أسهم الشركات التي تكون القيمة الاسمية لرأسمالها أعلى من متوسط السوق، كما يُمكن القول أنها هي أسهم الشركات التي تجني الكثير من المال (عادة 15 % أو أكثر في السنة) ومن المتوقع أن تنمو بصورة أسرع من الأسهم المنافسة كما أنه غالباً توجد هذه الأسهم في شركات الصناعة المتقدمة.³

وبالرغم من أن ازدياد قيمة أسهم هذه الشركات كبيرة وسريعة وتعوض المستثمر أحياناً أكثر مما فاتته من توزيع الأرباح، إلا أن هذه الأسهم تتصف بالتقلب الكبير، فإذا ارتفعت سبقت أكثر الأسهم ارتفاعاً وإذا انخفضت كان انخفاضها حاداً.⁴

5 - أنواع أخرى:

5-1- أسهم قيادية : ويُطلق عليها أحياناً أسهم الأمان والاستقرار أو الأسهم المتميزة وهي تلك الشركات القوية التي تملك أصول ثابتة وهي تمثل كبرى الشركات، وتكون قيماً السوقية عالية ونشطة وتحقق أرباح مجدية وتوزع قسم منها بشكل منتظم على مر السنوات الماضية، كما أنها هي التي تحدد مسار المؤشر العام للسوق.

وتتميز هذه الأسهم بالاستقرار النسبي بالظروف العادية لأن سعرها السوقي يتحرك ببطء، وقد لا يرتفع إلى درجات كبيرة، وهذا النوع من الأسهم يناسب المستثمر المحافظ الذي يبحث عن الأمان والاستقرار لاستثماراته ولا يتقبل درجة عالية من المخاطر.⁵

ومن المفيد هنا ان نستعرض تصنيفات الشركات المدرجة التي تقوم بها بعض الشركات المالية المتخصصة حول العالم استناداً إلى تحليل وتقييم المؤشرات المالية للشركات، وذلك حسب الجدول التالي:⁶

جدول (02- 01): تصنيفات الأسهم العادية استناداً إلى تحليل و تقييم المؤشرات المالية للمؤسسة

AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C
أسهم متميزة								أسهم رديئة و غير مصنفة

المصدر: سهيل مقابلة، مرجع سبق ذكره، ص 77.

1- محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص 363.

2- نفس المرجع السابق، ص 363-364.

3- صابرين جمال جلال الزلزلي تأثير اختيار أسهم النمو في أداء محافظ الأسهم العادية، كلية الإدارة والاقتصاد جامعة القادسية، 2016، ص 5.

4- سهيل مقابلة، مرجع سبق ذكره ، ص 77.

5- نفس المرجع السابق، ص 75. 5- نفس المرجع السابق، ص 75.

الفصل الثاني: دراسة الأصول المالية

فالشركات الحاصلة على تقييم AAA تُعتبر الأفضل وأسهمها تُسمى بالأسهم المتميزة، والشركات الحاصلة على تقييم C تعتبر شركات ضعيفة وأسهمها رديئة وغير مصنفة.

وهناك بعض المسميات الأخرى للأسهم تُسمى بأسماء مختلفة تبعاً للغرض التي أنشئت من أجلها أو للغاية من التعامل معها أو استخدامها، ومنها الأسهم الذهبية، والأسهم المجانية، و أسهم الخزينة، والأسهم المقيدة وغير المقيدة، ويمكن تعريف بعضها بإيجاز كما يلي:

5-2- الأسهم الذهبية : هي مجموعة الأسهم التي تمتلكها الحكومة في الشركات والمشاريع المخصصة

والتي تعطي الحكومة حقوقاً خاصة تفوق حقوق حملة الأسهم العادية، وتحفظ الحكومات عادة بهذا النوع من الأسهم في المشاريع البنية التحتية والمرافق العامة والموارد الطبيعية وقطاعات التعدين والنفط والغاز والدفاع والطيران، ومن الحقوق التي تتمتع بها الحكومة لتملكها الأسهم الذهبية حق التصويت، حق التصويت المضاعف، حيث يتراوح أهمية السهم الذهبي الواحد في التصويت من (2- 20) صوت من حملة الأسهم العادية، واستخدام حق الفيتو في بعض القرارات الاستراتيجية وحق التمثيل في مجلس إدارة الشركة بهدف ضمان تزويد الحكومة بمعلومات شاملة عن وضع الشركة المخصصة، وبذلك تشكل الأسهم الذهبية حافزاً للحكومة نحو تخصيص المزيد من المشاريع الحيوية مادامت قادرة على السيطرة على القرارات الجوهرية المتعلقة بها¹.

5-3- الأسهم المجانية: هي تلك الأسهم التي يتم توزيعها على المساهمين مجاناً بنسبة معينة من عدد

الأسهم العادية التي يملكوها وهذه هي عملية توزيع الأرباح السهمية، وتُعد الأسهم المجانية بمثابة زيادة في رأس مال الشركة (رسملة الأرباح المحتجزة أو / و الاحتياطات) لأنها ناتجة عن احتجاز جزء من أرباح الشركة أو الاحتياطات، وتلجأ الشركات لهذه الوسيلة للاستفادة من السيولة المتوفرة لديها وتعزيز رأس المال، وقد تقوم الشركة بتوزيع أرباح نقدية أو أسهم مجانية².

يتضح مما سبق أن شروط توزيع الأسهم المجانية هي³:

- وجود احتياطات كافية لتغطية قيمة الأسهم المجانية؛
- إتخاذ قرار بهذا الشأن من الجمعية العامة للشركة بناء على اقتراح من الإدارة ويترتب على توزيع الأسهم المجانية زيادة في رأس المال المصدر وفي نفس الوقت نقص بنفس القيمة في الاحتياطات المحتجزة لدى الشركة، أي أن الأمر ينصب فقط على تغيير تركيبة حق الملكية.

5-4- أسهم الخزينة: هي الأسهم التي تقوم الشركة المصدرة بإعادة شرائها من السوق عن طريق

البورصة رغبة منها في تخفيض رأسمال الشركة، ومن الجدير بالذكر ب أن أسهم الخزينة لا يحق لها توزيعات أو التصويت خلال فترة ملكية الشركة لها، وقد تنامت هذه الظاهرة بشكل واضح في البورصات الخليجية خلال الازمة المالية العالمية في العام 2008، وتؤدي هذه الظاهرة عادة إلى زيادة الطلب على أسهم الشركة وارتفاع أسعار أسهمها⁴.

1- سهيل مقابلة، مرجع سبق ذكره، ص 75.

2- نفس المرجع السابق، ص 75.

3- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة الدار الجامعية، الاسكندرية - ، 2007، ص 17.

4- سهيل مقابلة، مرجع سبق ذكره، ص 75

الفصل الثاني: دراسة الأصول المالية

كما أنه يتم انشاء اسهم الخزانه عندما تقوم الشركة بشراء جزء من أسهمها ويحدث ذلك في بعض الحالات
مثل:1

- في حالة تخفيض راس المال؛
- شراء هذه الأسهم بغرض توزيعها على العاملين، سواء كنصيب في الأرباح أو لزيادة نسبة مشاركتهم؛
- تدعيم موقف سهم الشركة في السوق عندما يهبط إلى أقل بكثير من قيمته الحقيقية. وعند شراء هذه الأسهم وخلال فترة احتفاظ الشركة بها، فإنه لا يكون لها أي حقوق في التصويت أو الأرباح وتستنزل من النصاب اللازم للتصويت في الجمعية العمومية.

المطلب الثالث : مداخل قياس القيمة للاسهم

- 1- ماهية قياس القيمة للسهم: يشير مصطلح القياس في الفكر المحاسبي إلى أنه عملية تحديد القيم النقدية للعناصر التي سيترف بها في البيانات المالية والتي ستظهر في بيان المركز المالي وبيان الدخل²، وبشكل عام توجد العديد من أسس القياس لقيمة السهم داخل المنشأة سنحاول التطرق للبعض منها، وهذا بعد تقديم لمفهوم كل من القيمة والتقييم.
 - 2- تعريف القيمة: القيمة تعتبر الميزة أو الخاصية التي يتوافرها تعطي قيمةً للشيء وتجعله مرغوباً فيه، كما أن قيمة أي أصل هي عبارة عن القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي سيتم الحصول عليها طيلة عمر الأصل وفي أغلب الأحيان يمكن أن تطول الفترة الزمنية إلى ما لا نهاية ولهذا فإن قيمة الأصل تتحدد التدفقات النقدية عن سعر خصم يتناسب مع خطورة هذا الأصل³.
 - 3- مفهوم التقييم: يعني التحليل والمراجعة المستند إلى منهج علمي متسلسل يكون الهدف منه تقديم تصور عن الحالة التي يتم دراستها لمعرفة إن كانت التغيرات إيجابية أو سلبية فيها ، كما تعرف عملية التقييم على أنها ذلك الإجراء المنظم الذي يتحدد عن طريقه السعر السوقي للورقة المالية، وذلك باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تقوم أساس على وجود علاقة طردية بين المخاطرة والعائد المتوقع⁴.
 - 4- مفاهيم القيمة للأسهم العادية: تعتبر مشكلة التقييم من اصعب المشاكل في ميدان تمويل الشركات المساهمة، ويزيد من صعوبة المشكلة تعدد المداخل المختلفة التي يمكن استخدامها لغرض التقييم وبالنسبة للاسهم العادية يجب التمييز بين القيمة الاسمية للسهم، وقيمه الدفترية وقيمه السوقية⁵.
- 4-1 القيمة السوقية: تتمثل في القيمة التي يُباع بها السهم في سوق الأوراق المالية، وهذه القيمة قد تكون اكبر أو اقل من القيمة الاسمية أو القيمة الدفترية، فإذا كان أداء الوحدة الاقتصادية جيداً وتحقق أرباح فمن المتوقع أن السعر السوقي للسهم سيكون أعلى من القيمة الدفترية أو الاسمية، وإذا كان أداء الوحدة الاقتصادية ضعيف فمن المتوقع أن ينخفض سعر سهمها في السوق وربما يصل إلى اقل من القيمة الدفترية أو القيمة الاسمية.
 - 4-2 القيمة الاسمية : هي القيمة المدونة في قسيمة السهم وهي سعر اعتباري تضعه الشركة للسهم عند إصداره لأول مرة ولا يرتبط بسعر السهم في السوق، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال المدفوع ومنصوص عليها في عقد التأسيس لكل شركة.
 - 4-3 القيمة التصفية: تمثل قيمة السهم الخاص بالوحدة الاقتصادية عند الشروع بتصفيته وتساوي القيمة السوقية لموجوداتها مطروحاً منها ديونها وقسمة النتيجة على عدد الأسهم.

1- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة الدار الجامعية، الاسكندرية - مصر، 2007، ص17.

2- احمد حلمي جمعة معايير التقارير المالية الدولية، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان الاردن، بدون سنة نشر، ص 121.

3- فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص173.

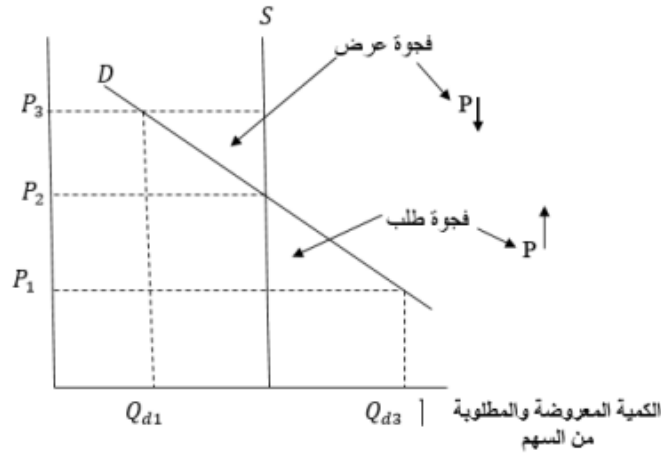
4- مؤيد الفضل، تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة - منهج كمي مع دراسة الحالة- ، الطبعة الأولى، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2009، ص 13.

5- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة الدار الجامعية، الاسكندرية - مصر، 2007، ص34

الفصل الثاني: دراسة الأصول المالية

- 4-4- القيمة الدفترية: هي عبارة عن حصة السهم الواحد من صافي موجودات الوحدة الاقتصادية وليس لها تأثير كبير على أسعار الأسهم في السوق.¹
- 4-5- القيمة العادلة: تمثل القيمة العادلة للسهم ما ينبغي أن تكون عليه قيمة السهم في سوق الأوراق المالية النشطة، ولكن غالباً ما تختلف عن القيمة السوقية الحالية للسهم.²
- 4-6- قيمة اصدار السهم: هي تلك القيمة التي تتحدد عند اتخاذ قرار اصدار الأسهم، يتم بيعها في السوق وفق هذه القيمة، وتختلف عادة قيمة اصدار الأسهم خاصة بالشركات القائمة عن قيمة الأسهم الاسمية لهذه الشركات، فتكون قيمة الإصدار أكثر من القيمة الاسمية وأقل من قيمة السهم في السوق، خاصة إذا كان تداول الأسهم لهذه الشركة بأسعار مرتفعة في هذه السوق مقارنة بالقيمة الاسمية، ويُسمى الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الإصدار علاوة الإصدار وتدفع مباشرة إلى الشركة المصدرة وتضاف محاسبياً إلى حقوق الملكية.³
- 4-7- قيمة السهم حسب العائد: وهي قيمة السهم التي يقبل المستثمر دفعها مقابل شراء السهم، ومعدل العائد هو سعر الخصم الذي يحدد على أساسه كلفة رأس المال ويأخذ بنظر الاعتبار العوائد في السوق ودرجة الخطر التي يتعرض لها المبلغ المستثمر.⁴
- 5- آلية تحديد قيمة السهم: تتحدد قيمة السهم بناءً على قوى العرض والطلب في السوق، وعليه نحاول تحديد القيمة التوازنية للسهم في زمن معين بتقاطع منحنى العرض والطلب، بحيث يُمكن التعبير عن عرض الأسهم لمؤسسة بعد لحظة زمنية معينة بمنحنى ذو مرونة صفرية الاستجابة النسبية للكمية المعروضة من الأسهم في هذا الفاصل الزمني للتغيرات النسبية في السعر) وبالتالي يأخذ شكل خط مستقيم عمودي على المحور السيني كما في الشكل.⁵

الشكل رقم (01-02): آلية تحديد السهم



المصدر: محمود محمد الداغر، الأسواق المالية مؤسسات أوراق - بورصات ، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2005، ص 163. أما الطلب على الأسهم فيستجيب للتغيرات في السعر عكسياً ، فعند ارتفاع سعر السهم، ف إن المستثمرين

1- جميل احمد توفيق علي شريف الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، 1980، ص 385.
 2- كرار سليم عبد الزهرة واخرون ، قياس القيمة العادلة للاسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية - ، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة العراق، المجلد 09 ، العدد 29 ، ص 193-194 بتصرف.
 3- دريد كامل ال شبيب، مقدمة في الادارة المالية المعاصرة ، الطبعة الأولى دار المسيرة - عمان - الاردن، 2007، ص 392.
 4- نفس المرجع السابق، ص 393.
 5- محمود محمد الداغر، الأسواق المالية -مؤسسات-أوراق - بورصات ، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2005، ص 162-163.

الفصل الثاني: دراسة الأصول المالية

المقبلون على الشراء هم من المتفائلين بهذا السهم والذي يتوقعون زيادته، ومن المؤكد أنهم قلة في ظل السعر المتوقع كما يلاحظ عند السعر p_3 بحيث يكون الطلب بمستوى Qd_1 أما عند السعر المنخفض للسهم مثل p_1 فإن الطلب يزداد ويصل السعر p_1 فإن الطلب يزداد ويصل Qd_3 علاقة عكسية بين سعر السهم والكمية المطلوبة منه).

ويُمكن توضيح آلية تحديد السعر التوازني النسبي من خلال إلتقاء تيار العرض s وتيار الطلب d عند السعر p_2 حيث تتعادل الكمية المطلوبة مع الكمية المعروضة (ثابتة).

و عند سعر اعلى مثل p_3 فإن رغبة المستثمرين في الاقبال تكون اقل من الكمية المعروضة (الاصدار و التداول) و في ظل سوق كفاء يمكن انخفاض السعر باتجاه التوازن p_2 ، فإن اقبال المستثمرين يزيد على العرض ويُمكن أن ينعكس ذلك في ارتفاع السعر نحو التوازن¹.

وعلى الرغم من الصورة التبسيطية السابقة للآلية تحديد السعر فلا بد للإشارة إلى بعض الملاحظات لاستقامة تحليل الآلية مع خصائص السوق المالية:

- 5- إن القيمة التوازنية لا تعكس الزمن المتحقق بل الزمن المتوقع، وبالتالي فهي تتضمن موجات توقع متباينة للمستثمرين حسب تدفق المعلومات، وتقديراتهم لحركة السهم والسوق والاعتبارات الأخرى، لذلك يمكن عد القيمة التوازنية هي القيمة الحالية للايرادات المتوقعة المخصومة بمعدل مناسب يتوقف على البديل الفرصي.
- 6- عند تحقيق السعر التوازني في أي لحظة زمنية، فإن ذلك ينحرف على القيمة الحالية المتوقعة بل يمثل رأي آخر اقبال لمستثمر في الطلب (المستثمر الحدي).
- 7- إن اختلاف التوقعات للمستثمرين ينعكس في ميل منحنى الطلب D ، إذ أن تباين التوقعات تدفع إلى إنحدار أشد (مرونة اقل) بينما تؤدي سواء التوقعات (تمثلها النسبي) إلى مرونة لانهائية لمنحنى طلب السهم (تسطح)، وهذا ما يجعل تدفق المعلومات وشموليتها هي الأساس في توفير سوق كفوة تنعدم فيها الفجوات المخلة، والتي تخلق الانحراف مابين القيمة الحالية للتدفقات المتوقعة التي يقدرها المستثمر مقارنة بقيمة السهم عند المتاجرة (السوق).

المبحث الثاني : السندات

تحتاج الشركات الى سبل قانونية للحصول على أموال اضافية و ذلك لحاجتها الى السيولة النقدية ومن أجل الوصول الى ذلك تقوم الشركات باللجوء الى رفع رأس مال و طرح أسهم جديدة قصد الاكتتاب فيها، و لأن هذه الطريقة لا تفضلها الشركات و تفضل طريقة الاقتراض من البنوك التي تتوفر على قدرة مالية فتلجأ الشركة لإصدار سندات الدين بدلا من رأس المال.

المطلب الاول : تعريف السندات

هي صكوك طويلة الأجل قابلة للتداول تصدرها الحكومات أو المجالس المحلية أو الهيئات العامة أو شركات المساهمة الخاصة و العامة و كذلك شركات التوصية، و تعطى هذه الصكوك لحاملها الحق في تقاضي عائد محدد مقدما في مواعيد محددة سلفا بصرف النظر عن ربح أو خسارة الجهة المصدرة فضلا عن حقه في استرداد القيمة الاسمية للصك في نهاية المدة المحددة، و لذا فان السند يمثل مديونية عن الجهة المصدرة له و من ثم يكون حامل السند دائنا لهذه الجهة، و لا شك ان السندات التي تصدرها الحكومات تكون أكثر جاذبية من التي تصدرها الشركات المساهمة نظرا لأنها تتمتع بإعفاء ضريبي فضلا عن تضاول مخاطر التوقف عن السداد أو مخاطر تأجيله².

¹- محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره ، ص 162-163.

²- د. عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية(البورصة) في ميزان الفقه الاسلامي، دار النشر للجامعات. مصر ص 67.

الفصل الثاني: دراسة الأصول المالية

و يعرف البعض السند بأنه " جزء من قرض جماعي طويل المدى تصدره الشركات العامة أو الخاصة أو مؤسسات الدولة، يتمتع صاحبه بالحقوق الطبيعية للدائن من استرداد للقرض و استيفاء لفوائده¹. و قيل أن السندات عبارة عن صكوك متساوية القيمة تمثل ديونا في ذمة الشركة التي أصدرتها و تثبت في حق حاملها فيما قدموه من مال على سبيل القرض للشركة و حقهم في الوصول على الفوائد المستحقة دون ادنى ارتباط بنتائج أعمالها ربها كانت أو خسارة².

ويعتبر حامل السند دائنا للشركة و من ثم فمركزه يختلف اختلافا جوهريا عن مركز حامل السهم، فهذا الأخير ليس دائنا للشركة بل هو شريك فيها و ينبني على هذا الاختلاف النتائج الآتية :

- ❖ لحامل السند حق يتمثل في فائدة ثابتة في كل الأحوال بينما ليس المساهم الا نصيب متغير و نسبي يعتمد في وجوده على تحقيق الشركة لربح .
 - ❖ لحامل السند الحق في استرداد قيمة سنده عند انتهاء مدة العرض، بينما ليس للمساهم الا حقا احتماليا على مجودات الشركة الصافية بعد سداد كل ديونها بما في ذلك قيمة السندات التي أصدرتها.
 - ❖ ليس لحامل السند اي دور في ادارة شؤون الشركة عكس المساهم الذي له الحق في الاشتراك في ذلك³.
- و للسند تعريف عام يشمل السند الذي هو ورقة مالية و غيره، ذكر في القاموس الاقتصادي هو التزام دين خطي محدد الشكل بدقة، يعطي حامله حقا بمطالبة الشخص الذي وقعه (المحرر) دفع المبلغ المرقوم فيه في موعد محدد، و يلاحظ من هذا التعريف أنه عام في بيان معنى السند، و أنه ورقة تثبت دين لشخص على آخر⁴.

و الجدير بالذكر أن الهيئة الفرنسية العليا للرقابة المالية قد أصدرت قرارا يسمح بالتعامل بالصكوك الاسلامية في الأسواق المالية و التي هي عبارة عن سندات اسلامية مرتبطة بأصول ضامنة بطرق مشروعة و عادة ما يكون طرف ثالث كأحد البنوك بمهمة تحصيل قيمة السند و استيفاء توقيع الطرف الثاني على العقد و دفع الفوائد الدورية.

و غير ذلك و قد تكون السندات ذات معدل فائدة متحرك حيث يحدد لهذه السندات سعر فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر على أن يعاد النظر فيه دوريا كل ستة أشهر ليتلائم مع معدلات الفائدة الجارية في السوق، كما قد تكون السندات قابلة للتداول بالبيع أو الشراء أو التنازل في السوق في اي وقت في اي حالة وجود سوق نشط لرأس المال، كما قد لا تكون كذلك و الأصل أن يباع السند بقيمه الاسمية إلا أنه قد يباع بقيمة أقل من قيمته الاسمية (خصم اصدار) اذا كان هناك اعتقاد بأن معدل الفائدة المدفوع أقل من معدلات الفائدة المدفوعة على سندات أخرى تتشابه مع السندات المصدرة من حيث درجة المخاطر و في هذه الحالة يعتبر الخصم بمثابة تعويض للمستثمر .

يوجد عدة أنواع من السندات أهمها السندات المضمونة بأصول و السندات العادية و السندات من الدرجة الاولى و كذلك من الدرجة الثانية و يتم اصدار سندات الدين وفقا لشروط تهدف الى حماية حقوق المساهمين و الدائنين و أصحاب هذه السندات من أهم هذه الشروط هي :

- 1- أن يصدر بذلك قرار من الجمعية العامة للشركة(المادة715مكرر84 من القانون التجاري)⁵.
- 2- لا يسمح باصدار السندات الا لشركات المساهمة الموجودة منذ سنتين و التي أعدت موازننتين صادق عليهماالمساهمون بصفة منتظمة (المادة 715 مكرر 82-01من القانون التجاري)⁶.

1- د.عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2009 ص17.

2- الزهراء نواصرية، أنواع الأسهم و موقف المشرع الجزائري منها، القانون و المجتمع ص249.

3- د.يسمينة ريحاني مرجع سابق ص354.

4- فتحي زناكي، شركة المساهمة في القانون الوضعي و الفقه الاسلامي، الطبعة الاولى، دار النفائس للنشر و التوزيع الأردن، 1433 هـ/2012م، ص42.

5- المادة 715 مكرر 84 / 01 لمزيد من التفصيل بهذا الخصوص راجع د/ يسمينة ريحاني كلية الحقوق جامعة محمد بوقرة.

6- المادة 715 مكرر 82 / 01 لمزيد من التفصيل بهذا الخصوص راجع د/ يسمينة ريحاني كلية الحقوق جامعة محمد بوقرة.

الطلب الثاني : خصائص السندات

للسندات خصائص تميزها عن باقي الأوراق المالية نذكر أهمها فيما يلي :

- السندات دخل ثابت اذا تدفع الفوائد لحملة السندات سنويا سواء حققت الشركة أرباحا أو خسائر.
- السندات هي وثائق تمثل اتفاق الشركة المصدرة (أو الحكومة) و بين المستثمرين تلتزم بمقتضاه الشركة بارجاع قيمة القرض اي القيمة الاسمية للسندات المصدرة في فترة محددة على قسيمة السند اي تاريخ الاستحقاق.
- تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند.
- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة و ذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح باعتبار هذه الفوائد ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة¹.

1- السند صك قابل للتداول :

فان كان اسما فتداوله بطريق القيد في سجلات الشركة و ان كان لحامله فبطريق التسليم، و لتحقيق مبدأ تداول السندات أوجب القانون أن تقدم الشركات المساهمة سنداتها الصادرة بطريق الاكتتاب خلال سنة على الأكثر من تاريخ قفل باب الاكتتاب الى جميع البورصة لتقيد في جداول الأسعار طبقا لشروط و أوضاع لوائح البورصة².

يعطي السند الحق في الحصول على فوائد سنوية ثابتة بالإضافة إلى ذلك يجوز بصورة استثنائية أن يشترط استيلاء حامل السند زيادة على الفائدة الثابتة نسبة مئوية من الأرباح، و يسمى في هذه الحالة السند المشترك في الأرباح دون أن يعد حامله لهذا السبب مساهما اذ يشترط أن لا يسمح له بالتدخل في الإدارة³.

- يمثل السند ديننا على الشركة، فاذا أفلست أو قامت بأعمال تضعف التأمينات الخاضعة الممنوحة لحامل السند سقط أجل الدين و اشترك صاحب الدين مع باقي الدائنين للشركة⁴.

2- قرض السندات قرض جماعي :

فالشركة تتعاقد مع مجموع المقترضين فتصدر بمقدار المبلغ الاجمالي للقرض عددا من السندات متساوية القيمة و يقضي تساوي قيمة السندات المساواة بين حقوق حملة سندات اصدار واحد ازاء الشركة و القانون لم يضع حدا أدنى لقيمة السند كما فعل في السهم لكن جرت العادة بارتفاع قيمة السندات⁵.

3- قابلية التحويل الى أسهم عادية :

وهذه الخاصية تسمح لحامل السندات بالاستفادة من فروقات العوائد و الامتيازات التي يمكن يحصلوا عليها من عملية التحويل هذه ، وهذا يعود ببعض الفوائد على الجهات المصدرة ايضا حيث ان قابلية تحويل السندات الى أسهم تحفز المستثمرين على شرائها مم يزيد من حجم الطلب عليها، و من جهة أخرى ان عملية تحويل سنقل من مدفوعات الفوائد المستحقة لحاملي السندات المعنية و يترتب على تحويل تلك الأوراق زيادة في عدد الأسهم العادية مما يعرض الملاك القدامى (حملة الأسهم العادية الأصلية) لمخاطر انخفاض الربحية و القيمة السوقية للأسهم العادية التي يمتلكونها⁶.

1- ط.عز الدين حملة د عثمان علام أستاذ محاضر "بورصة الجزائر بين الركود و آليات التفعيل" Al-riyada for business economics جامعة اكلي محمد اولحاج، الطبعة 4. 2. جوان 2008، ص98.

2- د.أحمد بن محمد الخليل، الأسهم و السندات و أحكامها في الفقه الاسلامي، الطبعة الاولى، دار ابن الجوزي، المملكة العربية السعودية، محرم 1424

3- شمعون شمعون ، مرجع سابق ص 26.

4- أحمد بن محمد الخليل، مرجع نفسه ص 93.

5- أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق ص 92.

6- بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية، تقييم الأسهم و السندات، الطبعة الاولى، دار علي بن زيد للطباعة و النشر، بسكرة/الجزائر، 2019 ص189

الفصل الثاني: دراسة الأصول المالية

-لا يشترك حامل السند في الجمعيات العامة للمساهمين و لا يكون لقراراتها أي تأثير في شأن حامل السند فلا يجوز للجمعية أن تعدل التعاقد و لا أن تغير ميعاد استحقاق الفوائد¹.

4- الجهة المصدرة للسند² :

- الدولة
- منشآت القطاع العام
- المصارف

المطلب الثالث : طرق السداد للسندات

1- سداد السندات عند حلول ميعاد استحقاقها : إن السندات بوصفها قروض طويلة الأجل يكون له ا اجل معين محدد ويتعين على الشركة المدينة أن ترسم الخطط المالية الخاصة بسداد هذه السندات عند حلول ميعاد استحقاقها وغالباً لا تملك الشركة نقدية كافية القيام بعملية السداد، لأنها تفضل استثمار النقدية الزائدة في اقتناء أصول جديدة وعلى كل حال فإن مقدرة الشركة على السداد مما لديها من نقود تتوقف إلى حد كبير السندات الواجب سدادها فإن كان الحجم صغيراً أمكن الشركة السداد مما تملكه من نقدية أما إذا كان الحجم كبيراً فعلى الشركة أن تبحث عن موارد خارجية حتى يمكنها الوفاء بالتزاماتها³.

2- سداد السندات قبل حلول ميعاد استحقاقها : يحدث في الكثير من الحالات أن تقوم الشركات المساهمة بسداد كل أو جزء من سندات المصدرة وذلك قبل حلول ميعاد الاستحقاق المحدد وينبغي عند دراسة مثل هذا النوع من السداد التمييز بين طريقتين رئيسيتين من طرق السداد وهما السداد حسب اختيار الشركة والسداد الاجباري⁴.

2-1- السداد حسب اختيار الشركة : الطريقة الإختيارية الأولى هي ، قيام الشركة بشراء سندات من السوق ثم بعد ذلك إلى إلغائها، ولا شك أن هذه الطريقة لن تستخدم إلا إذا تمكنت الشركة من الشراء بسعر يقل كثيراً عن القيمة الاسمية، ولكن الشركة التي تُباع سندات في سوق بخصم كبير (أي بسعر يقل بكثير عن القيمة الاسمية) تكون عادة في مركز مالي ضعيف، ومن ثم لا تملك النقدية ما يمكنها من القيام بعملية شراء السندات لغرض استهلاكها. أما الطريقة الثانية وهي الأكثر شيوعاً واستخداماً فهي السداد عن طريق الاستدعاء، ولكن استخدام هذه لطريقة يستلزم وجود شرط في عقد الإصدار ينص على حق الشركة في استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق المعين، لأنه في حالة غياب هذا النص لا يمكن للشركة أن تُجبر حامل السند على تقديم سنده وقبض قيمته، أي أن السندات تبعاً لهذا الكلام تكون قابلة للاستدعاء أو غير قابلة للاستدعاء.

وعادة نجد أن الشركة التي تستدعي سندات للسداد تقوم بدفع علاوة فوق القيمة الاسمية وهذه العلاوة تمثل تعويضاً للمستثمر عن الفائدة التي تضيق عليه خلال فترة البحث استثمار جديد، والأسعار التي يحدث على أساسها الدفع يجب أن يكون منقوصاً عليها في عقد اصدار السندات كما يجب أن يتم الاستدعاء عن طريق السحب بالقرعة (اليناصيب) حتى لا يُحابي واحد من حملة السندات على حساب الآخر⁵.

2-2- السداد الاجباري - احتياطي استهلاك السندات - : هناك إتجاه نحو وضع شروط تكوين احتياطي الاستهلاك في اغلب عقود إصدار السندات، وهذا الاحتياطي يختلف عن السداد الاختياري لأن الشركة تحت النظام الأول تكون مجبرة على استهلاك جزء من السندات على فترات زمنية، بينما في النوع الثاني نجد أن الاستهلاك يكون متروكاً حسب اختيار الشركة . ولكن النتيجة النهائية واحدة بالنسبة للاجراءين إلا وهي تخفيض حجم السندات المصدرة

1- أحمد بن محمد الخليل، مرجع سابق ص93

2- عز الدين حملة، عثمان علام، مرجع سابق ص100

3- اشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال؟، الطبعة الأولى، دار ايتراك للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة - مصر، 2008، ص 23.

4- سيد سالم عرفة ادارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان الاردن، 2009، ص 23. 3- جميل احمد توفيق علي شريف، مرجع سبق ذكره، ص 399.

5- جميل احمد توفيق علي شريف، مرجع سبق ذكره، ص 400.

الفصل الثاني: دراسة الأصول المالية

وجود شرط الاستهلاك الاختياري في العقد يكون لمصلحة الشركة بينما الاستهلاك الاجباري ينص عليه لفائدة حملة السندات، ويمكن تكوين احتياطي استهلاك السندات بأحد الطرق الآتية:

- مبلغ ثابت معين ينص عليه العقد؛
 - مبلغ يكفي لاستهلاك نسبة مئوية معينة من السندات المصدرة؛
 - مبلغ يزداد سنة بعد أخرى لتحقيق نوع التوازن بين الطاقة الاستغلالية للأصول وبين الأعباء الواقعة على الشركة؛
 - مبلغ يُمثل نسبة معينة من الأرباح السنوية التي تحققها الشركة وهذه افضل الطرق من وجهة نظر الشركة لأنها تقوم على أساس القدرة الفعلية للشركة على استهلاك سنداتها.
- ومعظم عقود السندات تطلب استخدام الأموال المخصصة للاحتياطي في الحال لشراء السندات المصدرة، ولكن في أحوال أخرى قد ينص على استثمار الاحتياطي في أوراق مالية غالباً ما تكون سندات حكومية، والمهم أن هذه الأموال لا تبقى عاطلة، بل ينبغي استثمارها بصورة أو أخرى استثماراً فعالاً، ويعود احتياطي استهلاك السندات بفائدتين على الشركة، أولها أنه بوجود هذا الشرط تتمكن الشركة من اصدار فائدة اقل، وثانياً يؤدي تكوين احتياطي الاستهلاك إلى تقوية مركز حملة الأسهم العادية لتأكدهم من مقدره الشركة على مقابلة التزاماتها نحو حملة الأسهم.
- ولكن لو فشلت الشركة في تخصيص الأموال اللازمة للاحتياطي الاستهلاك فإن هناك من العقوبات ما قد يقع على الشركة ويقف حجر عثرة أمامها ومن أهم ذلك الآتي:
- قد يعتبر فشل الشركة توفيقاً عن مقابلة التزاماتها نحو حملة السندات وبالتالي تصبح كل السندات مستحقة الدفع في الحال.
 - قد يمنح حملة السندات الحق في انتخاب بعض أعضاء مجلس الإدارة، وهذا الحق المؤقت ينتهي بقيام الشركة بتخصيص الأموال اللازمة للاحتياطي.
 - لا يمكن للشركة توزيع أي أرباح على حملة الأسهم العادية والممتازة وتستمر هذه العقوبة طالما أن الشركة لم تقم بإضافة الأموال اللازمة إلى الاحتياطي.

3- السداد التدريجي: تصدر بعض الشركات نوعاً من السندات يُمكن أن نطلق عليه اسم السندات وذات مواعيد الإستحقاق المتسلسلة ومعنى ذلك أن السندات المصدرة لا تستحق السداد دفعة واحدة بل تسدد في تواريخ استحقاق متوالية، وحسب هذه الطريقة يقسم الإصدار إلى مجموعات مرتبة بحيث يستحق سداد كل مجموعة في السنة التالية للاستحقاق المجموعة التي تسبقها ويؤدي هذا النوع إلى سداد السندات المصدرة تدريجياً وبطريقة منتظمة معروفة لجميع الأطراف. ونظراً لأن هذا النوع من السندات يُسدد بالتدريج فإن متوسط سعر الفائدة على الأموال المقترضة يكون أقل مما لو كان الإصدار كله يستحق السداد في ميعاد واحد وتعتبر هذه الميزة السبب الرئيسي في استخدام هذه السندات وذلك من وجهة نظر الشركة، أما من وجهة نظر المستثمرين فإن العامل الأساسي لقبول هذا النوع من السندات هو تنوع مواعيد استحقاق الإصدار الواحد بطريقة تجعله أكثر قدرة على مقابلة رغباتهم المختلفة، فالبنوك وشركات التأمين تقبل على شراء السندات قصيرة الأمد، بينما يفضل الأفراد شراء سندات طويلة الأجل.¹

المبحث الثالث : المشتقات المالية

اكتسبت الأوراق المالية المشتقة في السنوات الأخيرة أهمية متزايدة في مجال التمويل، وخصوصاً بعد ثورة تكنولوجيا الاتصالات وانعكاساتها على أسواق المال والتي بدخولها فيما يعرف بعصر العولمة زادت عمقا واتساعا. وقد قادت الثورة الواقعة في عالمي الاستثمار والتمويل، وما صاحبهما من تعاضل ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية، إلى ابتكار أدوات استثمارية جديدة غير الأدوات التقليدية السائدة، أدوات تسهل عملية نقل وتوزيع المخاطر، مما يساعد في توفير عنصر السيولة في السوق الثاني، وبذلك توفر لهذا السوق خاصيتي العمق والاتساع وفي اتجاه يؤدي إلى تحسين كفاءته.

¹- نفس المرجع السابق، ص 405.

الفصل الثاني: دراسة الأصول المالية

المطلب الأول: ماهي المشتقات المالية

- **التعريف الأول:** "يمكن تعريفها بأنها أدوات استثمارية جديدة ومتنوعة، ويطلق عليها هذا الاسم لأنها مشتقة من أدوات استثمارية تقليدية كالأسهم والسندات، وتعتمد في قيمتها على أسعار هذه الأدوات، ويمكن تحديد مفهوم الأدوات المشتقة بأنها عبارة عن عقود مالية تتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الأصول أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها"¹.
- **التعريف الثاني:** كما عرفت المشتقات المالية بأنها: "عقود مالية تسمح بتفويض وتوزيع بعض المخاطر المتعلقة بالاقتصاد الحقيقي، فهي بهذا المفهوم أدوات مهمة لتسيير المخاطر التي يتعرض لها المتعاملون الاقتصاديون، ويوجد عدة أنواع من المنتجات المشتقة منها من هو بسيط، كالعقود الآجلة مثلا، وأخرى غير بسيطة حسب الحاجات الخاصة لمستهملها كالمبادلات أو المقايضات"².
- **التعريف الثالث:** كما عرفها صندوق النقد الدولي كالتالي: "المشتقات المالية هي عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمارا لأصل المال في هذه الأصول، وكعقد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمر غير ضروري"³.

وهكذا فإن مفهوم المشتقات المالية يتلخص فيما يلي:

- هي عقود تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي؛
- تعتمد قيمتها (المكاسب أو الخسائر) على الأصل موضوع العقد الذي اشتقت منه؛ لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقد؛
- يمكن أن تنتهي بتسوية نقدية دون انتقال ملكية الأصل.

هذا ويتضمن العقد:

- تحديد سعر تنفيذ في المستقبل؛
- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر؛
- تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد؛
- تحديد الشيء محل العقد (سعر فائدة، سعر ورقة مالية، سعر سلعة، سعر صرف عملة...).

المطلب الثاني: أنواع عقود المشتقات المالية

بشكل عام يوجد أربعة أنواع للمشتقات المالية هي⁴:

- العقود الآجلة
- العقود المستقبلية
- عقود الخيارات
- عقود المقايضات أو المبادلات

1- حمداني زهرة، إشكالية تدويل الخطر المالي وأثره على الأسواق المالية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير والعلوم التجارية، المدرسة الدكتورالية للاقتصاد والتسيير، جامعة وهران، 2001-2012، ص83.

2- رابح أمين المناسيع، "الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، نقود وبنوك، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة الجزائر3، الجزائر، غير منشورة، 2011، ص34.

3- سلسلة إضاءات، "المشتقات المالية"، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، العدد 2، الكويت، 2010، ص2.

4- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية "المفاهيم-إدارة المخاطر، المحاسبة"، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، كلية التجارة عين شمس، 2001، ص 12-18.

الفصل الثاني: دراسة الأصول المالية

إن أقدم هذه الأنواع وأولها هو العقود الآجلة ثم تلاها ظهور العقود المستقبلية ثم الخيارات وأخيرا المبادلات، وسنأتي على شرح كل من هذه الأنواع بشكل مختصر:

1- العقود الآجلة: العقود الآجلة هي مشتقة بسيطة أي أنها: "اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين". ويكون العقد عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت، ولا يتم تداوله في البورصات عادة.

ويتخذ أحد الطرفين في العقد الأجل مركزا طويلا ويوافق على شراء الأصل محل العقد في تاريخ مستقبلي محدد مقابل سعر محدد تم الاتفاق عليه، أما الطرف الثاني فيتخذ مركزا قصيرا ويوافق على بيع الأصل في نفس التاريخ مقابل نفس السعر، وسوف يشار للسعر المحدد في العقد الأجل باسم سعر التسليم ووقت الدخول في العقد يتم اختيار سعر التسليم بحيث تكون قيمة العقد الأجل صفر بالنسبة للطرفين، ويعني ذلك أن اتخاذ مركز قصير أو طويل لا يكلف شيئا. وتتم تسوية العقد الأجل عند استحقاقه، حيث يقوم حائز المركز القصير (البائع) بتسليم الأصل إلى حائز المركز الطويل مقابل مبلغ نقدي مساوي لسعر التسليم، ومن المتغيرات الرئيسية التي تقرر قيمة أي عقد أجل في وقت ما السعر السوقي للأصل. وتتميز العقود الآجلة بما يلي:

- عقد بين طرفين يحتمل حصول أي منهم على مكاسب أو خسائر؛
- تعرض أطراف العقد الأجل لمخاطر الائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة احد الأطراف على الوفاء بالتزاماته؛
- تلك العقود تمتاز بمرونة في التفاوض على أي شرط من شروطها بما يتفق من طرفي العقد وتمتاز بسهولة الاستخدام.

2- العقود المستقبلية: على غرار العقد الأجل، فإن العقود المستقبلية هي اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في وقت معين في المستقبل بسعر معين، ولكن على خلاف العقود الآجلة يتم تداول العقود المستقبلية في البورصات، ومن أجل جعل التداول ممكنا تحدد البورصة سمات معيارية معينة للعقد، ونظرا لأن طرفي العقد قد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة، فإن البورصة توفر آلية تعطي كلا من الطرفين ضمانا بأن العقد سوف يحترم. وأكبر البورصات التي يتم فيها تداول العقود المستقبلية فيها هي مجلس شيكاغو للتجارة وبورصة شيكاغو ميركانتايل وفي هذه البورصات وغيرها تشكل مجموعة عريضة جدا من السلع والأصول المالية والأصول الأخرى محلا للعقود المختلفة. وتشمل أجزاء من لحوم الخنزير، الماشية الحية، السكر، الصوف، الأخشاب، النحاس، الألمنيوم، الذهب، القصدير، أما الأصول المالية فتشمل مؤشرات الأسهم، العملات، أدون الخزائنة، وسندات الخزائنة.

ويجب أن يشتمل العقد المستقبلي بالإضافة للبائع والمشتري على العناصر التالية:

- تاريخ التسوية؛
- نوع الأصل محل العقد وكميته؛
- مكان وطريقة التسوية؛
- سعر التسليم.

وتجدر الإشارة هنا أنه من النادر ما يتم اللجوء إلى التسليم الفعلي لمحل التعاقد إذ يكتفي الطرفان بالتسوية النقدية لمركز كل منهما في العقد، ويحقق مشتري العقد المستقبلي أرباحا عندما يرتفع سعر محل التعاقد عن السعر المتفق عليه، وبالمقابل يحقق البائع أرباحا عندما ينخفض سعر محل التعاقد، كما يمكن لكل طرف أن يلجأ إلى تصفية مركزه في تاريخ سابق ليوم التسوية عن طريق اتخاذ مركز مقابل في نفس العقد أي على مشتري العقد مثلا أن يقوم ببيع عقد مماثل بنفس العناصر (السعر وتاريخ التسوية ومحل التعاقد).

3- عقود الخيارات: تم تداول عقود خيارات الشراء/البيع للأسهم أول مرة في بورصة منظمة عام 1973، ومنذ ذلك الوقت حدث نمو كبير في أسواق خيارات الشراء/البيع الأجل، ويتم تداول هذه الخيارات الآن في بورصات كثيرة حول العالم، ويتم تداول كميات كبيرة من خيارات الشراء/البيع الأجل في الأسواق غير الرسمية بواسطة البنوك والمؤسسات

الفصل الثاني: دراسة الأصول المالية

المالية الأخرى، وتشمل الأصول موضوع الخيارات كل من الأسهم، مؤشرات الأسهم، العملات، أدوات الدين، السلع والعقود المستقبلية.

3-1- مفهوم عقود الخيارات¹: الاختيارات جمع خيار وهو يعني طلب خير الأمرين، والإضفاء والإيثار والانتقاء والتفضل، هذا في اللغة.

أما الاختيار أو الخيار في عرف الاقتصاد المعاصر، وفي الأسواق المالية، فيراد به حق شراء أو بيع سلعة ما في تاريخ محدد بسعر متفق عليه سلفاً، ولا يترتب على مشتري الخيار التزام ببيع، أو شراء وإنما مجرد حق يستطيع أن يمارسه أو يتركه، ويصبح المضارب مالكا للخيار بمجرد دفع قيمته، فالاختيار اتفاق بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول (البائع) أن يعطي للطرف الثاني (المشتري) الحق -وليس الإيجاب- لشراء أو بيع أوراق مالية أو سلع حسب شروط منصوص عليها في العقد.

3-2 أركان عقود الاختيار:

- **مشتري الحق:** هو الشخص الذي يقوم بشراء حق الاختيار سواء كان حق اختيار بيع أو شراء.
- **محرر الحق:** هو الشخص الذي يقوم بتحرير الحق لصالح المستثمر (أو مشتري الحق)
- **سعر التنفيذ:** هو السعر الذي يتم به تنفيذ العقد يتحدد عند إبرام العقد، وعادة ما يكون هو السعر الجاري للأصل في السوق.
- **تاريخ التنفيذ:** هو التاريخ الذي يتم فيه تنفيذ العقد.
- **المكافأة:** هو مبلغ متفق عليه يقوم مشتري حق الاختيار بدفعه للمحرر نظير أن يكون لمشتري الاختيار الحق في تنفيذ الاتفاق.

3-3 أنواع عقود الاختيار: تختلف أنواع عقود الاختيار باختلاف التصنيف وهي كمايلي:

من حيث طبيعة العقد: يوجد نوعان هما:

- **حق خيار الشراء:** هو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الآخر الحق في الاختيار بين شراء أصل معين أو عدم شرائه وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقاً في العقد، ومقابل ذلك يحصل على مبلغ من المشتري مقابل منحه هذا الحق يسمى العلاوة أو المكافأة أو سعر الخيار، وينفذ المشتري العقد ويشترى الأصل إذا ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.
- **حق خيار البيع:** هو عقد بين طرفين، يمنح فيه الطرف الأول ويسمى محرر العقد أو البائع للطرف الآخر وهو المشتري الحق في الاختيار بين بيع أصل معين أو عدم البيع وذلك في تاريخ مستقبلي محدد وبسعر يحدد مسبقاً في العقد، ويحصل في مقابل ذلك على المكافأة من مشتري الحق، وينفذ مشتري الحق العقد إذا انخفض السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدد في العقد.

من حيث موعد التنفيذ: هناك نوعان أيضاً:

- **عقد الخيار الأمريكي:** وهو عقد يتيح للمستثمر حق شراء أو بيع عدد محدود من الأوراق المالية أو أي أصل آخر بسعر متفق عليه مقدماً على أن يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت خلال الفترة الممتدة منذ إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد لانتهائه.
- **عقد الخيار الأوروبي:** هو تماماً مثل الأمريكي ما عدا أن التنفيذ غير مسموح به ولا يتم إلا في تاريخ انتهائه.

حسب التغطية:

- **عقد الخيار المغطى:** هو حق اختيار شراء أو بيع يكون فيه محرر العقد مالكا للأصل محل العقد.

¹- سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2005-2006، ص 74-76.

الفصل الثاني: دراسة الأصول المالية

- **عقد الخيار غير المغطى:** هو حق اختيار شراء أو بيع لا يكون فيه المستثمر مالكا للأصل محل العقد.

حسب الربحية: تصنف الخيارات حسب الربحية في ثلاث مجموعات هي التالية:

- خيار متكافئ
- خيار مربح
- خيار غير مربح

ويعتمد هذا التصنيف على مقارنة بين سعر التنفيذ وسعر السوق في الوقت الذي من الممكن فيه تنفيذ الخيار في أي وقت بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ انتهائه بالنسبة للخيار الأمريكي وفي الموعد المحدد لانتهاء العقد في الخيار الأوروبي. ونقول بأن:

- **خيار شراء أو بيع متكافئ:** إذا كان سعر التنفيذ يساوي سعر السوق للأصل محل التعاقد.
- **خيار شراء مربح:** إذا كان سعر التنفيذ أقل من سعر السوق للأصل محل العقد بأن خيار البيع مربح إذا كان سعر التنفيذ أكبر من سعر السوق، وبأن خيار بيع غير مربح إذا كان سعر التنفيذ أقل من سعر السوق.

4- عقود المبادلات (المقايضات)¹: هي عقود مشتقة، يتم التعامل بها في الأسواق غير المنظمة وتمثل إحدى أدوات تغطية المخاطر، لقد عرف عقد المبادلة بعدة تعريفات، نورد منها ما يلي:

- سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ، حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شعرية، ربع سنوية، نصف سنوية...) وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس عقد الاختيار. كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية -تتم عند تنفيذ عملية المبادلة- يضاف إلى ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ، ولذلك يعرف عقد المبادلة أنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.

- هي عقود مشتقة تمارس في أسواق غير منظمة، يتفق فيها الطرفان على تبادل دوري لتدفقات نقدية وذلك لفترة محددة بالاعتماد على مبلغ أساس غالبا ما يتخيله الطرفان.

4-1 أسباب استخدام المبادلات: يستخدم المتعاملون عقود المبادلات للأسباب التالية:

- الحصول على الفرق بين معدلات الإقراض في الأسواق المعومة وتلك الثابتة لمنشأتين.
- أنها أداة لإدارة المخاطر والتحوط.
- أنها منخفضة التكلفة.
- أنها تتمتع بمرونة عالية.

4-2 أنواع عقود المبادلات: تتنوع عقود المبادلات إلى عدة أنواع، أبرزها: مبادلة أسعار الفائدة، مبادلة العملات، مبادلة معدل عوائد الأسهم، مبادلة السلع.

- **مبادلة أسعار الفائدة:** عرفت مبادلة أسعار الفائدة بأنها عبارة عن تلك العملية التي يتم بموجبها الاتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات فائدة ثابتة خلال وقت معين مقابل مدفوعات فائدة متغيرة أو معومة على مبلغ محدد بعملة معينة دون أن يقترن ذلك بالضرورة بتبادل هذا المبلغ (أي أن المبادلة تتم على الفوائد فقط وليس على المبلغ الأساسي) يتضح من التعريف أن مبادلة أسعار الفائدة هي اتفاق بين طرفين مقترضين أحدهما يقبض فائدة متغيرة والآخر يقبض فائدة ثابتة، أو بين مقترضين أحدهما يدفع فائدة ثابتة والآخر يدفع فائدة متغيرة، على أن يدفع المقترض الأول المقترض لأول للمقترض الآخر فائدة ثابتة عن مبلغ مماثل لمبلغ القرض، في مقابل أن يدفع له الطرف الآخر الفائدة السائدة عن ذلك المبلغ في تاريخ أو تواريخ لاحقة لمدة محددة.

¹- حليلة بزار، المشتقات المالية ومكانتها في إدارة مخاطر الصيرفة الإسلامية، أطروحة دكتوراه، كلية الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، ص ص 174-178.

الفصل الثاني: دراسة الأصول المالية

مبادلة العملات: عبارة عن تبادل التزامات بدفع فائدة وبسداد مبلغ أصل القرض بإحدى العملات في مقابل استلام فائدة ومبلغ أصل القرض بعملة أخرى.

يتبين من التعريف أن عقد مبادلة العملات عقد مركب من عقدين: أحدهما لبيع عملة كالدينار الجزائري بعملة أخرى كالدولار الأمريكي بيعا حلا، والثاني لشراء العملة المباعة في العقد الأول أي الدينار الجزائري بالعملة الأخرى أي الدولار الأمريكي على أن يتم التسليم والتسلم في وقت لاحق.

- **مبادلة السلع:** هي عبارة عن اتفاق يقوم الطرفان بموجبه بتبادل تدفقات نقدية تتحدد قيمتها على أساس سعر السلعة مثل: زيت وقود الطائرات، ونوعيات أخرى من الزيوت والغاز الطبيعي، فيقوم أحد الطرفين بدفع سعر ثابت لكمية أساسية من السلعة في حين يدفع الطرف الآخر سعرا متغيرا، والذي عادة ما يتم تحديده وفقا لمتوسط سعر السلعة على مدار فترة من الزمن.

- **مبادلة عوائد الأسهم:** هي الاتفاق بين طرفين على المقايضة في تاريخ لاحق لمعدل العائد على سهم معين، أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر.

المطلب الثالث : الأهمية الاقتصادية لعقود المشتقات المالية و أهداف استخدامها

تتمتع عقود المشتقات المالية بأهمية كبيرة وتستخدم لأغراض عديدة يُمكن توضيح أهمها في ما يلي¹:

- تعتبر المشتقات المالية أداة هامة من أدوات إدارة المخاطر، أي التحوط ضد مخاطر التغير المتوقع في أسعار الأصول محل التعاقد، وذلك بنقل تلك المخاطر من الأطراف التي لا ترغب بتحمل المخاطر إلى الوحدات الراغبة والقادرة على تحملها دون الحاجة إلى شراء مسبق للأصل محل التعاقد، ونتيجة لذلك، تجعل من الأسواق الكامنة أسواقاً أكثر كفاءة وبالتالي زيادة انتاجية الاقتصاد وارتفاع مستوى الرفاهية²؛
- توفر المشتقات المالية للمستثمرين فرصاً كبيرة لجني الأرباح من خلال الاستفادة من مزايا الرفع المالي، والذي يقوم على إمكانية تحقيق مكاسب كبيرة مقابل استخدام مبالغ محدودة، ويرتبط مفهوم الرفع باستخدام المشتقات المالية ارتباطاً وثيقاً، حيث يمكن لمستخدم المشتقات المالية أن يُحقق أرباحاً عالية مقابل استخدام مبالغ محدودة، مما يشجع الكثير من المستثمرين على التعامل بها؛
- تتميز بعض عقود المشتقات المالية بدرجة عالية من السيولة، حيث يسهل تسويتها إما من خلال البيع والشراء في تاريخ الاستحقاق أو من خلال إبرام صفقة عكسية بواسطة بيوت السمسة؛ تعمل المشتقات المالية كغطاء التأمين من حيث تقليل المخاطر وذلك من خلال توفير الحماية منها،

حيث تهدف معظم أنظمة التأمين على الودائع إلى تحقيق هدفين اثنين، هما:

- حماية حقوق المودعين وتجنب حدوث زعر مالي بينهم؛
 - الحفاظ على سلامة المراكز المالية للبنوك وتفاذي تعرضها للإعسار المالي.
- تعتبر عقود المشتقات المالية أداة للتنبؤ بالأسعار المتوقعة، حيث تقوم بتزويد المتعاملين بها بالمعلومات حول أسعار الأصول المتعاقد عليها في السوق الحاضر في تاريخ التسليم؛
 - تتيح عقود المشتقات المالية لطرفي العقد أفضل الفرص لتخطيط التدفقات النقدية المستقبلية بدقة، عند العمل ظروف التأكد التام؛

¹- شافية كتاف وذهبية لطرش، عقود المشتقات المالية بين الأهمية الاقتصادية والرؤية الشرعية ، مجلة افاق للعلوم جامعة الجلفة، العدد السابع - مارس 2017، ص384.

² -Rene M. Stulz, should we fear derivatives, Journal of economic perspectives, Vol. 18, No.3, Cambridge, summer 2004, p 16: available on the fillowing link: <http://www.nber.org/papers/w10574.pdf>,

الفصل الثاني: دراسة الأصول المالية

- تمتاز عقود المشتقات المالية بسرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية، وذلك نظراً لمرونتها وسيولتها الكبيرة؛ تسمح عقود المشتقات المالية بتأمين أفضل الفرص للمضاربة والاستفادة من تقلبات أسعار السوق لهذه المشتقات؛
- يتم استخدام المشتقات المالية بهدف الاستثمار طويل الأجل المتمثل في الاحتفاظ بهذه المشتقات لفترة زمنية طويلة أو حتى تاريخ استحقاق العقد؛
- تساهم عقود المشتقات المالية في تسيير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد¹؛

المبحث الرابع : نماذج تقييم و قياس القيمة السوقية للأصول المالية

تقييم الأصول المالية هو عملية حاسمة في الاستثمار وإدارة المحافظ، وتتطلب تحديد القيمة الحقيقية للأصول المالية المختلفة. وتتوفر العديد من النماذج المختلفة التي يمكن استخدامها لتقييم الأصول المالية، بما في ذلك الأسهم والسندات والخيارات والصكوك والعقود الآجلة وغيرها حيث تهدف نماذج تقييم الأصول المالية إلى تحديد القيمة السوقية الحقيقية للأصول، وذلك باستخدام المعلومات المتاحة حول الأصول المالية والعوامل الاقتصادية والمالية التي تؤثر على قيمتها.

المطلب الاول : نموذج العائد المتوقع

يعد نموذج العائد المتوقع أحد النماذج الاقتصادية الهامة التي تستخدم في تحليل وتقييم الأصول المالية. يهدف هذا النموذج إلى تقدير العائد المتوقع للأصول المالية في المستقبل بناءً على عدد من العوامل الأساسية التي تؤثر على العائد، مثل الفوائد ومخاطر الاستثمار والتضخم والعوائد الأجنبية وغيرها. يتم استخدام نموذج العائد المتوقع في العديد من المجالات، مثل تقييم الأسهم والسندات والخيارات والعقود الآجلة وغيرها.

1- **معدل العائد المتوقع:** وهو معدل العائد الذي يتوقع المستثمرون الحصول عليه في المستقبل. وبالمفهوم العام له هو الوسط الحسابي لمعدلات العائد المتوقعة. ولهذا المعدل أهمية كبيرة في اتخاذ القرارات، إذ يقارن مع معدل العائد المطلوب، وعندما يزيد معدل العائد المتوقع عن معدل العائد المطلوب يكون الاستثمار إيجابياً ومقبولاً.

تكون عناصر معادلة قياس العائد المتوقع ذات قيم متوقعة وليست فعلية وعليه فإن معادلة العائد المتوقع تصاغ كما يلي²:

$$\hat{r}_i = \frac{\hat{p}_{it} - p_{it-1} + \hat{C}_{it}}{p_{it-1}}$$

تميز المتغيرات المتوقعة إشارة³

وتتم عادة تحديد القيمة المتوقعة للعائد من خلال تطوير توزيع احتمالي للعائد المتوقع، والتوزيع الاحتمالي هو تعبير رياضي أو بياني عن المخرجات المتوقعة والموزنة باحتمالات حدوثها³.

ويمكن تطوير هذا التوزيع الاحتمالي بطريقتين، تعتمد الأولى على العوائد التاريخية للأصل المالي، بحيث يكون العائد المتوقع لهذا الأصل عبارة عن الوسط الحسابي لعوائده التاريخية. وتعتمد الطريقة الثانية على تطوير توزيع احتمالي للعائد المتوقع في ظل أوضاع اقتصادية مختلفة وذلك بعد تحليل البيانات المتعلقة بالأصل المالي.

¹ - شافية كتاف وذهبية لطرش، مرجع سبق ذكره، ص384.

² - Rassi F., L'évaluation des actifs financiers et la relation risque-rendement, presses de l'Université du Québec, Québec, 2010, p04.

³ - أوجين بريغهام، فرويد وينستون، التمويل الإداري، الجزء الثاني، تعريب عدنان داغستاني، أحمد نبيل عبد الهادي، دار المريخ، الرياض، 2003، ص 40.

الفصل الثاني: دراسة الأصول المالية

تمتاز الطريقة الأولى بالموضوعية، حيث يعتبر الوسط الحسابي تقديراً غير متحيز لمعلمة المجتمع إلا أن مشكلتها تكمن أن الاستثمار المالي يحدث في عالم سريع التغيير، ولا يمكن الجزم بأن العوائد التاريخية ستستمر بالتحقق بنفس المعدلات السابقة، أما الطريقة الثانية فهي تمتاز بالواقعية وأخذ التطورات الحالية والمستقبلية بعين الاعتبار، إلا أنها تعتمد على الحكم الشخصي للمقدر وهي بحاجة إلى مختصين مهرة في إجراء تحليلات ووضع توقعات.

وفي كل الأحوال يعتبر العائد المتوقع وسطاً حسابياً لقيم المتغيرات التي يأخذها التوزيع الاحتمالي، ويمكن التعبير عن ذلك رياضياً على النحو التالي:¹

$$\hat{r}_i = P_1r_1 + P_2r_2 + \dots + p_n r_2$$

بمعنى:

$$\hat{r}_i = \sum_{i=1}^n P_i r_i$$

حيث:

\hat{r}_i	العائد المتوقع.
P_i	احتمال أن يأخذ العائد المتوقع قيمة معينة.
r_i	القيم التي يأخذها المتغير r والذي يمثل العائد في حالات مختلفة.

2- الأسس النظرية لنموذج العائد المتوقع

يعتمد نموذج العائد المتوقع على النظرية الاقتصادية الحديثة والتي تنص على أن العائد المتوقع للأصول المالية يتأثر بعدد من العوامل الأساسية. وتشمل هذه العوامل على سبيل المثال لا الحصر:²

- **الفوائد:** حيث يتأثر العائد المتوقع للأصول المالية بمعدل الفائدة الذي يتم دفعه على الأموال المستثمرة. ويزداد العائد المتوقع للأصول المالية عندما يزيد معدل الفائدة، والعكس صحيح.
- **مخاطر الاستثمار:** حيث يتأثر العائد المتوقع للأصول المالية بمخاطر الاستثمار المرتبطة بها. ويزداد العائد المتوقع للأصول المالية عندما تكون مخاطر الاستثمار أقل، والعكس صحيح.
- **التضخم:** حيث يتأثر العائد المتوقع للأصول المالية بمعدل التضخم. ويزداد العائد المتوقع للأصول المالية عندما يكون معدل التضخم منخفضاً، والعكس صحيح.
- **العوائد الأجنبية:** حيث يتأثر العائد المتوقع للأصول المالية بالعوائد الأجنبية. ويزداد العائد المتوقع للأصول المالية عندما يكون العائد الأجنبي أعلى، والعكس صحيح.

يتم استخدام هذه العوامل الأساسية في تحليل وتقييم الأصول المالية باستخدام النموذج الاقتصادي المناسب.

3- طرق تطبيق نموذج العائد المتوقع على الأصول المالية

يتم استخدام نموذج العائد المتوقع على الأصول المالية باستخدام الأساليب المختلفة، ومن بين هذه الأساليب:

¹ أوجين برينغهام فرويد وينستون، مرجع سابق، ص 40.

² جلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، اليازوري، عمان، 2008، ص 212 – 213.

الفصل الثاني: دراسة الأصول المالية

- 1- **التحليل الأساسي:** يتم استخدام التحليل الأساسي لتحليل الأصول المالية باستخدام العوامل الأساسية المختلفة التي تؤثر على العائد المتوقع لهذه الأصول. وتشمل هذه العوامل العوائد والتضخم ومخاطر الاستثمار والعوائد الأجنبية وغيرها. ويستخدم التحليل الأساسي لتقدير العائد المتوقع للأصول المالية، ومن ثم تحديد ما إذا كانت هذه الأصول مربحة للاستثمار فيها أم لا.
- 2- **التحليل الفني:** يتم استخدام التحليل الفني لتحليل تحركات الأسعار التاريخية للأصول المالية. ويتم استخدام هذا التحليل لتحديد الاتجاهات الفنية للأصول المالية وتقدير القيمة السوقية المستقبلية للأصول المالية.
- 3- **نموذج القيمة الحالية الصافية:** يتم استخدام نموذج القيمة الحالية الصافية لتحليل الأصول المالية باستخدام معدلات الفائدة ومخاطر الاستثمار والتضخم والعوائد الأجنبية وغيرها. ويستخدم هذا النموذج لتقدير القيمة الحالية الصافية للأصول المالية وتحديد ما إذا كانت هذه الأصول مربحة للاستثمار فيها أم لا.

المطلب الثاني : نموذج القيمة الحالية الصافية

يعتبر نموذج القيمة الحالية الصافية (NPV) أحد النماذج الأكثر استخدامًا في تحليل الاستثمارات المالية، ويمكن استخدامه في تقييم الأصول المالية المختلفة مثل الأسهم والسندات والخيارات والصكوك والعقود الآجلة وغيرها. يتمثل فكرة هذا النموذج في تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة من الأصل المالي، ثم خصمها للحصول على القيمة الحالية الصافية للأصل المالي¹.

1- المفاهيم الأساسية

- **التدفقات النقدية:** هي المبالغ النقدية التي يتم توليدها أو استهلاكها خلال فترة معينة. وتتضمن التدفقات النقدية المستقبلية الإيرادات المتوقعة والتكاليف والاستثمارات المحتملة والأرباح والخسائر.
- **القيمة الحالية:** هي قيمة النقدية الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، وتستند إلى فكرة أن النقدية الحالية تعادل أكثر من النقدية المستقبلية بسبب قدرة النقدية على التداول والاستثمار².
- **معدل الخصم:** هو معدل العائد المطلوب للاستثمار في الأصول المالية المختلفة، ويتم استخدامه في تحويل التدفقات النقدية المستقبلية إلى القيمة الحالية.
- **القيمة الحالية الصافية:** هي الفرق بين قيمة التدفقات النقدية المستقبلية وتكلفة رأس المال المستثمر.

2- كيفية استخدام نموذج القيمة الحالية الصافية في تحليل الأصول المالية

يمكن استخدام نموذج القيمة الحالية الصافية في تحليل الأصول المالية المختلفة باتباع الخطوات التالية:

- 2-1- **تحديد التدفقات النقدية المستقبلية:** يتم تحديد التدفقات النقدية المتوقعة من الأصل المالي على مدى فترة زمنية محددة، ويشمل ذلك الإيرادات المتوقعة والتكاليف والاستثمارات والأرباح والخسائر.
- 2-2- **تحويل التدفقات النقدية المستقبلية إلى القيمة الحالية:** يتم تحويل التدفقات النقدية المستقبلية إلى القيمة الحالية باستخدام معدل الخصم المحدد، ويتم ذلك باستخدام الصيغة التالية¹:

¹ - Brealey, R.A., Myers, S.C., & Allen, F. (2017). Principles of Corporate Finance (12th ed.). McGraw-Hill Education. P 238-250.

² - Ross, S.A., Westerfield, R.W., & Jordan, B.D. (2016). Fundamentals of Corporate Finance (11th ed.). McGraw-Hill Education. P239-256.

الفصل الثاني: دراسة الأصول المالية

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

حيث

NPV	هي القيمة الحالية الصافية
CF	هي التدفقات النقدية
r	هو معدل الخصم
t	هي الفترة الزمنية.

2-3- تحديد القيمة الحالية الصافية: يتم حساب القيمة الحالية الصافية عن طريق خصم قيمة التدفقات النقدية المستقبلية المحسوبة في الخطوة السابقة بتكلفة رأس المال المستثمر².

3- مزايا نموذج القيمة الحالية الصافية

- ✓ يعتبر نموذجًا بسيطًا وسهل الفهم لتحليل الأصول المالية المختلفة.
- ✓ يسمح بتحديد القيمة الحالية للأصل المالي وتحديد ما إذا كان يستحق الاستثمار فيه أم لا.
- ✓ يسمح بتقييم الأصول المالية المختلفة بطريقة موجزة وفعالة.
- ✓ يسمح بتحديد معدل العائد اللازم لتحقيق العوائد المطلوبة.

4- عيوب نموذج القيمة الحالية الصافية

- يعتمد على توقعات المستقبل وبالتالي يمكن أن يكون غير دقيق.
- يعتمد على تحديد معدل الخصم المناسب والذي يمكن أن يكون مختلفًا من شخص لآخر.
- يتطلب الحصول على بيانات دقيقة وموثوقة عن التدفقات النقدية المستقبلية.
- يمكن أن يتأثر النموذج بالتضخم وتغير أسعار الفائدة.

5- التحديات التي يواجهها نموذج القيمة الحالية الصافية

- الحصول على بيانات دقيقة وموثوقة عن التدفقات النقدية المستقبلية.
- تحديد معدل الخصم المناسب الذي يعكس تكلفة رأس المال المستثمر.
- تقييم المخاطر المرتبطة بالأصول المالية المختلفة.
- التأكد من تحديث التوقعات المستقبلية بانتظام لضمان دقة تحليل الأصول المالية المختلفة.

¹ - Damodaran, A. (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (3rd ed.). John Wiley & Sons. P56-70.

² - تحليل الاستثمارات بالقيمة الحالية الصافية، للكاتب أسامة الدغيم، وهي مقالة منشورة على موقع "الاقتصادية" ويمكن الاطلاع عليها على الرابط التالي http://www.aleqt.com/2012/02/23/article_631441.html

المطلب الثالث : نموذج المخاطر و العائد

يتعلق نموذج المخاطر والعائد بالعلاقة بين مستوى المخاطرة الاستثمارية والعائد المتوقع. ويهدف هذا النموذج إلى مساعدة المستثمرين في تقييم الاستثمارات المختلفة واتخاذ القرارات المالية الصحيحة.

1- مفهوم نموذج المخاطر والعائد

يعتبر نموذج المخاطر والعائد أحد النماذج الأساسية في علم الاقتصاد المالي، والذي يهدف إلى تحليل وتقييم مستوى المخاطرة والعائد المتوقع للاستثمارات المختلفة. ويعتمد هذا النموذج على فكرة أن المستثمرين يتوقعون عوائد أعلى للاستثمارات التي تحمل مخاطر أعلى، وعوائد أقل للاستثمارات التي تحمل مخاطر أقل¹.

2- أهمية نموذج المخاطر والعائد

يعتبر نموذج المخاطر والعائد مهمًا للمستثمرين لعدة أسباب، منها:²

- يساعد في تحديد المستوى المناسب من المخاطرة الاستثمارية الذي يجب تحمله من أجل تحقيق العوائد المرجوة.
- يساعد في تحليل وتقييم المخاطر المتعلقة بالاستثمارات المختلفة، وبالتالي يمكن للمستثمرين اتخاذ القرارات المالية الصحيحة.
- يساعد في تحليل وتقييم عوائد الاستثمارات المختلفة، وبالتالي يساعد المستثمرين في اتخاذ القرارات المالية الصحيحة.

3- المكونات الرئيسية لنموذج المخاطر والعائد

- **المخاطرة الاستثمارية:** وتشمل المخاطرة الاستثمارية المخاطرة المتعلقة بفشل الاستثمار في تحقيق العوائد المتوقعة، وتشمل أيضا المخاطر المتعلقة بالتغيرات في الأسعار والأسواق والنظام الاقتصادي بشكل عام³.
- **العائد المتوقع:** ويشمل العائد المتوقع المالي المتوقع من الاستثمار، ويتضمن العائد السنوي على الاستثمار والعوائد الرأسمالية والمتوقعة على المدى الطويل⁴.

1- خالد الحربي، "تقييم الاستثمارات المالية باستخدام نموذج المخاطر والعائد"، مجلة الاقتصاد السعودي، العدد 35، 2017، ص 20.
2- إبراهيم العمري، "نموذج المخاطر والعائد: دراسة تطبيقية على قطاع الأسهم في الأسواق المالية العالمية"، مجلة إدارة الأعمال والتمويل، العدد 3، 2019، ص 40-52.
3- محمد الشمري، "نموذج المخاطر والعائد: دراسة تحليلية لأداء الأسهم في الأسواق العالمية"، مجلة الاقتصاد العربي، العدد 12، 2018، ص 80.
4- محمد الشمري، مرجع سابق، ص 82.

خلاصة الفصل الثاني

من خلال هذا الفصل، قمنا باتخاذ القرار بتسليط الضوء على الجانب الوصفي بهدف تعميق فهمنا لطبيعة الأصول المالية. وذلك يأتي نتيجة للاستفادة من الأدبيات الاقتصادية التي تغطي مجال الأصول المالية عمومًا، بما في ذلك الأسهم والسندات والمشتقات المالية على وجه الخصوص. وقد تمكنا من خلال هذا الفصل من استعراض تعريفات متعددة للأسهم والسندات والمشتقات المالية، بالإضافة إلى تقديم أنواعها وأهميتها.

وقد قمنا أيضًا بمناقشة نقاط التشابه والاختلاف بين هذه الأصول المالية، بهدف توضيح المفاهيم الأساسية وتعميق الفهم النظري. وخلال هذه المناقشة، تبين لنا أن الاستثمار في الأصول المالية يمكن أن يترتب عليه عوائد جذابة، إضافة إلى سهولة تحويلها إلى سيولة، خاصة في حالة الأصول ذات العائد الثابت. ويمكن مقارنة ذلك بالأصول الحقيقية التي قد تشهد تراجعًا في قيمتها السوقية بسبب انخفاض الطلب عليها.

من الواضح أن الأصول المالية التي يتم تداولها في العالم تعتبر مجرد أوراق ومستندات بشروط تعاقدية، وتتم عمليات بيعها وشرائها في إطار المراهنات الشكلية، دون أن يتم تسليمها أو تملكها فعليًا للأصول العينية. وتهدف الأصول المالية إلى تحقيق توازن بين عرض الأموال والطلب عليها، وتلعب دورًا مهمًا في تحويل جزء من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مجدية ومفيدة.

الفصل الثالث

دراسة حالة سوق التداول – السعودية-

تمهيد

يعتبر السوق المالية السعودية من أهم الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط، وهو السوق الوحيد المدرج في مؤشرات الأسواق الناشئة للأسواق الناشئة الكبرى. تأسس السوق المالية السعودية عام 2007 بعد دمج السوق السعودي للأوراق المالية والبورصة السعودية، وتم إطلاقها بعد ذلك باسم "تداول". يتم تشغيل السوق المالية السعودية من قبل الهيئة العامة للرقابة المالية، وهي جهة حكومية تابعة لوزارة المالية في المملكة العربية السعودية.

تتميز السوق المالية السعودية بعدة ميزات، منها توفرها للمستثمرين المحليين والأجانب، وتعدد الأدوات المالية المتداولة فيها، وتباين الشركات المدرجة فيها بين الشركات الكبيرة والصغيرة والمتوسطة. كما توفر السوق المالية السعودية فرصاً للاستثمار في العديد من القطاعات الاقتصادية المختلفة، مثل الطاقة والبتروكيماويات والتأمين والتجزئة وغيرها.

تعتبر الشركات الكبيرة المدرجة في السوق المالية السعودية هي المحرك الرئيسي لحركة السوق، وتشمل الشركات الكبيرة في السوق السعودي شركات النفط والغاز والبنوك والتأمين والبتروكيماويات والتجزئة وغيرها. يتم تحليل أداء الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية بشكل دوري من قبل العديد من الجهات، وتستند هذه التحليلات إلى البيانات المالية والاقتصادية للشركات، وتشمل تحليلاتها معدلات النمو والإيرادات والأرباح والمخاطر والفرص المتاحة وغيرها.

تحظى السوق المالية السعودية بدعم حكومي كبير، حيث تسعى الحكومة السعودية إلى جعل السوق المالية السعودية مركزاً للاستثمارات في المنطقة، وتسعى للتحويل إلى اقتصاد متنوع ومستقل عن النفط. وتعمل الحكومة على تحسين البيئة التشريعية والتنظيمية للسوق المالية السعودية، وتشجيع الاستثمارات في القطاعات الاقتصادية المختلفة، وتطوير البنية التحتية للسوق المالية السعودية، وتعزيز مكانة السوق المالية السعودية في الأسواق العالمية.

يتم تحليل السوق المالية السعودية بشكل دوري من قبل العديد من المحللين الماليين والمستثمرين، حيث تعتبر حركة السوق المالية السعودية مؤشراً قوياً على الاقتصاد السعودي والمنطقة بشكل عام، وتؤثر على الاستثمارات والأسعار في الأسواق العالمية. وتعد السوق المالية السعودية فرصة استثمارية مهمة للمستثمرين من جميع أنحاء العالم، ويتمتع السوق بثقة المستثمرين بسبب تطوره السريع والمستمر، وتوافر البيانات المالية والاقتصادية الدقيقة والشفافة.

على ضوء ما سبق سوف نتطرق في هذا الفصل إلى التعريف بالسوق المالية السعودية من خلال بنيتها، وخصائصها الرئيسية، وتنظيمها، وأداء السوق في الفترة الأخيرة، بالإضافة إلى أنظمة التداول في السوق السعودية وقواعدها، ونختتم هذا الفصل باستعراض دراسة قياسية تهدف إلى إبراز أثر إدراج أنظمة تداول حديثة لتحل محل الأنظمة التقليدية على أداء السوق السعودية، وقمنا بتقسيم هذه الدراسة إلى ثلاث أقسام تبعاً لأهم التحولات التي عرفتتها السوق السعودية فيما يخص عمليات إدخال الأنظمة الإلكترونية، وعلى هذا الأساس سيكون عرض هذا الفصل وفقاً للمحاور التالية:

- ❖ تنظيم السوق المالية السعودي
- ❖ التداول الإلكتروني في السوق السعودي
- ❖ تأثير المؤشرات النقدية و المالية على سوق التداول السعودي

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

المبحث الاول : تنظيم السوق المالية السعودي

تعد أسواق الأوراق المالية العربية من الأسواق الناشئة، وتتميز بإمكانات نمو اقتصادي كبيرة في الدول العربية. وفي هذا السياق، تنصدر السوق المالية السعودية، والمعروفة باسم "تداول"، أهم الأسواق المالية في الدول العربية، فهي تمتلك أكبر القيم السوقية في العالم العربي. ويشكل السوق السعودي نحو ثلث قيمة رؤوس الأموال العربية المدرجة في الأسواق المالية العربية. وخلال الفترة من 2003 إلى بداية عام 2006، وصلت قيمة السوق المالية السعودية إلى أوجها بلغت 834 مليار دولار. من ناحية أخرى، فإن بورصة "تداول" تتميز بدرجة عالية من التطور التكنولوجي، حيث أصبحت أول سوق إلكتروني كامل في العالم العربي في التسعينيات، وتشمل عملياتها الإلكترونية التداول والمقاصة والتسوية والإيداع.

وبشكل عام، تعد السوق المالية السعودية وأسواق الأوراق المالية العربية فرصاً استثمارية مهمة للمستثمرين، فهي توفر إمكانية الاستثمار في العديد من القطاعات الاقتصادية المختلفة، وتتميز بدعم حكومي كبير، وتحظى بثقة المستثمرين بسبب تطورها المستمر وتوافر البيانات المالية والاقتصادية الشفافة والدقيقة.

المطلب الاول : التعريف بالسوق المالية السعودية

1- نبذة تاريخية عن السوق

تعود بدايات السوق المالية السعودية إلى عام 1930 عندما تم إصدار أول سندات حكومية بالريال السعودي. وفي عام 1984، تم إطلاق السوق السعودي للأوراق المالية، والذي كان يتم التداول فيه بالأسهم المحلية فقط.

ثم تم إطلاق بورصة الرياض في عام 2003، والتي كانت تعمل كسوق للأوراق المالية المحلية. وفي عام 2007، تم دمج السوق السعودي للأوراق المالية وبورصة الرياض لتشكيل السوق المالية السعودية، والتي أطلق عليها اسم "تداول".

ومنذ ذلك الحين، شهدت السوق المالية السعودية تطوراً كبيراً، حيث تم تحسين البيئة التشريعية والتنظيمية للسوق، وتطوير البنية التحتية وتقنيات التداول الإلكتروني، وزيادة عدد الشركات المدرجة في السوق، وتوسعة نطاق الأدوات المالية المتداولة في السوق.

ويعتبر مؤشر السوق المالية السعودية "ناسي" هو المؤشر الرئيسي للسوق، والذي يتم استخدامه كمؤشر لمتابعة حركة السوق وأداء الشركات المدرجة فيه. وتعد السوق المالية السعودية من أهم الأسواق المالية في المنطقة، وهي تستقطب الاهتمام من المستثمرين المحليين والأجانب. وتسعى السوق السعودية إلى تحقيق عدة أهداف منها:²

أ- إدارة وتشغيل السوق المالية بكل كفاءة وتقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية:

- إدارة وتشغيل السوق المالية بكفاءة وفعالية، مع ضمان جودة وعدالة السوق؛
- دعم الجهود الهادفة لرفع مستوى الثقافة الاستثمارية لدى المستثمرين؛
- تقديم خدمات متميزة ذات جودة عالية للعملاء؛
- تطوير إمكانات وقدرات السوق الفنية والتنظيمية.

ب- تطوير سوق مالية رائدة توفر قنوات استثمارية وتمويلية تنافسية:

- توفير الآليات المناسبة للشركات للحصول على التمويل اللازم؛
- تطوير أسواق ومنتجات وخدمات وأدوات مالية متكاملة ومتنوعة وابتكارية؛
- تشجيع كل من المستثمرين والمصدرين والوسطاء المحليين والعالميين للمشاركة في السوق؛
- تكامل وفعالية العمليات الرئيسية للسوق مع تحقيق عوائد مالية مجزئة للمنشأة ومساهميها.

1- هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الاسهم، (<http://cma.org.sa/IA/default.html>, 2011/02/10).

2- هيئة السوق المالية السعودية، مرجع سابق، (<http://cma.org.sa/IA/default.html>, 2011/02/12).

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

2- خصائص السوق المالية السعودية

تتميز سوق الأسهم السعودية بحدثة نشأتها مقارنة بالأسواق المالية المتقدمة مثل الولايات المتحدة الأمريكية واليابان ودول الاتحاد الأوروبي. وتعد قلة عدد الشركات المدرجة في السوق بالنسبة لحجم الاقتصاد السعودي الكبير وضيق السوق، الذي يؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم، من بين التحديات التي تواجه السوق المالية السعودية.

تؤثر جملة من العوامل والمتغيرات في أسعار الأسهم المتداولة في السوق، بما في ذلك الأوضاع الاقتصادية المحلية والنمو الاقتصادي، والمشكلات التي قد يواجهها الاقتصاد مثل التضخم والبطالة. كما تؤثر ربحية الشركات المساهمة والتطورات الجارية في أسواق الأسهم العالمية والسياسات الاقتصادية المحلية، مثل الصرف والإنفاق الحكومي على الخدمات والمشاريع وكمية النقود والسيولة المتداولة في الاقتصاد¹.

ومع ذلك، فإن السوق المالية السعودية قد شهدت تطوراً كبيراً خلال السنوات الأخيرة، حيث تم تعزيز البنية التحتية وتقنيات التداول الإلكتروني، وتوسيع نطاق الأدوات المالية المتداولة في السوق. وبالتالي، فإن السوق المالية السعودية تعتبر فرصة استثمارية مهمة للمستثمرين المحليين والأجانب، وتعمل الحكومة السعودية على تطوير السوق وجعلها مركزاً للاستثمارات في المنطقة، وذلك في إطار جهودها لتحقيق تنويع اقتصاد المملكة والاستقلال عن النفط.

الجدول رقم (3-1): عدد الاسهم المتداولة للقطاعات لعام 2022

القطاع	الكمية المتداولة	للسوق %	الاسهم المتداولة
الطاقة	3,816,832,782	8.46 %	120,426,572,082.69
المواد الأساسية	8,924,445,530	19.78 %	406,480,519,165.50
السلع الرأسمالية	1,060,274,628	2.35 %	43,324,497,712.69
الخدمات التجارية والمهنية	415,292,514	0.92 %	23,349,165,902.60
النقل	839,812,333	1.86 %	24,866,988,440.37
السلع طويلة الاجل	579,765,259	1.29 %	15,701,890,393.01
الخدمات الإستهلاكية	2,819,772,424	6.25 %	55,836,511,873.42
الإعلام والترفيه	136,176,671	0.30 %	18,275,119,240.10
تجزئة السلع الكمالية	816,811,317	1.81 %	39,964,876,340.32
تجزئة الأغذية	801,566,296	1.78 %	53,318,888,942.66
إنتاج الأغذية	1,284,620,066	2.85 %	55,119,528,715.41
الرعاية الصحية	759,969,915	1.68 %	50,521,129,317.12
الأدوية	56,640,247	0.13 %	1,820,485,334.84
البنوك	7,705,776,940	17.08 %	371,633,228,862.89
الإستثمار والتمويل	1,630,820,375	3.62 %	58,991,107,888.04
التأمين	2,400,914,757	5.32 %	53,628,125,159.44
التطبيقات وخدمات التقنية	363,878,315	0.81 %	61,248,141,719.20
الإتصالات	2,779,143,621	6.16 %	89,935,312,358.97
المرافق العامة	1,091,901,081	2.42 %	65,173,784,921.62
الصناديق العقارية المتداولة	968,495,914	2.15 %	9,670,306,657.84
إدارة وتطوير العقارات	5,857,478,099	12.98 %	88,754,036,895.66
الإجمالي	45,110,389,084	100.00 %	1,708,040,217,924.39

1- نفس المرجع السابق.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

المصدر: السوق المالية السعودية، إحصائيات السوق السنوية، (saudiexchange.sa، التاريخ 31/12/2022)

لكل قطاع من القطاعات الموضحة في الجدول رقم () مؤشر يقيس أداءه من خلال رصد أسعار الأسهم الخاصة بالشركات التابعة للقطاع؛ كما يستخدم المؤشر العام الذي يعرف بـ "تاسي" لقياس الأداء العام للسوق أجمع، وهو متوسط مرجح لأسعار أسهم الشركات العاملة في السوق.

تتصف السوق السعودية بكونها ضيقة ومحدودة مقارنة مع الأسواق الناشئة والمماثلة الأخرى (203 شركة بنهاية عام 2022، بالإضافة إلى 6 في شركات مدرجة في السوق الموازي "نمو")¹.

يتميز السوق المالية السعودية بكونها ضيقة ومحدودة مقارنة بالأسواق الناشئة والمماثلة الأخرى، حيث يبلغ عدد الشركات المدرجة في السوق 215 شركة بنهاية عام 2022، بالإضافة إلى 25 شركات مدرجة في السوق الموازي "نمو". وعلى الرغم من استمرار نمو عدد الشركات في السوق، إلا أنه يعزى ضيق قاعدة السوق إلى محدودية الأسهم القابلة للتداول، وخاصة الأسهم الخاصة بالشركات الكبرى، حيث لا يتم تداول الأسهم المملوكة للحكومة. وتعتبر السيطرة الكبيرة لبعض الملاك على جزء كبير من ملكية الشركات أيضاً سبباً في قلة كمية الأسهم المتداولة، مما يصعب على المستثمرين المحتملين الوصول إلى هذه الشركات. وتمثل أكبر عشر شركات سعودية نحو 60-70% من حجم السوق بأي من المعايير المعتادة، سواء من حيث الحجم أو التداول أو الأرباح².

3- الأدوات الاستثمارية الحالية في السوق:

تتوفر العديد من الأدوات الاستثمارية في السوق المالية السعودية، وتشمل على سبيل المثال

3-1- الأسهم: يعد الربع الأول من عام 2022 فترة ملحوظة في تاريخ السوق المالية السعودية، حيث شهدت السوق الرئيسية والسوق الموازية نمواً ملحوظاً في تداول الأسهم والأدوات المالية. وتعكس هذه الزيادة في القيمة المتداولة وعدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية الثقة المتزايدة لدى المستثمرين في السوق المالية السعودية وفرص الاستثمار المتاحة فيها.

وانخفضت الأسعار في الربع الأخير من عام 2021 وأثرت على السوق المالية السعودية، ولكن في الربع الأول من عام 2022، شهدت الأسعار ارتفاعاً ملحوظاً. وارتفعت القيمة المتداولة في السوق الرئيسية بنسبة 20.67%، بينما ارتفعت القيمة المتداولة في السوق الموازية بنسبة 85.24%، مما يعكس نمواً ملحوظاً في حجم التداول في السوق المالية السعودية.

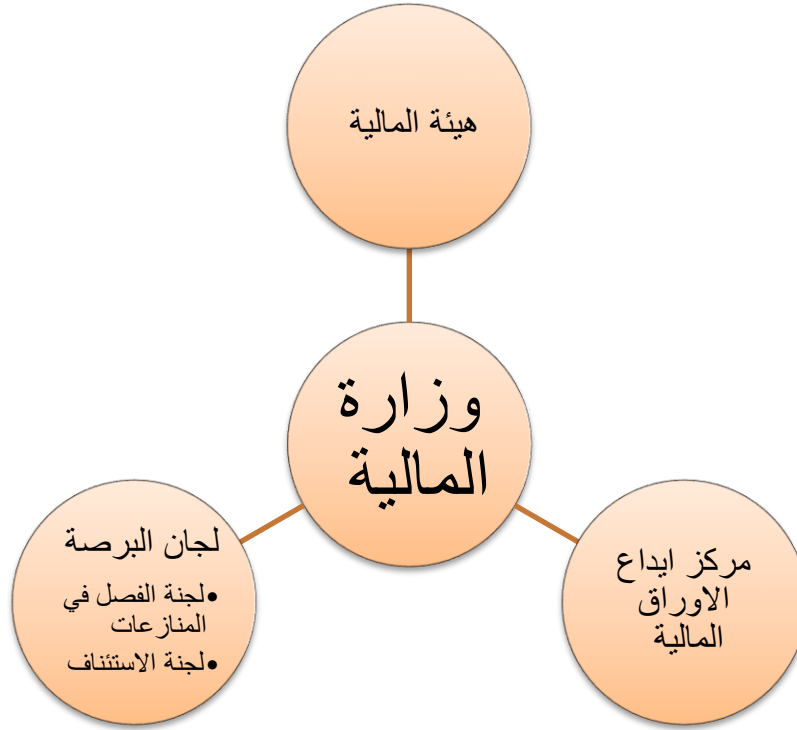
وقد أضافت السوق الموازية أيضاً 11 شركة مدرجة جديدة في الربع الأول من عام 2022، ليصل إجمالي عدد الشركات المدرجة في السوق الموازية إلى 25 شركة مدرجة، وهذا يعكس الاهتمام المتزايد بالسوق المالية السعودية وفرص الاستثمار فيها. ويوفر نمو السوق الموازية مزيداً من الخيارات للمستثمرين الذين يبحثون عن فرص استثمار جديدة ومثيرة للإعجاب.

¹ مجلة نظرة عامة على السوق المالية، تقرير السوق المالية للربع الأول من عام 2022 ص 7 (https://www.saudiexchange.sa)

² هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمارات المالية وأسواق الأسهم (http://cma.org.sa/IA/default.html، 2022/12/31).

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

الشكل رقم (3-1): الهيكل التنظيمي للأسهم في السعودية



المصدر: بسام بن سليمان، أسواق المال – سوق الاسهم السعودية، هيئة السوق المالية، منتدى المتداول العربي 2011، ص 14.

3-1-1-1- أداء الاسهم :

سجلت أسعار أسهم 36 شركة مدرجة خلال العام 2022 ارتفاعا مقابل انخفاض 152 شركة، مقارنة بإغلاقها نهاية العام 2021.

3-1-1-1-3- الأسهم الأكثر ارتفاعاً:

تصدر سهم شركة "دله الصحية" قائمة الأسهم المرتفعة خلال هذه الفترة بنسبة 97%، تلاه سهم "أكوا باور" بـ 81% ثم "معادن" بـ 65%.

وسجلت أسهم "مجموعة تداول" و"الإنماء" و"العربي الوطني" مكاسب بنسب تراوحت ما بين 36% و44%، وفيما يلي قائمة الشركات الأكثر ارتفاعاً خلال عام 2022:

الجدول رقم (3-2): الشركات الأكثر ارتفاعا خلال عام 2022.

الشركة	2021 (ريال)	2022 (ريال)	التغير
دله الصحية	75.10	148.00	97 %
أكواباور	84.00	152.00	81 %
معادن	39.25	64.70	65 %

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

تنمية	82.10	131.20	60 %
مجموعة تداول	125.80	181.00	44 %
العربي	22.86	32.05	40 %
بوبا العربية	105.15	143.80	37 %
سليمان الحبيب	161.40	220.60	37 %
الخريف	102.40	139.40	36 %
الإنماء	23.96	32.55	36 %
الحمادي	30.23	40.10	33 %
سدافكو	165.00	216.00	31 %
أسترا الصناعية	39.80	51.70	30 %
سلوشنز	188.20	242.80	29 %
البلاد	34.80	44.45	28 %
المواساة	173.80	209.00	20 %
الإستثمار	14.68	17.34	18 %
رعاية	62.60	73.90	18 %
ساب	33.00	38.95	18 %
الرياض	27.10	31.80	17 %

المصدر: مجلة ارقام (<https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/1612291>)

3-1-1-2- الأسهم الأكثر انخفاضا

تصدرت أسهم قطاع التأمين الشركات المنخفضة، حيث تراجعت أسهم "المتحدة للتأمين" و"الصقر للتأمين" و"التأمين العربية" و"عناية" و"سلامة" بنسب تراوح بين 70% و79%، وفيما يلي قائمة الشركات المنخفضة خلال عام 2022:

الجدول رقم (3-3): الشركات الأكثر انخفاضا خلال عام 2022.

الشركة	2021 (ريال)	2022 (ريال)	التغير
المتحدة للتأمين	33.95	7.20	(79 %)
الصقر للتأمين	50.87	14.04	(72 %)
التأمين العربية	35.83	10.00	(72 %)
عناية	31.48	8.98	(71 %)
سلامة	42.50	12.96	(70 %)

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

صدر	102.40	32.30	(% 68)
بحر العرب	196.00	64.00	(% 67)
الإئماء طوكيو م	31.40	12.00	(% 62)
نُشب	36.55	15.50	(% 58)
أمانة للتأمين	20.83	9.13	(% 56)
وفرة	56.71	25.60	(% 55)
الباحة	25.29	11.50	(% 55)
أسيج	23.60	10.80	(% 54)
ريدان	43.16	20.88	(% 52)
ملاذ للتأمين	22.76	11.04	(% 51)
حلواني إخوان	90.90	44.30	(% 51)
مسك	20.24	9.90	(% 51)
جيسكو	45.00	22.22	(% 51)
تهامة**	132.18	65.80	(% 50)
العالمية	22.84	11.40	(%50)

المصدر: مجلة ارقام (<https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/1612291>)

وبشكل عام، يعكس نمو السوق المالية السعودية الثقة المتزايدة في الاقتصاد السعودي واستمرارية نموه. وتوفر السوق المالية السعودية فرصًا كبيرة للاستثمار في مختلف الأصول المالية، بما في ذلك الأسهم والصكوك والعقود الآجلة والخيارات والصناديق المتداولة والصناديق العقارية والصكوك العقارية، وتشكل هذه الأدوات الاستثمارية السائدة في السوق المالية السعودية¹.

الجدول رقم (3-4): مفارقة بين السوق الرئيسية و نمو – السوق الموازية في الربع الاول 2022

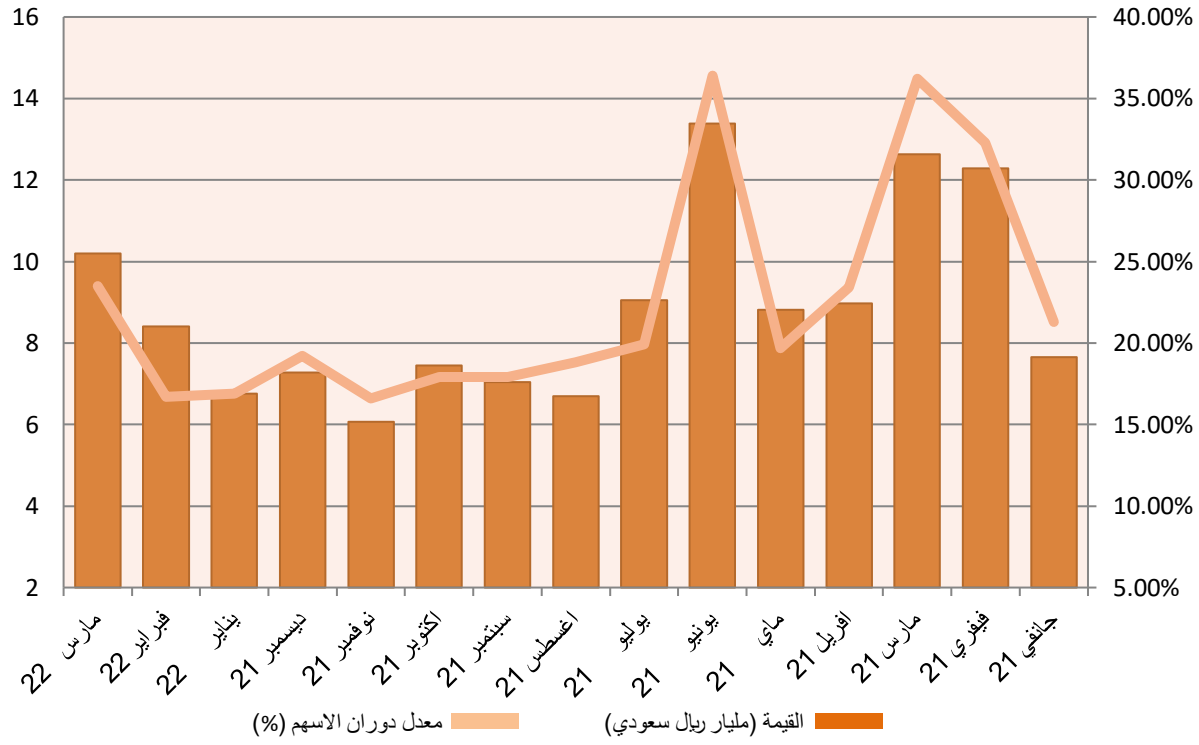
نمو- السوق الموازية في الربع الاول 2022		السوق الرئيسية في الربع الاول 2022	
7,1 مليار (20,67 %) [▲] القيمة المتداولة (بالريال السعودي)	38.5 مليار (102,42 %) [▲] القيمة السوقية (بالريال السعودي)	542,8 مليار (20,67 %) [▲] القيمة المتداولة (بالريال السعودي)	11.9 تريليون (19,52 %) [▲] القيمة السوقية (بالريال السعودي)
25,010,01 (20,67 %) [▼] إغلاق مؤشر السوق الموازية	25 الشركات المدرجة	13,090,40 (20,67 %) [▲] إغلاق مؤشر السوق الرئيسية (ناسي)	215 الشركات المدرجة

المصدر: تقرير السوق المالية للربع الاول من عام 2022 ص 7

¹ - مجلة ارقام (<https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/1612291>)

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

الشكل رقم (3-2): متوسط قيمة التداول اليومي و معدل الاسهم



المصدر: بلومبرغ تيرمنال (<https://www.bloomberg.com>)

سجلت قيم التداولات في السوق السعودي انخفاضا خلال عام 2022 لتبلغ 1708.04 مليار ريال، مقارنة بـ 2235.90 مليار ريال خلال عام 2021، وبنسبة انخفاض قدرها 24%.

تعتبر زيادة متوسط قيمة التداول اليومي في السوق المالية السعودية من 76.6 مليار ريال في يناير إلى 20.10 مليار ريال في مارس تراجعاً ملحوظاً. ويمكن أن يترجع هذا التراجع إلى عوامل متعددة، بما في ذلك تقلبات الأسعار والتحولت الاقتصادية العالمية والمحلية، بالإضافة إلى العوامل السياسية والمتعلقة بالتشريعات المالية والاستثمارية.

واعتماداً على التحليل الفني للسوق، قد يرتبط هذا التراجع بتقلبات الأسعار في السوق المالية السعودية، حيث يمكن أن يؤثر انخفاض الأسعار على حجم التداول في السوق. وقد ينعكس هذا التراجع أيضاً في الثقة المتزايدة لدى المستثمرين في السوق المالية السعودية، حيث قد يخفض المستثمرون تداولاتهم في الأسواق المالية في حالة القلق بشأن تحولات الاقتصاد العالمي أو الاضطرابات السياسية¹. كل هذا موضح في الجدول التالي :

الجدول رقم (3-5): قيم التداول في السوق السعودي خلال عام 2021 (مليار ريال)

الشهر	2020	2021	المعدل اليومي	التغير
يناير	84.38	160.81	7.66	+ 91 %

¹- نفس المرجع السابق. ص.9.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

فبراير	71.60	245.75	12.29	+ 243 %
مارس	116.93	290.69	12.64	+ 149 %
أبريل	95.59	188.57	8.98	+ 97 %
مايو	75.80	*158.72	8.82	+ 109 %
يونيو	**121.77	294.72	13.40	--
يوليو	111.39	144.85	9.05	+ 30 %
أغسطس	150.41	154.11	6.70	+ 2 %
سبتمبر	267.45	147.86	7.04	(45 %)
أكتوبر	221.35	156.50	7.45	(29 %)
نوفمبر	258.64	133.29	6.06	(48 %)
ديسمبر	253.35	160.03	7.27	(37 %)
الإجمالي	1828.67	2235.90	8.94	+ 22 %

المصدر: مجلة ارقام (https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/1524487)

3-2- الصكوك و السندات: شهدت السوق المالية السعودية ارتفاعاً كبيراً في إجمالي إصدارات الصكوك والسندات، حيث ارتفع بنسبة 77.5% بعد إدراج 6 إصدارات جديدة، ليصل إلى 488 مليار ريال سعودي. وارتفعت القيمة المتداولة لهذه الأدوات المالية بنسبة 19.1%.
تعكس هذه الزيادة الكبيرة في إجمالي إصدارات الصكوك والسندات والقيمة المتداولة لها الاهتمام المتزايد بالأدوات المالية الثابتة الدخل، حيث يمكن للمستثمرين استخدامها لتحقيق أرباح ثابتة ومضمونة، وتقليل المخاطر المالية.
يمكن أن ترجع هذه الزيادة في إجمالي إصدارات الصكوك والسندات إلى عدة عوامل، بما في ذلك الاستثمارات المتزايدة في الأسواق المالية العالمية وتوجه المستثمرين نحو الأدوات المالية الثابتة الدخل، بالإضافة إلى الاستجابة لاحتياجات الشركات والمؤسسات لتمويل مشاريعها.
عموماً، فإن زيادة إجمالي إصدارات الصكوك والسندات والقيمة المتداولة لها تعكس النمو المستمر للسوق المالية السعودية وتوفر فرصاً جديدة للمستثمرين للحصول على عوائد جيدة وتقليل المخاطر المالية. ومع استمرار تطورات الأسواق المالية والاقتصادية، يمكن توقع زيادة الاهتمام بالأدوات المالية الثابتة الدخل في السوق المالية السعودية.

الجدول رقم (3-6): الصكوك والسندات – نظرة عامة على الربع الاول 2022

488 مليار (5,77 %)	↑	إجمالي حجم الاصدارات
981,63 (2,21 %)	↓	إغلاق مؤشر سوق الصكوك و السندات
82		عدد الصكوك و السندات المدرجة

المصدر: تقرير السوق المالية للربع الاول من عام 2022 ص 9

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

الجدول رقم (3-7): نسبة التغير في الربع الاول 2022 مقارنة بالربع الرابع 2021

عدد الصفقات	القيمة المتداولة (ريال سعودي)	القيمة الاسمية المتداولة (ريال سعودي)
563 (23,71%) ↓	4,81 مليار (12,19%) ↑	4,73 مليار (11,12%) ↑

المصدر: تقرير السوق المالية للربع الاول من عام 2022 ص 9

3-3- المشتقات المالية: في الربع الأول من عام 2022، شهدت السوق المالية السعودية ارتفاعًا كبيرًا في حجم عقود المشتقات المتداولة، حيث ارتفعت بنسبة 70.307%، مسجلة 265 عقدًا، مقارنة بـ 65 عقدًا خلال الربع الرابع من عام 2021. ووصلت القيمة المتداولة لعقود المشتقات خلال نفس الفترة إلى 31.45 مليون ريال سعودي، محققة زيادة بنسبة 7.329% مقارنة مع 56.10 مليون ريال المسجلة خلال الربع الرابع من عام 2021.

يعكس هذا الارتفاع الكبير في حجم عقود المشتقات المتداولة والقيمة المتداولة لها الاهتمام المتزايد بالأدوات المالية الحديثة والمتطورة في السوق المالية السعودية، حيث يمكن للمستثمرين استخدام هذه الأدوات المالية لتحقيق أرباح عالية ومخاطر أقل.

ويمكن أن تعزى هذه الزيادة في حجم عقود المشتقات المتداولة إلى عدة عوامل، بما في ذلك الاستثمارات المتزايدة في الأسواق المالية العالمية وتوجه المستثمرين نحو الأدوات المالية الحديثة، بالإضافة إلى التحسن في الظروف الاقتصادية العالمية.

عمومًا، فإن زيادة حجم عقود المشتقات المتداولة تعكس النمو المستمر للسوق المالية السعودية وتوفر فرصًا جديدة للمستثمرين للحصول على عوائد جيدة وتقليل المخاطر المالية. ومع استمرار تطورات الأسواق المالية والاقتصادية، يمكن توقع تزايد الاهتمام بالأدوات المالية الحديثة والمتطورة في السوق المالية السعودية¹.

الجدول رقم (3-8): احصائيات تداول المشتقات الشهرية – الربع الاول 2022

الشهر	الكمية المتداولة	القيمة المتداولة (ريال سعودي)	الصفقات
جانفي 2022	100	16,315,500	6
فبراير 2022	85	14,623,500	6
مارس 2022	80	14,375,750	5

المصدر: تقرير السوق المالية للربع الاول من عام 2022 ص 10

3-4- ملكية الاجانب: في نهاية الربع الأول من عام 2022، في الربع الأول من عام 2022، ارتفعت حصص المستثمرين من المؤسسات والمستثمرين الدوليين في الشركات المدرجة في تداول السعودية. وفي نهاية الربع الأول، وصلت قيمة ملكية المستثمرين الأجانب في السوق الرئيسية إلى 41.392 مليار ريال سعودي، وفي السوق الموازية 70.488 مليون ريال سعودي.

تعكس هذه الزيادة في حصص المستثمرين الدوليين في الشركات المدرجة في تداول السعودية الاهتمام المتزايد بالسوق المالية السعودية والاستثمار فيها. وتعمل تداول السعودية بشكل وثيق مع هيئة السوق المالية لتعزيز جاذبية السوق المالية السعودية للمستثمرين الدوليين من خلال تحسين فعالية وكفاءة السوق،

¹ - مجلة نظرة عامة على السوق المالية، مصدر سابق ص 10.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

وزيادة فرص الوصول للسوق، وتحسين حوكمة الشركات، وتعزيز الشفافية، مما أدى إلى زيادة مشاركة المستثمرين الأجانب في السوق. ويعكس هذا الارتفاع في حصص المستثمرين الدوليين أيضاً الثقة المتزايدة في اقتصاد المملكة العربية السعودية وقطاع الأعمال فيها، وتزايد الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق المالية السعودية. ومع استمرار تطورات الأسواق المالية والاقتصادية، يمكن توقع استمرار جذب المستثمرين الدوليين للاستثمار في السوق المالية السعودية¹.

المطلب الثاني : المؤشر العام لسوق الأسهم السعودية

نستعرض في هذا المطلب تطور أداء السوق المالية السعودية باستخدام المؤشر العام للسوق "TASI"، مع شرح معادلة وخصائص المؤشر، وطريقة حسابه.

1- مفهوم:

في فبراير 1985، بدأ المركز الوطني للمعلومات المالية والاقتصادية التابع لوزارة المالية بحساب المؤشر العام لسوق الأسهم السعودي "Tadawul All Share Index" أو "TASI". وهذا المؤشر يقيس مستوى الأسعار العام للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي. ويستخدم مؤشر القطاع لقياس مستوى الأسعار العام لشركات القطاع في السوق، وذلك بأخذ المتوسط الحسابي المرجح للرسمة السوقية للشركات المدرجة في السوق.

وأعطيت لهذا المؤشر قيمة ابتدائية محددة بنحو 100 نقطة، والتي تم استبدالها فيما بعد بـ 1000 نقطة. كانت عينة المؤشر تضم كل الشركات المدرجة في السوق، والتي يتم فيها تداول أسهمها والإعلان عن أسعارها يوميا من خلال نظام "تداول" Tadawul. ويتم تحديث قيمة المؤشر العام "TASI" بشكل مستمر خلال جلسات التداول، ويعد من المؤشرات الرئيسية في سوق الأسهم السعودي. ويتم استخدامه كمؤشر للاستثمار من قبل المستثمرين والمتداولين في السوق السعودي².

2- أداء قطاعات السوق: سجلت جميع قطاعات السوق انخفاضا خلال عام 2022 باستثناء قطاعات "الرعاية

الصحية"، و"التطبيقات وخدمات التقنية" و"المرافق العامة" المرتفعة بنسب تراوح بين 21% و 25%. وتصدر قطاع "الأدوية" القطاعات المنخفضة بنسبة 45%، ثم قطاع "السلع طويلة الأجل" بنسبة 33%، وتراجع قطاع "السلع الرأسمالية" بنسبة 31%. وسجل قطاعا "البنوك" و"الطاقة" انخفاضا بـ 6% و 2% على التوالي، كما تراجع قطاع "المواد الأساسية" بنسبة 14%، وفيما يلي أداء جميع القطاعات خلال عام 2021:

الجدول رقم (9-3): مقارنة أداء جميع قطاعات السوق السعودي بين سنة 2020 و 2021.

القطاع	2020	2021	التغير(نقاط)	التغير (نسبة)
الطاقة	5387	5515	128+	+ 2 %
المواد الأساسية	5746	7344	1598+	+ 28 %
السلع الرأسمالية	6538	7545	1007+	+ 15 %
الخدمات التجارية والمهنية	4060	4444	384+	+ 9 %

1- مجلة نظرة عامة على السوق المالية، مصدر سابق ص 11.

2- عز الدين شرشار. (ديسمبر 2017). صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية ودورها في الرفع من أداء الأسواق المالية الناشئة -حالة سوق الأسهم السعودي للفترة (2010-2016)، مجلة العلوم الإنسانية،(العدد 08).

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

النقل	4843	5234	391+	8 + %
السلع طويلة الأجل	5722	6349	627+	11 + %
الخدمات الاستهلاكية	4269	4640	371+	9 + %
الإعلام والترفيه	10217	23254	13037+	128 + %
تجزئة السلع الكمالية	8556	9847	1291+	15 + %
تجزئة الأغذية	10537	9122	(1415)	(13) %
إنتاج الأغذية	5464	4836	(628)	(11) %
الرعاية الصحية	5654	7315	1661+	29 + %
الأدوية	5172	5191	19+	0.4 + %
البنوك	7589	12221	4632+	61 + %
الاستثمار والتمويل	4595	6829	2234+	49 + %
التأمين	6025	5990	(35)	(1) %
التطبيقات وخدمات التقنية	14091	28654	14563+	103 + %
الاتصالات	6899	7278	379+	5 + %
المرافق العامة	4609	5933	1324+	29 + %
الصناديق العقارية المتداولة	4285	4612	327+	8 + %
إدارة وتطوير العقارات	3020	3171	151+	5 + %
السوق	8690	11282	2592+	30 + %

المصدر: مجلة ارقام (https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/1524487)

3- أداء المؤشر السنوي: أنهى مؤشر السوق السعودي عام 2022 على تراجع بنسبة 7.1%، ما يعادل 804 نقاط، مغلقاً عند 10478 نقطة مقارنة بإغلاقه عند 11282 نقطة بنهاية عام 2022. وتعد خسائر السوق خلال العام 2022 الأولى منذ 7 سنوات أي منذ عام 2015 حيث تراجع آنذاك بنسبة 17%.

الجدول رقم (10-3): أداء مؤشر السوق السعودي السنوي منذ عام 2011

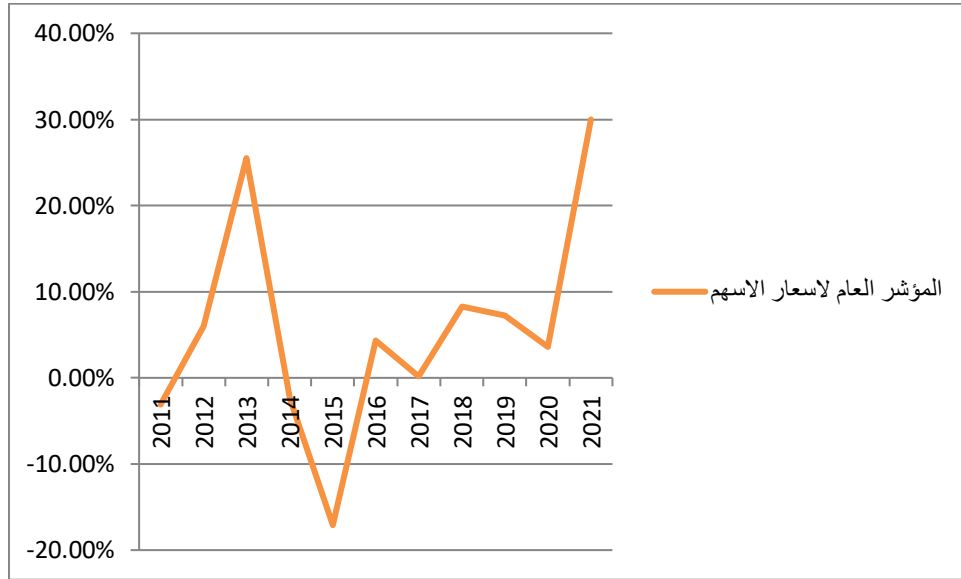
إغلاق العام	المؤشر العام (نقطة)	التغير (نقاط)	التغير (%)
2011	6418	(203)	(3) %
2012	6801	383 +	6 + %
2013	8536	1735 +	26 + %
2014	8333	(203)	(2) %

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

(% 17)	(1421)	6912	2015
% 4 +	298 +	7210	2016
% 0.2 +	16 +	7226	2017
% 8 +	601 +	7827	2018
% 7 +	562 +	8389	2019
% 4 +	301 +	8690	2020
% 30 +	2592 +	11282	2021
(% 7)	(804)	10478	2022

المصدر: مجلة ارقام (<https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/1612291>)

الشكل رقم (2-3): أداء مؤشر السوق السعودي السنوي منذ عام 2011 الى 2021



المصدر: من إعداد الطالب بناء على تقارير السوق المالية (www.saudiexchange.sa)

- 4- أداء المؤشر الشهري: سجل مؤشر السوق ارتفاعاً في 7 أشهر تصدرها شهر "يناير" بـ990 نقطة وبنسبة 8.8 % ثم شهر "يوليو" بـ5.9% .
في المقابل، تراجع مؤشر السوق في 5 أشهر، تصدرها "يونيو" بـ10.8% وبـ1399 نقطة، ثم "سبتمبر" بـ7.1% و"نوفمبر" بـ6.6% كما هو مبين في الجدول التالي:
الجدول رقم (3-11): أداء مؤشر السوق السعودي الشهري لسنة 2022.

الشهر	الإغلاق (نقطة)	التغير (نقاط)	التغير (%)
يناير	12272	990 +	% 8.8 +

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

318 +	12590	فبراير	+ 2.6 %
500 +	13090	مارس	+ 4.0 %
644 +	13734	أبريل	+ 4.9 %
(812)	12922	مايو	(5.9 %)
(1399)	11523	يونيو	(10.8 %)
676 +	12199	يوليو	+ 5.9 %
84 +	12283	أغسطس	+ 0.7 %
(878)	11405	سبتمبر	(7.1 %)
263 +	11668	أكتوبر	+ 2.3 %
(771)	10897	نوفمبر	(6.6 %)
(419)	10478	ديسمبر	(3.8 %)

المصدر: مجلة ارقام (<https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/1612291>)

سجل مؤشر السوق أعلى مستوياته خلال عام 2022 جلسة 9 مايو عند 13949 نقطة، وأعلى إغلاق جلسة 8 مايو عند 13820 نقطة، وهو الأعلى منذ 2006، وسجل أدنى مستوى جلسة 12 ديسمبر عند 9950 نقطة، وأدنى إغلاق خلال نفس الجلسة عند 10033 نقطة. وسُجلت أعلى تداولات جلسة 31 مايو بقيمة 18.08 مليار ريال وأدنى تداولات جلسة 26 ديسمبر بقيمة 1.92 مليار ريال. وتم تسجيل أعلى كمية أسهم متداولة خلال هذه الفترة في جلسة 22 مايو بنحو 792.38 مليون سهم، وفيما يلي أهم تفاصيل أداء المؤشر بنهاية عام 2022 كما هو موضح في الجدول:

الجدول رقم (12-3): تفاصيل أداء المؤشر

ملاحظات	التاريخ	الأداء	الفترة
الأعلى منذ أبريل 2006	9 ماي	13949	أعلى مستوى (نقطة)
--	12 ديسمبر	9950	أدنى مستوى (نقطة)
أعلى إغلاق منذ 2006	8 ماي	13820	أعلى إغلاق (نقطة)
أدنى إغلاق منذ ابريل 2021	12 ديسمبر	10033	أدنى إغلاق (نقطة)
--	31 ماي	18.08	أعلى قيمة تداولات (مليار ريال)
الأدنى منذ 3 سنوات، أي منذ ديسمبر 2019	26 ديسمبر	1.92	أدنى قيمة تداولات (مليار ريال)
تضمنت الصفقة الخاصة باستحواذ صندوق الاستثمارات العامة على 16.87% من المملكة القابضة بـ 5.7 مليار ريال	22 ماي	792.38	أعلى أسهم متداولة (مليون سهم)

المصدر: مجلة ارقام (<https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/1612291>)

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

1- حساب المؤشر العام "TASI":

يتم حساب المؤشر في يوم أو وقت معين عن طريق تعديل قيمة المؤشر في يوم سابق (أو وقت سابق) باستخدام التغير في القيمة السوقية لجميع الشركات المتداولة في السوق. بشكل أكثر تحديداً ، فإن معادلة المؤشر تعتمد على وزن الشركات المختلفة في السوق ، وتحسب عادةً بواسطة مؤسسة مالية معينة. وبشكل عام ، فإن معادلة المؤشر تعبر عن مجموع قيمة الأسهم المتداولة للشركات المدرجة في السوق، مقسوماً على معامل تحويل يعكس التغير في القيمة الإجمالية للشركات منذ اليوم الأول للفترة الزمنية المحددة¹.

$$\text{المؤشر (في وقت ما)} = \left(\frac{\text{قيمة السوق عند هذا الوقت}}{\text{قيمة السوق في وقت سابق}} \right) \times \text{المؤشر في (الوقت السابق)}$$

حيث :

قيمة السوق = مجموع القيم السوقية لجميع شركات السوق (146 شركة حالياً).

القيمة السوقية لإحدى الشركات = (عدد الأسهم المصدرة للشركة) × (سعر السهم)

ومن هنا فإن القيمة السوقية (وبالتالي المؤشر) تعتمد على عاملين:

- أ- عدد الأسهم المصدرة: وهي ثابتة بشكل عام وتتغير فقط إذا تم إصدار أو دمج أو تخفيض عدد الأسهم فقط؛
- ب- سعر السهم في السوق: ويتغير خلال فترات فتح السوق للتداول فترات التداول.

1-1 مؤشرات الاسهم بدون الحد الأعلى

جميع مؤشرات تداول يتم وزنها بالقيمة السوقية للاسهم الحرة ويتم احتسابها على أساس الصفقات العادية. ويتم احتساب القيمة السوقية للاسهم الحرة عن طريق ضرب عدد الاسهم الحرة للمصدر في سعر الاغلاق للمصدر. ويتم احتساب صيغة المؤشرات غير محددة الحد كما يلي:

$$Index_t = \frac{\sum_{i=1}^n p_{i,t} \cdot s_{i,t}}{\sum_{i=1}^n p_{i,T-1} \cdot s_{i,T-1} \pm Adj} Index_{T-1}$$

بحيث :

عدد المصدرين في المؤشر	n
المؤشر	$Index$
المصدر لسهم سعر آخر At time t	$p_{i,t}$
عدد الاسهم الحرة	$s_{i,t}$
سعر الاغلاق للمصدر ليوم التداول السابق	$p_{i,T-1}$
عدد الاسهم الحرة ليوم التداول السابق	$s_{i,T-1}$
التعديلات لإجراءات المصدر	Adj
إغلاق المؤشر ليوم التداول السابق	$Index_{T-1}$

1-2 مؤشرات الاسهم ذات الحد الأعلى

¹- فهد الحويمان، المال والاستثمار في الأسواق المالية (فهد عبد الله الحويمان، الرياض، ط2، 2006)؛ ص:488.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

تتبع مؤشرات تداول ذات الحد الأعلى منهجية حساب وزن الأسهم الحرة إضافة إلى تطبيق معامل الحد الأعلى (c) لوضع سقف أعلى على أوزان المصدرين الكبار في المؤشر. ويتم احتساب المؤشرات ذات الحد الأعلى كما يلي:

$$Index_t = \frac{\sum_{i=1}^n p_{i,t} \cdot s_{i,t} \cdot c}{\sum_{i=1}^n p_{i,T-1} \cdot s_{i,T-1} \cdot c \pm Adj} Index_{T-1}$$

المؤشر ذو الحد الأعلى = (مجموع القيم السوقية ذات الحد الأعلى للأسهم الحرة اليوم / مجموع القيم السوقية ذات الحد الأعلى للأسهم الحرة لليوم السابق) × قيمة المؤشر لليوم السابق.
بحيث :

عدد المصدرين في المؤشر	n
المؤشر	Index
المصدر لسهم سعر آخر At time t	p_{i,t}
عدد الاسهم الحرة	s_{i,t}
سعر الاغلاق للمصدر ليوم التداول السابق	p_{i,T-1}
عدد الاسهم الحرة ليوم التداول السابق	s_{i,T-1}
معامل الحد الأعلى*	c
التعديلات لإجراءات المصدر	Adj
إغلاق المؤشر ليوم التداول السابق	Index_{T-1}

2- خصائص المؤشر العام "TASI":

المؤشر العام "TASI" هو اختصار لـ "Tadawul All Share Index" وهو المؤشر الرئيسي لسوق الأسهم السعودي، ويشمل جميع الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي. وتشمل خصائصه:

- تتبع الأداء العام لسوق الأسهم السعودي: يقيس المؤشر العام "TASI" الأداء العام لسوق الأسهم السعودي، حيث يعكس تحركاته تحركات الأسهم المدرجة في السوق.
- يتم حسابه بالنسبة المئوية: يتم حساب قيمة المؤشر العام "TASI" بالنسبة المئوية لتحركات الأسهم في السوق، ويتم تحديث قيمته بشكل مستمر خلال جلسات التداول.
- يعكس أداء الشركات الكبرى والصغيرة: يضم المؤشر العام "TASI" جميع الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي بما في ذلك الشركات الكبرى والصغيرة، مما يجعله يعكس أداء السوق بشكل شامل.
- يتم استخدامه كمؤشر للاستثمار: يستخدم المؤشر العام "TASI" كمؤشر للاستثمار من قبل المستثمرين والمتداولين في السوق السعودي، حيث يساعدهم في اتخاذ قرارات الاستثمار والتداول.
- يتم مراقبته على مستوى العالم: يتم مراقبة المؤشر العام "TASI" على مستوى العالم، حيث يعد سوق الأسهم السعودي من أكبر الأسواق الناشئة في العالم، ويتابعه المستثمرون والمتداولون في جميع أنحاء العالم.

المبحث الثاني: التداول الإلكتروني في السوق السعودي

مع تطور النظام الإلكتروني في التعامل، تخفت الحاجة إلى المتخصصين الذين كانوا يقومون بمهمة مقابلة أوامر الشراء مع أوامر البيع، كما تخفت الحاجة إلى النظام البدائي الذي كان يقوم على تدوين تجار الأوراق المالية لأسعار الشراء والبيع على الورق القرنفلي. وبالتالي، تمهد الأنظمة الإلكترونية الطريق للظهور والاستمرارية، حيث تتيح تداول الأوراق المالية بسرعة وكفاءة أكبر وبدون الحاجة إلى وجود بنية تحتية معقدة. كما أن هذه الأنظمة تساهم في تحسين الشفافية وتوفير بيانات دقيقة ومحدثة بشكل مستمر للمستثمرين والمتداولين في الأسواق المالية.

1- عبد المنعم أحمد التهامي. (2003،2004). دراسات في الأسواق المالية والبورصات. مصر: مكتبة عين شمس.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

المطلب الاول: الانظمة المستعملة للتداول في السعودية

تطورت السوق المالية السعودية (تداول) منذ تأسيسها وحتى الآن عبر تبنيها لأحدث أنظمة التداول الإلكترونية. بدأت الخطوة الأولى في هذا المجال عندما تم تشغيل نظام "ESIS" للتداول الإلكتروني في عام 1990، وبعد عقد من الزمن، تم استبدال الأنظمة الإلكترونية القديمة بأخرى أحدث وأكبر في قدراتها الاستيعابية والتقنية في عام 2001. وفي الربع الأخير من عام 2007، شهدت هذه الأنظمة تطويراً جوهرياً، مما أدى إلى تحسين كفاءة وسرعة التداول وتوفير بيئة تداول آمنة وشفافة ومنصة إلكترونية متطورة تسهل عملية التداول للمستثمرين والمتداولين في الأسواق المالية السعودية.

1- النظام الآلي لتداول الأسهم السعودية:

تعد المملكة العربية السعودية من بين الدول الرائدة في العالم في إنشاء سوق آلية بالكامل لتداول الأسهم. بدأت الخطوة الأولى في هذا المجال عندما تم ميكنة عملية تداول الأسهم عن طريق النظام الآلي لتداول الأسهم "ESIS" في سوق الأسهم السعودية في عام 1990. ومنذ تطبيقه، تم تحديث نظام "ESIS" تسع مرات.

يعتبر نظام التداول "ESIS" نظاماً إلكترونياً متكاملًا للتداول والتسوية والمعلومات، حيث يربط وحدات التداول المركزي بالبنوك التي تقوم بدور السماسرة في صناعة تداول الأسهم في المملكة العربية السعودية بالحاسب المركزي في مؤسسة النقد. ويتيح نظام "ESIS" للوسطاء في هذه الوحدات إدخال أوامر العملاء مباشرة في النظام، ويتم تنفيذ الصفقات عندما تتطابق إلكترونياً عروض البائعين مع طلبات المشترين. وبعد تنفيذ الصفقة، يطبع النظام إيصال تأكيد تنفيذ الصفقة للعميل، ويتم تحويل الصفقة آلياً إلى نظام التسويات. ويقوم نظام التسويات بمتابعة كل الصفقات التي ترد خلال أوقات التعامل في اليوم، استعداداً لمقاصتها وتسويتها آلياً في نهاية اليوم¹.

2- نظام التداول "Tadawul" وتطويره:

في الربع الأخير من عام 2001، تم بدء العمل بنظام "تداول" الجديد في سوق الأسهم السعودية، وبالتحديد في 6 أكتوبر 2001. يعتبر هذا النظام من أحدث وأرقى الأنظمة الشاملة على مستوى العالم في تداول الأسهم، حيث يمكن عمليات التداول عملياً بفتح الحسابات الإلكترونية والبيع والشراء الآني والتداول بواسطة الإنترنت، بالإضافة إلى نشر معلومات وأسعار السوق عبر الإنترنت والهاتف النقال. ويعتبر هذا النظام نقلة نوعية مهمة في أنظمة التداول الإلكترونية، حيث يوفر مزايا وخصائص جديدة ومتنوعة للسوق والمستثمرين².

مع بدء العمل بهذا النظام، أصبحت معلومات التداول تُبث بشكل حي ومباشر عبر موقع نظام "تداول" على شبكة الإنترنت، والذي يظهر أسعار الأسهم المتداولة وكمياتها وأفضل طلبات الشراء وعروض البيع، ويضمن الموقع إحصائيات السوق، بالإضافة إلى أهم المعلومات عن الشركات.

يهدف نظام "تداول" إلى تحديث نظام التداول والتسوية للنظام السابق "ESIS"، وتقديم خدمات إضافية جديدة للسوق، ودعم التوجه نحو المعالجة الآلية المتكاملة للصفقات من خلال تحديث أنظمة التداول والتسوية، واستخدام شبكة معلومات أسرع تعتمد على معايير قياسية عالمية وتطوير آلية نشر معلومات السوق، وزيادة مستوى الأمن. ويتطلب هذا من البنوك تطوير أنظمتها حتى تستطيع التوافق مع هذه المزايا الجديدة، كما يسعى الإصدار الجديد إلى ربط النظام بأنظمة البنوك بهدف مساندة المعالجة المتكاملة للصفقات³.

1- محمد بن إبراهيم السحيباني، آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية، (بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بجامعة أم القرى بمكة المكرمة)، مارس 2003، صص 47-48.

2- سوق الأسهم السعودية تداول (التقرير السنوي لسوق الأسهم السعودية، المملكة العربية السعودية، 2002)، ص ص 54.

3- محمد بن إبراهيم السحيباني، آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 49-50.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

تم توقيع عقد تصميم وتنفيذ أنظمة الجيل الجديد لنظام "Tadawul" على مراحل مع شركة (OMX) السويدية في عام 2006، الرائدة في صناعة الأنظمة الإلكترونية وتقنية الأسواق المالية وإدارة وتشغيل الأسواق المالية حول العالم، بالإضافة إلى ضمان خدمات المساندة الفنية والصيانة اللازمة للأنظمة لمدة خمسة أعوام. في 20 أكتوبر 2007، تم تطبيق نظام التداول الجديد في سوق الأسهم السعودية، والذي يستطيع استيعاب أكثر من مليوني صفقة أثناء فترة التداول اليومية، مقابل 400 ألف صفقة في النظام القديم. تتكون أنظمة تداول الجديدة من عدد من برامج التشغيل الإلكترونية الحديثة التي تتولى معالجة العمليات والإجراءات الخاصة بتنفيذ عمليات التداول، من تسويات وتقاص، بالإضافة إلى قدرتها على إكمال العمليات المتعلقة بإدخال ومعالجة الأوامر المضافة في السوق وتنفيذها بالكامل دون تدخل يدوي. كما تقوم هذه الأنظمة بسلسلة من العمليات السريعة لتصنيف الأوامر حسب أنواعها وخصائصها ووقت إدخالها وأسعارها وتحديد أولوية التنفيذ تمهيداً لمطابقتها، إضافة إلى عدد كبير من العمليات الدقيقة التي يتطلب إنجازها سرعة فائقة استكمالاً لعمليات البيع والشراء. وتوفر هذه الأنظمة بعض المزايا المتعلقة بأنظمة الرقابة¹.

2-1- خدمات شركة تداول السعودية "Tadawul"

- شركة تداول السعودية هي الجهة الوحيدة المصرح لها بالعمل كسوق لتداول وإدراج الأوراق المالية في المملكة العربية السعودية. وهي إن بين أكبر أسواق الأوراق المالية بين الأعضاء الـ 67 في الاتحاد العالمي للبورصات، والسوق الأكبر في دول مجلس التعاون الخليجي.
- وتشمل الأنشطة الأساسية لشركة تداول السعودية في إدراج وتداول الأوراق المالية، وكذلك إيداع وتحويل ومقاصة وتسوية وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة. كما أن تداول السعودية هي المصدر الرسمي لجميع معلومات السوق في المملكة.
- وتقدم تداول السعودية مجموعة من الخدمات المتنوعة لكافة المستثمرين، فهي تستخدم حالياً واحداً من أكثر أنظمة التداول تطوراً مما يخلق تجربة تداول سلسلة من خلال التشغيل المتكامل والمعالجة المباشرة. وتتم مطابقة جميع صفقات التداول، وتأكيداتها وتنفيذها إلكترونياً بالاعتماد على التسوية T+2 كما تم تصميم محرك التداول لخدمة أوامر متعددة تلبي حاجة المستثمرين، بما في ذلك الصفقات المتفاوض عليها.

2-2- أهم المؤشرات

الجدول رقم (3-13): يمثل الجدول أهم مؤشرات سوق التداول في السعودية لسنة 2022

البيانات	القيمة
القدرة السوقية	10.22 ترليون ريال سعودي
عدد الشركات المدرجة	262 شركة مدرجة في تداول السعودية
إجمالي حجم الصكوك والسندات	512.45
حجم التداول	2.69 مليار ريال سعودي
قيمة التداول	106.66 مليار ريال سعودي
أداء مؤشر السوق الرئيسية	10,896.91 مليار ريال سعودي

المصدر: من إعداد الطالب بناءً على معطيات موقع التداول السعودي (<https://www.tadawulgroup.sa>)

2-3- أعمال الرقابة الإلكترونية:

تسعى الهيئة السوق المالية السعودية إلى تحسين الإجراءات لتقليل من المخاطر المرتبطة بالأوراق المالية وحماية المستثمرين من الممارسات غير العادلة والغير السليمة، وذلك من خلال مراقبة تداول الأسهم والصكوك والسندات وصناديق المؤشرات المتداولة. وتنفذ عملية الرقابة على التداولات بالتالي²:

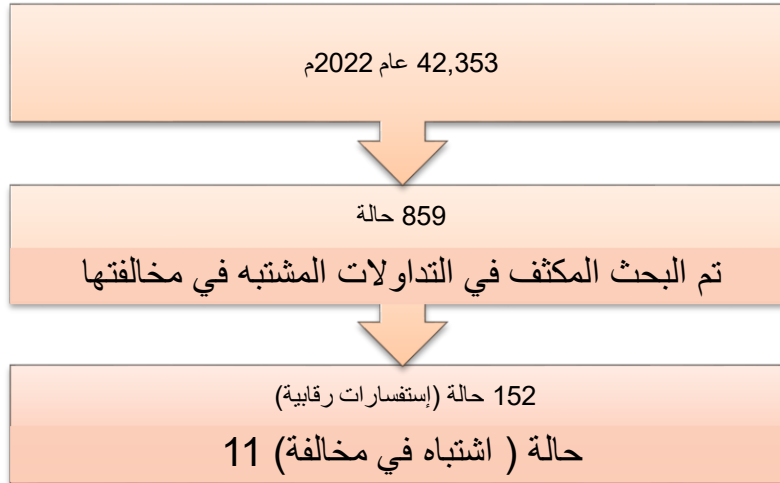
¹ - عبد الحميد العمري، نظام تداول الجديد، (مجلة تداول لسوق الأسهم السعودية، المملكة العربية السعودية، العدد 22، 2007، ص ص 15-17).
² - هيئة السوق المالية، أعمال الرقابة الإلكترونية، (التقرير السنوي، 2022)، ص 154.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

- يصدر النظام الرقابي الإلكتروني تنبيهات عن أي ممارسات أو تعاملات قد يشتبه في مخالفتها لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية.
- يتم إجراء بحث مكثف بشأن التداولات والتعاملات اليومية، من خلال تحليل بيانات السوق ومراجعة الأوامر والصفقات المنفذة وتحليلها.
- يتم إعداد تقرير عن أي اشتباه في مخالفة نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية، ويحال الأمر إلى الإدارة المعنية بمخالفات نظام السوق المالية للتحقيق واتخاذ القرارات اللازمة بشأنه.
- يتم إجراء استفسار رقابي عن أي سلوك أو ممارسة يشتبه في مخالفتها لنظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية.
- تستخدم الهيئة أحدث الأنظمة والوسائل الرقابية المتوفرة للرقابة على القنوات الإلكترونية ومواقع الإنترنت، وذلك للتأكد من عدم وجود ممارسات تخالف نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية من قبل الأشخاص غير المرخص لهم.
- تقوم الهيئة بالرقابة الإلكترونية من خلال نظام رقابة إلكتروني يحدد المواضيع والأخبار المتعلقة بالسوق المالية أو الشركات المدرجة التي تبث في وسائل الإعلام المحلية والعربية والمواقع الإلكترونية المختلفة، ويصدر التنبيهات عليها، ويتم تحليل التنبيهات ودراستها لتحديد أي حالة اشتباه في مخالفة نظام السوق المالية ولوائحه التنفيذية، وتعد تقارير يومية وأسبوعية بشأن تلك التنبيهات.

الشكل رقم (3-3): عدد تنبيهات نظام الرقابة الإلكتروني وعمليات البحث المكثف لحالات صدرت تنبيهات عليها

وحالات الاشتباه في مخالفات لنظام السوق المالية السعودية ولوائحه التنفيذية في عام 2022



المصدر: هيئة السوق المالية، أعمال الرقابة الإلكترونية، (التقرير السنوي، 2022)، ص 154.

المطلب الثاني : قواعد نظام التداول الإلكتروني في السوق السعودية

1- خدمات التداول :

يتميز النظام في السوق الواحد بإتمام دورة التداول بكفاءة وفي فترة زمنية قصيرة، حيث يتم نقل الملكية مباشرة بعد تنفيذ أوامر البيع والشراء، ويمكن للمستثمرين البيع والشراء عدة مرات في اليوم الواحد، وفق استراتيجيات التداول المتبعة. يتيح النظام التسوية السريعة والدقيقة، حيث يتم تسوية جميع الصفقات بدون استثناء في نفس اليوم الذي تم تنفيذها. يعتمد النظام على المعالجة الآلية المتكاملة، حيث تتم معالجة أوامر البيع والشراء حال إدخالها وحتى انتقال ملكيتها، ويوفر النظام سهولة في إدخال الأوامر عن طريق الإنترنت.

2- أنواع الأوامر: يتيح نظام "تداول" من حيث المبدأ أنواع مختلفة من الأوامر هي:

1- محمد بن إبراهيم السحيباني، نظام التداول الإلكتروني في سوق طوكيو المالية والسوق المالية السعودية: دراسة مقارنة، مرجع سبق ذكره، ص 9.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

- أ- **الأمر الفوري:** أمر لشراء أو بيع كامل الكمية المتوفرة بسعر السوق الأفضل؛
- ب- **أمر المطابقة:** يستخدم لإنشاء أمر مقابل (مطابق) لأمر حالي موجود؛
- ج- **أمر السوق:** هو أمر بدون سعر لتداول السهم فوراً بالسعر الحالي الأفضل المتوفر في السوق، ويصبح أمر السوق أمراً محدد السعر حالما يتم حساب السعر، ويقوم نظام التداول تلقائياً بإصدار سعر محدد لأوامر السوق على أساس المعادلة الموضوعية لحماية الأسعار المحددة؛
- د- **الأمر المحدد السعر:** هو أمر لبيع أو شراء عدد محدد من الأسهم بسعر محدد أو أفضل منه؛
- هـ- **الأمر غير المسعر:** هو أمر مشابه لأمر السوق من حيث أنه يتم إدخاله بدون سعر محدد، ويصبح أمراً محدد السعر حالما يتم حساب السعر؛ والفرق بينهما هو أنه لا يتم استخدام حماية أسعار للأمر غير المسعر؛
- و- **الأمر ذو الكمية غير المعلنة:** وهو الجزء من الكمية الإجمالية للأمر التي لا تظهر في شاشات الوسطاء، وقد يكون هذا ضرورياً عند وجود أمر يتضمن بيع أو شراء كميات كبيرة من الأسهم، حيث أن إخفاء الكمية الفعلية للأسهم في الأوامر الكبيرة يسمح بتنفيذ الكميات المعلنة من الأوامر بالأسعار السائدة في السوق، أما إن تم عرض كامل الكمية في السوق، فقد تؤثر الكمية الكبيرة من الأسهم سلبيًا على اتجاه السوق؛
- ز- **أمر التنفيذ الكامل فقط:** وهنا يجب تداول جميع كمية الأمر، وإلا فيتم إلغاء الأمر؛
- ح- **الكمية الصغرى للتنفيذ كل مرة:** يتم تداول الأمر بالكمية الصغرى المحددة، وبعد كل تداول يتم ظهور الكمية من جديد؛

ط- **الحد الأدنى للتنفيذ أول مرة:** وهي أقل كمية يتوجب تنفيذها أولاً قبل تداول الأمر.

3- الافتتاح والإغلاق: يعتمد سوق الأسهم السعودية على آلية النداء في بداية التداول، حيث يتم تجميع أوامر البيع والشراء لسهم معين ومقابلتها آنياً في وقت واحد عند افتتاح التداول، ويتم إنشاء سعر واحد يعكس كمية الأسهم المتبادلة بين البائعين والمشتريين. ومن ثم، يتم التحول إلى آلية السوق المستمرة بعد إعلان سعر الافتتاح مباشرة، ويستمر العمل بها حتى إغلاق السوق، ولا يستخدم سوق النداء في الإغلاق أو أثناء فترة التداول. يتيح هذا النظام للمستثمرين الشراء والبيع بكفاءة وفعالية في بداية التداول حيث يتم تجميع جميع الأوامر المتعلقة بسهم معين ومقابلتها آنياً في وقت واحد لتحديد سعر الافتتاح، والذي يعكس العرض والطلب على السهم ويساعد على زيادة كمية الأسهم المتداولة. وبعد إعلان سعر الافتتاح، يتم التحول إلى آلية السوق المستمرة، حيث يمكن للمستثمرين الشراء والبيع بحرية وفعالية خلال فترة التداول، ويستمر العمل بهذه الآلية حتى إغلاق السوق. ويتمتع هذا النظام بالكفاءة والفعالية في جمع الأوامر وتنفيذها، مما يساعد على زيادة سرعة ودقة العمليات التداولية، ويسهل على المستثمرين اتخاذ القرارات المالية بناءً على الأسعار المعلنة في الوقت الفعلي. يعد استخدام آلية النداء في بداية التداول والتحول إلى آلية السوق المستمرة بعد إعلان سعر الافتتاح من أكثر النظم شيوعاً في الأسواق المالية العالمية، حيث يتمتع بالكفاءة والفعالية في جمع وتنفيذ الأوامر التداولية ويساعد على تحقيق أفضل نتائج للمستثمرين.

4- آلية تنفيذ الأوامر: في سوق الأسهم السعودية، يتم تتبع أولوية السعر ثم الوقت في تنفيذ الأوامر، حيث يتم تنفيذ الأوامر الأكثر تحديداً في السعر أولاً، ثم الأوامر التي تم تقديمها في وقت سابق. وتحظى الأوامر المشروطة بأولوية على الأوامر غير المشروطة، حيث يتم تنفيذها بحسب الشروط المحددة فيها، مثل شرط تنفيذ الأمر بالكامل أو لا. وفيما يتعلق بالأوامر الكبيرة، يمكن لنظام التداول الإلكتروني التعامل معها جزئياً، حيث يسمح للمتداول بإخفاء بعض الأمر الكبير الحجم، ولكن يجب الأخذ في الاعتبار أن هذا الخيار غير مفعل حالياً. وبشكل عام، يهدف نظام التداول في سوق الأسهم السعودية إلى توفير بيئة تداول عادلة وشفافة لجميع المستثمرين، حيث يتم تنفيذ الأوامر بناءً على أولوية السعر ثم الوقت، ويتم التعامل مع الأوامر المشروطة بحسب الشروط المحددة فيها، ويسعى النظام إلى تحقيق أفضل نتائج للمستثمرين من خلال توفير خيارات متعددة للتداول والتعامل مع الأوامر الكبيرة بشكل فعال.

5- إيقاف التداول: يعتبر إيقاف التداول أحد آليات التدخل التي تستخدمها الأسواق لوقف التدهور السريع للسوق، ويتم إيقاف التداول في سهم معين خلال فترة التداول عند وصول معلومات مهمة لها تأثير جوهري على السعر. ويمكن أن يحدث الإيقاف لأسباب أخرى مثل إيقاف التداول في سهم معين لحين وفاته باشتراطات الإدراج في السوق، أو بطلب من الشركات المتداولة نفسها في بعض الأحيان. يهدف إيقاف التداول إلى تأمين السوق وحماية المستثمرين من التعرض للخسائر الكبيرة،

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

ويعتبر آلية مهمة يستخدمها الأسواق للحفاظ على الاستقرار والحد من التدهور السريع للأسهم. يتم إيقاف التداول في سهم معين عند وصول معلومات مهمة لها تأثير جوهري على السعر، ويمكن أن يحدث الإيقاف لأسباب أخرى مثل الوفاة الإرجحية للسهم أو بطلب من الشركات المتداولة نفسها. يهدف إيقاف التداول إلى تأمين السوق وحماية المستثمرين من التعرض للخسائر الكبيرة، ويعتبر آلية مهمة يستخدمها الأسواق للحفاظ على الاستقرار والحد من التدهور السريع للأسهم.

6- شفافية آلية التداول: تعد آلية التداول أكثر شفافية إن كانت هناك معلومات متاحة أكثر عن تيار الأوامر والصفقات، وتصنف شفافية آلية التداول عادة إلى نوعين:

أ- **الشفافية السابقة للتنفيذ:** يسمح النظام للمتداولين بالإطلاع على العدد الكلي للأسهم عند أفضل خمسة عروض وطلبات في سجل الأوامر (السعر والكمية المناظرة، كما تعرض للمتداولين ما يسمى بالعروض والطلبات الخاصة؛
ب- **الشفافية اللاحقة للتنفيذ:** يقدم موقع "تداول" ملخصات يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية لإحصاءات التداول في السوق، ويوفر النظام الشفافية من خلال الإعلان الفوري عن أسعار السوق وإعلانات الشركات للبنوك، والمستثمرين والأطراف الأخرى، ويمكن للشركات المساهمة إدخال إعلاناتها وبياناتها المالية مباشرة عبر الإنترنت، والتي ستظهر مباشرة وبسرعة في موقع "تداول" على الإنترنت.

7- وحدة تغير السعر: أن يكون سعر الورقة المالية من مضاعفات وحدة تغير السعر المعتمدة وفق الجدول الاتي¹:

الجدول رقم (14-3): وحدة تغير السعر

شرائح الأسعار (باستثناء أدوات الدين)	وحدة تغير السعر (باستثناء أدوات الدين)
أقل من 10 ريال سعودي	0,01 ريال سعودي
10 إلى 24,98 ريال سعودي	0,02 ريال سعودي
25 إلى 49,95 ريال سعودي	0,05 ريال سعودي
50 إلى 99,90 ريال سعودي	0,10 ريال سعودي
عند أو أعلى من 100 ريال سعودي	0,20 ريال سعودي
أدوات الدين	
يحدد سعر أدوات الدين بنسبة مئوية من قيمتها الإسمية، و تكون وحدة تغير السعر المستخدمة هي (0,001 %)	

المصدر: إجراءات التداول و العضوية، (<https://www.saudiexchange.sa>)، ص- ص 5-6.

8- هيكل العمولة: تعتمد تنظيم وتشغيل السوق المالية على مقابلة عروض البائعين مع طلبات المشترين وتنفيذ وتسوية الصفقات، وهذا يتطلب استثماراً في السوق وصيانتها وتنظيمها. ومن المعتاد أن يتحمل المستفيدون من السوق هذه التكلفة في شكل نسبة عمولة يحددها هيكل العمولة المفروض على أطراف الصفقات. كما يتحمل السماسرة تكلفة إيصال أوامر المتداولين للسوق ومتابعة تنفيذها وتسويتها وتحديث بيانات المتداولين، ويمثل المبلغ الذي يحدده السمسار مقابل تقديم هذه الخدمات العمولة، والذي يمكن أن يكون نسبة من قيمة الصفقة أو مبلغ ثابت مقطوع. ويتم احتساب العمولة على عمليات بيع وشراء الأسهم في السوق المالية السعودية على الشكل التالي²:

- يكون المقابل المالي نظير خدمة التداول والذي ستتقاضاه شركة تداول السعودية بواقع 0.00009 أي ما يساوي 0.9 نقطة أساس من قيمة الصفقة المنفذة.
- يكون المقابل المالي نظير خدمة التسوية والذي ستتقاضاه شركة مركز إيداع الأوراق المالية (إيداع) بواقع 0.00005 أي ما يساوي 0.5 نقطة أساس من قيمة الصفقة المنفذة.
- يكون المقابل المالي نظير خدمة الحفظ والذي ستتقاضاه شركة مركز إيداع الأوراق المالية (إيداع) بواقع 0.00001 أي ما يساوي 0.1 نقطة أساس من قيمة الصفقة المنفذة.
- يكون المقابل المالي نظير خدمة المقاصة والذي ستتقاضاه شركة مركز مقاصة الأوراق المالية (مقاصة) بواقع 0.00005 أي ما يساوي 0.5 نقطة أساس من قيمة الصفقة المنفذة.

¹- إجراءات التداول و العضوية، (<https://www.saudiexchange.sa>)، ص- ص 5-6.
²- السوق المالية السعودية ، العمولة، (<http://www.tadawul.com.sa>)، (2022/03/27).

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

9- شروط الاستثمار في السوق السعودي "تداول".

تسمح منصة "تداول" بالتداول للمستثمرين الأجانب المؤسسيين فقط، وليس للمستثمرين الأفراد. وفقاً للهيئة السعودية للسوق المالية، يجب على المستثمرين الأجانب المؤهلين، الذين يرغبون في المشاركة في السوق المالية السعودية، أن يمتلكوا 5 مليارات دولار على الأقل من الأصول الخاضعة لإدارتهم وأن يعملوا في مجال الأعمال لمدة لا تقل عن خمس سنوات.

- يمكن أن يقتصر المستثمرون الأجانب على خمسة بالمائة من الأسهم المصدرة في أي شركة واحدة.
- يمكن لجميع المستثمرين الأجانب (بما في ذلك المقيمين وغير المقيمين والمقيضات و"المستثمرين الأجانب المؤهلين") امتلاك ما يصل إلى 49 في المائة كحد أقصى من أسهم أي شركة واحدة.
- يجب على جميع "المستثمرين الأجانب المؤهلين" أن يحصلون على 20 في المائة من أسهم شركة واحدة و 10 في المائة من القيمة السوقية الإجمالية (جميع الشركات المدرجة). تتطلب هذه الشروط الحصول على موافقة من الهيئة السعودية للسوق المالية قبل الاستثمار في السوق المالية السعودية.

ويجب على المستثمرين الأجانب المؤهلين الالتزام بالقوانين واللوائح المتعلقة بالاستثمار في السوق المالية السعودية. يمكن الحصول على المزيد من المعلومات والنصائح المفيدة حول الاستثمار في السوق المالية السعودية من خلال الاطلاع على الموارد المتاحة عبر الإنترنت، بما في ذلك المواقع الرسمية للهيئة السعودية للسوق المالية والشركات الوسيطة. كما يجب على المستثمرين الأجانب المؤهلين استشارة بشأن خيارات الاستثمار والمخاطر المرتبطة بها مع مستشار مالي محترف قبل اتخاذ أي قرارات استثمارية.

المبحث الثالث: تأثير المؤشرات النقدية و المالية على سوق التداول السعودي

تشهد سوق التداول السعودية تحديات عديدة تؤثر على تطورها وجذب المستثمرين. ولذلك، يجب تحسين أداء السوق المالية وتعزيز الثقة فيها، مما يمكن أن يساهم في جعلها أكثر جاذبية للمستثمرين وتحفيزهم على الاستثمار فيها. ومن خلال تحسين الشفافية والإفصاح المالي وتحسين قوانين الحوكمة الشركات وتقديم التحليلات الفنية والأساسية للمستثمرين، يمكن تحقيق تطور أفضل في سوق التداول السعودية وزيادة الثقة في هذا السوق المالي، وتحقيق نمو أفضل في المستقبل. و هذا ما سنتحدث عنه في هذا المبحث¹.

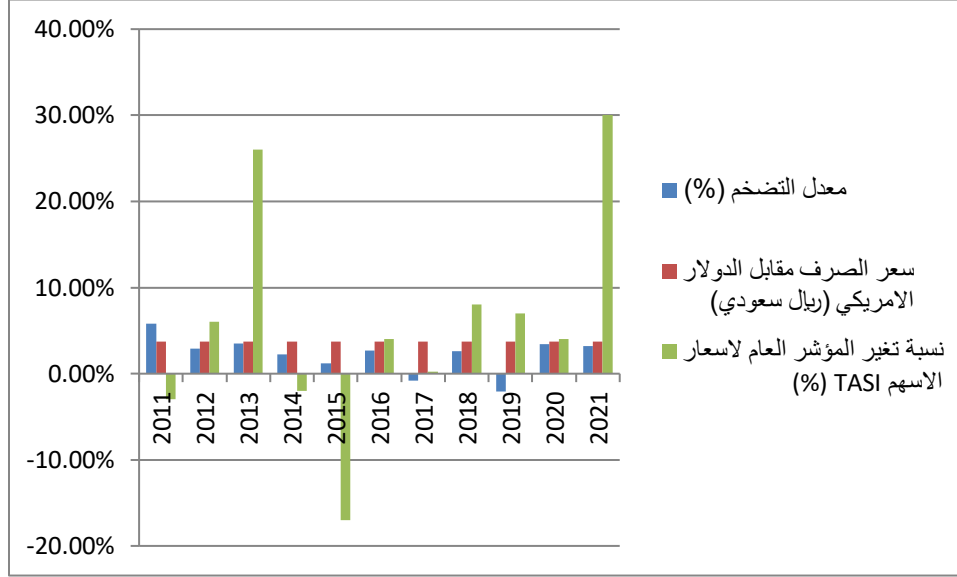
المطلب الاول : تأثير المؤشرات النقدية على سوق التداول السعودي

1- تأثير التضخم على أداء سوق التداول

الشكل رقم (3-4): دراسة معدل التضخم مقابل سعر الصرف ونسبة تغيير المؤشر العام لأسعار الاسهم

¹ - An Empirical Analysis of Behavioral Finance in the Saudi Stock Market: Evidence of Overconfidence Behavior, November 2019, By Soleman Alsabban & Omar Alarfaj.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -



المصدر: من إعداد الطالب بناء على تقارير السوق المالية (www.saudiexchange.sa)

بناء على الشكل رقم (3-4) نلاحظ وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم والأداء العام للأسهم في السوق حيث أن معدل التضخم في السعودية شهد تبايناً كبيراً خلال السنوات العشر الماضية، حيث تراوح بين 5.83% في عام 2011 و-2.09% في عام 2019، وهذا التباين أثر على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية حيث نتج عنه زيادة في اسعار المستهلكين وارتفعت أسعار الغذاء و تكاليف الإسكان. كما لاحظنا عدم تغير سعر صرف الريال السعودي مقابل الدولار الأمريكي بشكل كبير خلال السنوات العشر الماضية، حيث بقي ثابتاً عند 3.75 ريال سعودي مقابل الدولار الأمريكي.

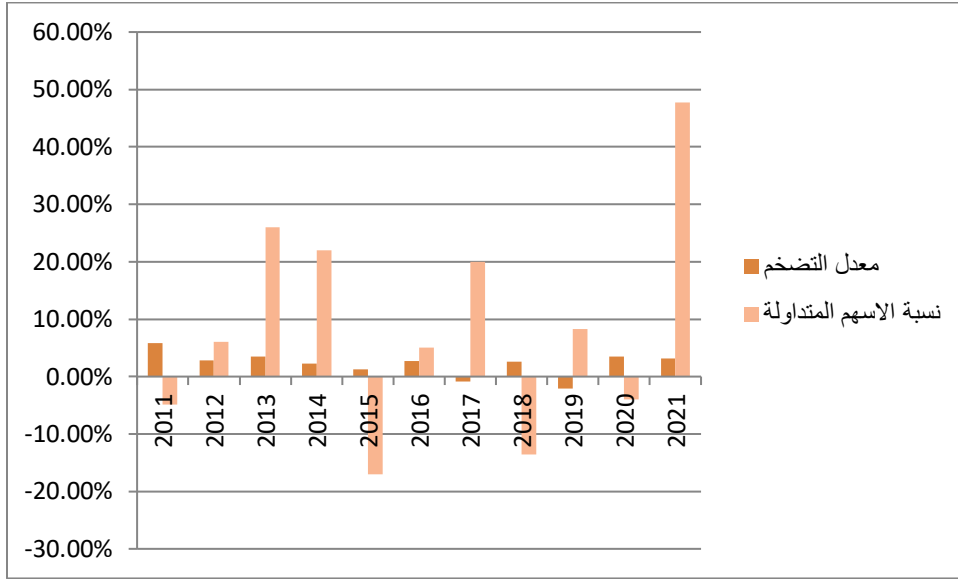
وبالنسبة لنسبة تغير المؤشر العام لأسعار الأسهم TASI في المملكة العربية السعودية، فقد شهد تبايناً كبيراً خلال السنوات العشر الماضية، حيث كانت النسبة سلبية في بعض الأحيان مثل عام 2011 و 2014 و 2015، وإيجابية في بعض الأحيان مثل عام 2012 و 2013 و 2018 و 2019 و 2020 و 2021. يمكن تفسير الارتفاع الكبير في نسبة تغير المؤشر العام لأسعار الأسهم TASI في عام 2013 و 2021 بالزيادة الكبيرة في قيمة الأسهم في هذين العامين.

ويمكن أن يرجع تباين معدل التضخم في السعودية إلى عدة عوامل مثل زيادة الإنفاق والتضخم النقدي وتغيرات العرض والطلب على السلع والخدمات. أما التباين في نسبة تغير المؤشر العام لأسعار الأسهم TASI في المملكة العربية السعودية، فيمكن أن يتأثر بعدة عوامل مثل الطلب والعرض على الأسهم والأحوال الاقتصادية والسياسية الداخلية والخارجية.

في الأخير يمكن القول إن انخفاض معدل التضخم يشير إلى استقرار الأسعار وتحسن الأداء الاقتصادي بشكل عام، وهو ما قد يؤدي إلى تحسن في أداء الأسهم.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

الشكل رقم (3-5): دراسة الاسهم المتداولة في الفترة 2011 الى 2021



المصدر: من إعداد الطالب بناء على تقارير السوق المالية (www.saudiexchange.sa)

نلاحظ ان في عام 2011، كان معدل التضخم في السعودية حوالي 5.83%، وقد يكون ذلك بسبب ارتفاع أسعار النفط والمواد الأولية، وهو ما تسبب في ارتفاع تكاليف الإنتاج والتوريد، مما أدى إلى زيادة التضخم. وفي نفس الوقت، كانت نسبة الأسهم المتداولة في السوق السعودية سالبة (-5%)، ويمكن أن يكون ذلك بسبب عدم الثقة في الأداء الشركات المدرجة في السوق وتراجع الطلب على الأسهم.

وفي عام 2017، شهدت السوق السعودية ارتفاعاً في نسبة الأسهم المتداولة حيث وصلت إلى 20% في أضعف معدل للتضخم (-0.84%). ويمكن أن يكون ذلك بسبب إجراءات الإصلاح الاقتصادي التي اتخذتها الحكومة السعودية والتي أدت إلى تحسن الثقة بالاقتصاد وبالأداء المالي للشركات المدرجة في السوق السعودية.

أما في أعلى نسبة للأسهم المتداولة في الفترة المدروسة التي وصلت إلى 48%، فقد تزامنت مع انخفاض معدل التضخم في السعودية إلى 3.20%، ويمكن أن يكون ذلك بسبب عدة عوامل، منها تحسن أداء الاقتصاد السعودي والشركات المدرجة في السوق السعودية، حيث شهد الاقتصاد السعودي في الفترة المذكورة تغيرات في عرض النقد وفقاً للسياسة النقدية التي اتخذتها البنوك المركزية. وفي عام 2011، كان عرضالنقد في السعودية يتراوح بين 1.2 تريليون ريال سعودي و 1.4 تريليون ريال سعودي، في حين أنه في عام 2017، كان يتراوح بين 1.5 تريليون ريال سعودي و 1.7 تريليون ريال سعودي.

2- تأثير سعر الفائدة على اداء سوق التداول

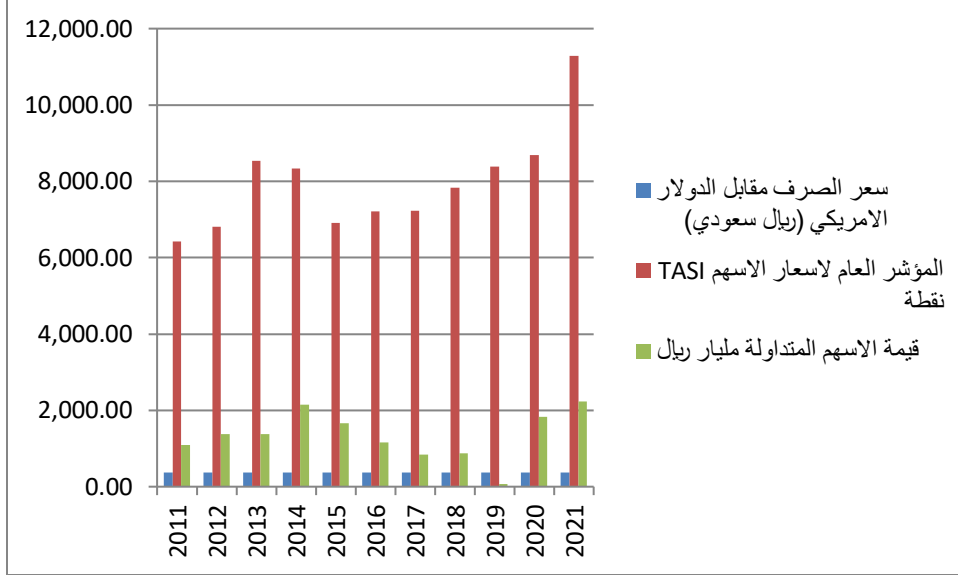
تؤثر أسعار الفائدة بشكل كبير على أداء السوق المالية، حيث تعد هذه الأسعار من أهم المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر على الاستثمار والتداول في السوق المالية. على سبيل المثال، تعتبر الودائع خياراً منافساً للاستثمار في أسواق الأسهم، حيث تُعتبر الودائع عديمة الأخطار، خاصة في الظروف الاستثنائية الاقتصادية أو السياسية، ومع ذلك، فإن عائد الودائع محدود، ولذلك يفضل العديد من المستثمرين الابتعاد عن المخاطر والاستثمار في الودائع.

وعندما ينخفض سعر الفائدة على الودائع، يزداد الطلب على الأسهم لتحقيق أرباح أكبر و هذا ما تم ملاحظته في الشكل (3-6)، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية، نتيجة لتحسن ربحيتها وتوزيعاتها. ونتيجة لارتفاع المؤشر العام للأسهم والقيمة السوقية للشركات، ينخفض ريع الأسهم أو ما يسمى بالعائد النقدي. وتعزى هذه الظاهرة

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

إلى تحسن الاقتصاد الكلي ونمو قطاعاته الاقتصادية المختلفة. لذلك، فإن سعر الفائدة يمثل عاملاً حاسماً في تحديد مدى جاذبية الأسهم كخيار للاستثمار في السوق المالية.

الشكل رقم (3-6): دراسة تأثير سعر الفائدة على الاستثمار الاجنبي (رؤوس الاموال) في السوق المالية السعودية

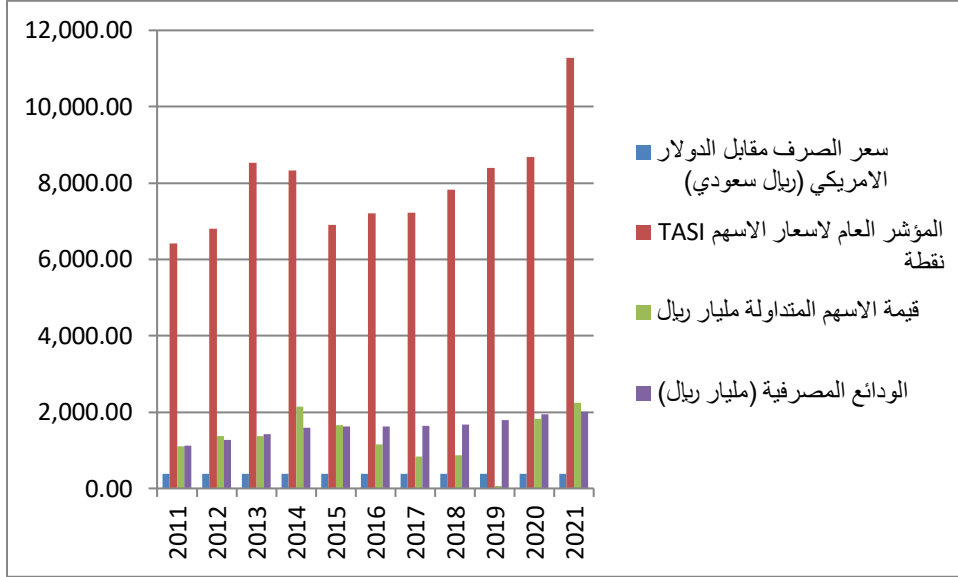


المصدر: من إعداد الطالب بناء على تقارير السوق المالية (www.saudiexchange.sa)

يبين الشكل (3-6) تراجع واضح في معدلات الفائدة على مدى السنوات العشر الماضية، حيث انخفضت من 4% في عام 2011 إلى 1.5% في عام 2021، وهو ما يشير إلى رغبة الحكومة السعودية في تحفيز النمو الاقتصادي وتعزيز الاستثمار والإنفاق. بالنسبة لسعر الصرف، فقد ظل ثابتاً عند 3.75 ريال سعودي مقابل الدولار الأمريكي طوال الفترة المذكورة، مما يدل على استقرار العملة السعودية والاقتصاد السعودي بشكل عام. أما بالنسبة للمستثمرين الأجانب، فقد شهدت نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر في المملكة العربية السعودية تراجعاً ملحوظاً خلال السنوات الأخيرة، حيث انخفضت من 2.4% في عام 2011 إلى 0.8% في عام 2020، ثم ارتفعت إلى 2.3% في عام 2021. وهذا يشير إلى وجود تحديات تواجه الاقتصاد السعودي والعالمي، ويتطلب المزيد من الجهود لجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة، مثل تحسين بيئة الأعمال وتبسيط الإجراءات الإدارية وتوفير حوافز مالية وضريبية للشركات الأجنبية.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

الشكل رقم (3-7): تأثير عرض النقود على سعر الصرف و قيمة الاسهم المتداولة



المصدر: من إعداد الطالب بناء على تقارير السوق المالية (www.saudiexchange.sa)

في ظل ثبات سعر الصرف السعودي مقابل الدولار الأمريكي نلاحظ ارتفاع تدريجي لقيمة المؤشر العام لأسعار الأسهم خلال العشر سنوات الماضية، حيث بلغ عدد النقاط 6418 في عام 2011 ووصل إلى 11282 في عام 2021.

وفي عام 2011، لاحظنا ارتفاعاً في مؤشر الأسهم TASI بنسبة 3.8%، بينما شهدت الودائع المصرفية انخفاضاً بنسبة 1.2%. وفي الأعوام التالية، شهدنا تغيرات مختلفة في البيانات، حيث ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في العام 2012 بنسبة 3.1%، في حين شهدت الودائع المصرفية ارتفاعاً بنسبة 9.1%. وفي عام 2013، شهدنا ارتفاعاً كبيراً في مؤشر الأسهم TASI بنسبة 27.4%، بينما انخفضت قيمة الأسهم المتداولة بنسبة 20.3%، وارتفعت الودائع المصرفية بنسبة 5.2%. ومن المثير للاهتمام أن الأعوام التالية شهدت تغيرات متباينة في البيانات، حيث شهدنا في عام 2014 انخفاضاً في مؤشر الأسهم TASI بنسبة 2.2%، وفي العام التالي شهدنا ارتفاعاً بنسبة 25.6%.

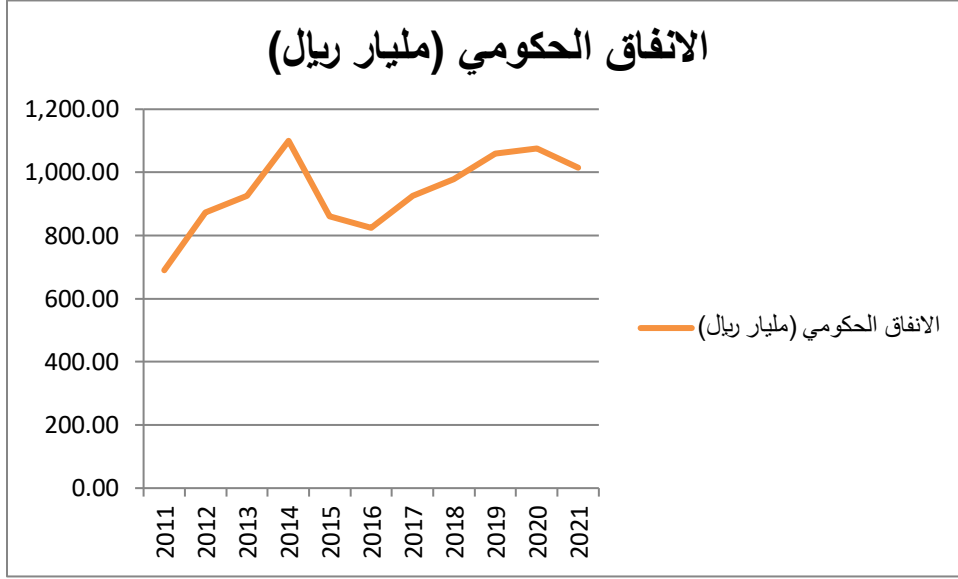
وتشير هذه البيانات إلى أن قيم الأسهم المتداولة في السوق السعودي ارتفعت بشكل ملحوظ خلال العشر سنوات الماضية، حيث وصلت إلى 2235.9 مليار ريال في عام 2021، بينما ارتفعت قيمة الودائع المصرفية إلى 2001.23 مليار ريال خلال نفس العام. ومن الملاحظ أن هذه البيانات تعكس تحسناً في الاقتصاد السعودي خلال العشر سنوات الماضية، وتؤكد على الإمكانيات الاستثمارية الكبيرة المتاحة في المملكة العربية السعودية، وتشير إلى أن السوق المالية السعودية قد تحسنت وأصبحت أكثر جاذبية للمستثمرين.

المطلب الثاني : تأثير المؤشرات المالية على سوق التداول السعودي

1- تأثير النفقات العامة على أداء سوق التداول

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

الشكل رقم (8-3): الانفاق الحكومي للمملكة السعودية خلال الفترة الممتدة من 2011 الى 2021

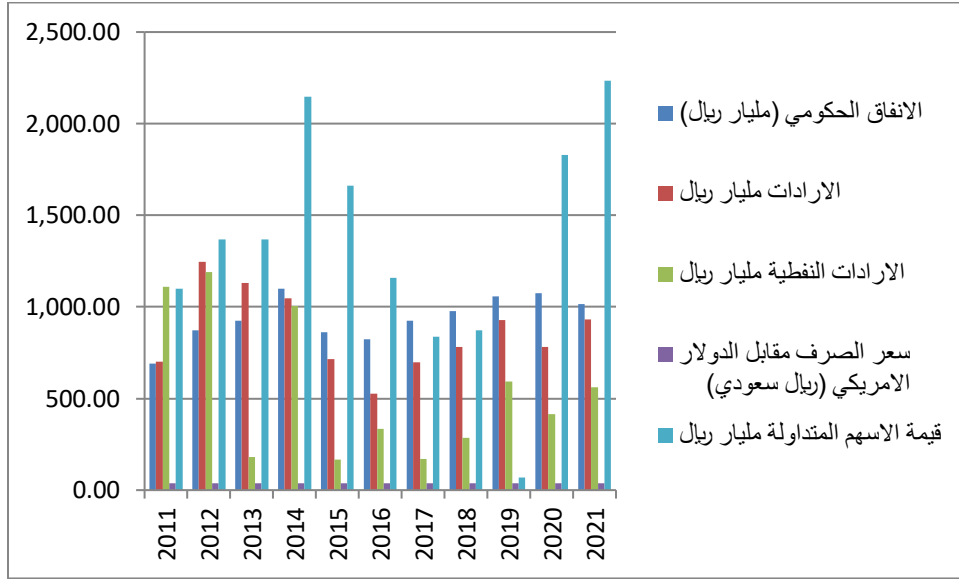


المصدر: من إعداد الطالب بناء على تقارير السوق المالية (www.saudiexchange.sa)

نلاحظ تراجع الإنفاق الحكومي في عام 2015 و2016 يمكن أن يرجع إلى تراجع أسعار النفط وتراجع الإيرادات الحكومية المرتبطة بالنفط. وقد تسبب هذا التراجع في تقليص بعض البرامج الحكومية والمشاريع الاستثمارية. و منه يمكن أن يرجع ارتفاع الإنفاق الحكومي في العامين 2020-2021 إلى الإجراءات التي اتخذتها الحكومة السعودية للتعامل مع تداعيات جائحة كوفيد-19، والتي شملت تخفيف الضرائب وتمويل البرامج الاجتماعية والمشاريع الحكومية. يمكن القول إن ارتفاع الإنفاق الحكومي في المملكة العربية السعودية خلال العشر سنوات الماضية يشير إلى التزام الحكومة بتحسين الخدمات العامة والبنية التحتية وتعزيز النمو الاقتصادي. ومن المتوقع أن يستمر الإنفاق الحكومي في المستقبل، خاصة مع التزام الحكومة بتنفيذ تحولات اقتصادية ومشاريع تنموية وإصلاحات اجتماعية واقتصادية تهدف إلى تعزيز النمو الاقتصادي وتحقيق التنمية المستدامة في المملكة.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

الشكل رقم (9-3): علاقة الانفاق الحكومي بالارادات و سوق المالية السعودية



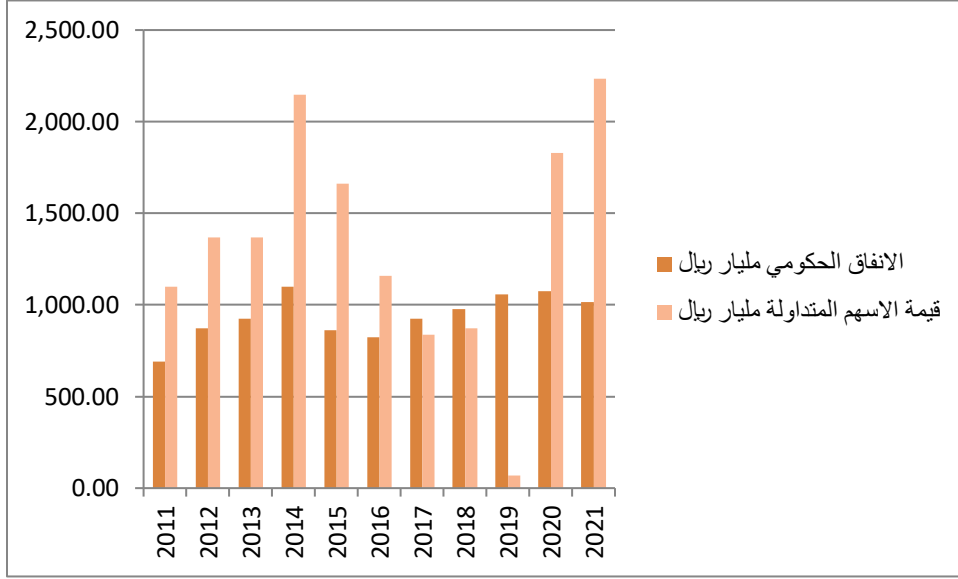
المصدر: من إعداد الطالب بناء على تقارير السوق المالية (www.saudiexchange.sa)

يمكن ملاحظة أن الناتج المحلي الإجمالي في المملكة العربية السعودية قد ازداد بشكل ملحوظ خلال تلك الفترة، حيث ارتفع من 2.65 تريليون ريال سعودي في عام 2011 إلى 3.97 تريليون ريال سعودي في عام 2021. وهذا راجع إلى زيادة النشاط الاقتصادي في المملكة خلال تلك الفترة. ومن جهة أخرى، يتضح من الشكل (9-3) أن الإنفاق الحكومي قد ازداد بشكل كبير خلال الفترة من 2011 إلى 2016، حيث ارتفع من 1.24 تريليون ريال سعودي في عام 2011 إلى 1.43 تريليون ريال سعودي في عام 2016. ومن ثم، تراجع بعد ذلك إلى 1.05 تريليون ريال سعودي في عام 2021. ويمكن أن يرجع هذا التراجع إلى الجهود المبذولة لخفض الإنفاق في بعض القطاعات، وخاصة قطاع النفط والغاز الذي يعتبر المورد الرئيسي للإيرادات في المملكة حيث نلاحظ أن الإيرادات النفطية في السعودية تأثرت بشكل كبير بتقلبات أسعار النفط العالمية خلال الفترة المذكورة، حيث تراوحت بين 166 مليار ريال في عام 2015 و 1,190 مليار ريال في عام 2012. أما المؤشر العام لأسعار الأسهم (TASI) ارتفع بشكل ملحوظ خلال الفترة من عام 2011 وحتى عام 2014، حيث تراوح بين 6418 نقطة في عام 2011 و 8333 نقطة في عام 2014، ثم تراجع في السنوات اللاحقة، ولكنه عاد وارتفع في السنوات الأخيرة ووصل إلى أعلى مستوياته عام 2021. يمكن القول بأن الإيرادات النفطية هي المحرك الرئيسي للاقتصاد السعودي، وتأثر الاقتصاد بشكل كبير بتقلبات أسعار النفط في الأسواق العالمية. ومع ذلك، فإن الحكومة السعودية تعمل على تنويع الاقتصاد وتحويله إلى اقتصاد غير نفطي، حيث يشهد البلد حالياً عدة مشاريع استثمارية تهدف إلى تحقيق هذا الهدف.

. ويمكن ملاحظة أيضاً أن الإيرادات العامة في المملكة العربية السعودية قد ازدادت بشكل ملحوظ خلال الفترة من 2011 إلى 2015، حيث ارتفعت من 1.07 تريليون ريال سعودي في عام 2011 إلى 1.65 تريليون ريال سعودي في عام 2015، ولكنها تراجعت بعد ذلك إلى 1.25 تريليون ريال سعودي في عام 2021. ويمكن أن يرجع تراجع الإيرادات العامة بعد عام 2015 إلى تراجع أسعار النفط، والذي يعتبر المورد الرئيسي للإيرادات في المملكة، إضافة إلى تراجع الإنفاق الحكومي في بعض القطاعات في ظل بقاء سعر الصرف السعودي على قيمته المعتادة والتي هي 3.75 ريال سعودي للدولار الواحد.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

الشكل رقم (3-10): تأثير الانفاق الحكومي على قيمة الأسهم المتداولة في سوق التداول



المصدر: من إعداد الطالب بناء على تقارير السوق المالية (www.saudiexchange.sa)

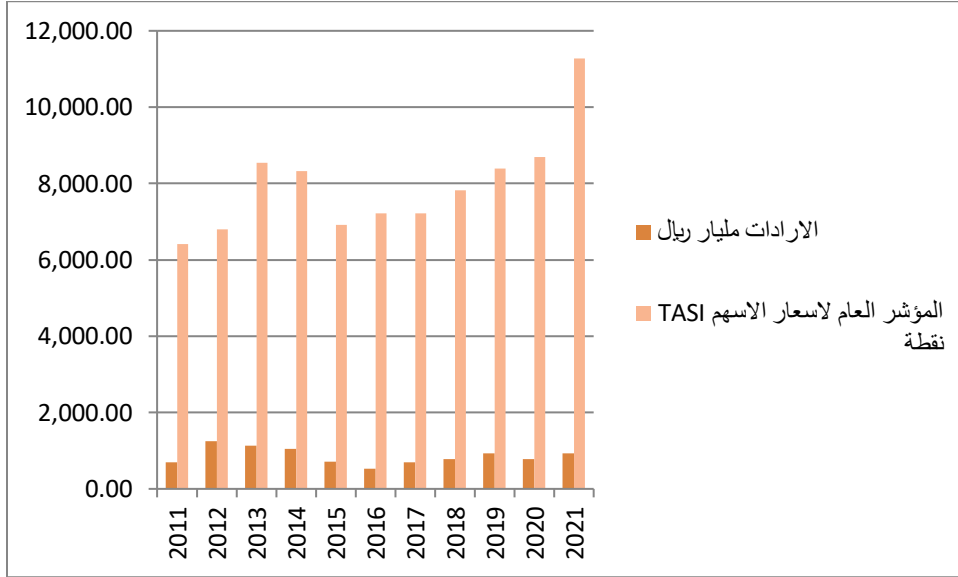
يوضح الشكل (3-10) العلاقة بين النفقات الحكومية وقيمة الأسهم المتداولة في السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2011 إلى 2021. حيث أن النفقات الحكومية قد ارتفعت بشكل مستمر خلال هذه الفترة، في حين ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة في الأسواق المالية السعودية بشكل ملحوظ في العامين 2014 و 2015.

وكذلك يشير الشكل (3-10) إلى أن النفقات الحكومية لعبت دورًا في دعم النمو الاقتصادي وتشجيع الاستثمارات في المملكة، ولكنها تسببت أيضًا في تقلبات في الأسواق المالية السعودية. والتزامن بين الارتفاع المستمر في النفقات الحكومية وارتفاع قيمة الأسهم المتداولة في العامين 2014 و 2015 يمكن أن يرجع إلى الإقبال المستمر على الاستثمارات في المملكة، ولكن بالمقابل، يمكن أن يرتبط تراجع قيمة الأسهم في الفترة اللاحقة بالتحفظات التي أبدتها المستثمرون إزاء النفقات الحكومية الكبيرة والتحويلات الاقتصادية المتغيرة في المملكة.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

2- تأثير الإيرادات على أداء سوق التداول

الشكل رقم (3-11): علاقة الإيرادات العامة و المؤشر العام للأسهم TASI



المصدر: من إعداد الطالب بناء على تقارير السوق المالية (www.saudiexchange.sa)

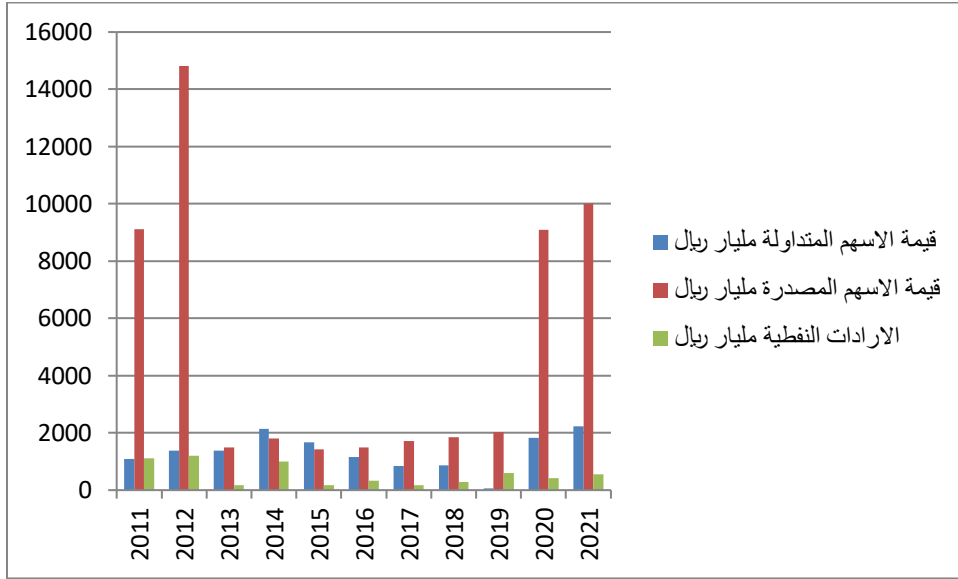
نلاحظ ان في الفترة من 2011 إلى 2014، كانت الإيرادات العامة للمملكة عالية نسبيًا، ويمكن أن يرجع ذلك جزئيًا إلى ارتفاع أسعار النفط في هذه الفترة.

وفي عام 2017، شهدت المملكة ارتفاعًا في الإيرادات العامة بفضل ارتفاع أسعار النفط وإجراءات التحفيز الحكومية، وشهدت المملكة في هذه الفترة إطلاق رؤية المملكة 2030 التي تهدف إلى تحقيق التنمية المستدامة وتحويل المملكة إلى اقتصاد متنوع ومبتكر ومستدام.

ومنذ عام 2018، شهدت المملكة استمرارًا في تحقيق الإصلاحات الاقتصادية وتطوير القطاع الخاص وتحسين بيئة الأعمال، وشهدت تحسنًا في الإيرادات العامة بفضل ارتفاع أسعار النفط وتحسين أداء القطاع الخاص وتنويع مصادر الإيرادات. ويمكن ملاحظة أن المؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالية السعودية (TASI) شهد تذبذبًا خلال هذه الفترة، ولكنه في العام 2021 تجاوز مستوياته القياسية السابقة بفضل تحسن الأداء الاقتصادي للمملكة.

الفصل الثالث: دراسة حالة سوق التداول – السعودية -

الشكل رقم (3-12): تأثير الإيرادات النفطية على قيمة الاسهم المتداولة و قيمة الاسهم المصدرة



المصدر: من إعداد الطالب بناء على تقارير السوق المالية (www.saudiexchange.sa)

نلاحظ في الفترة من 2011 إلى 2015، شهدت الأسواق المالية السعودية زيادة كبيرة في قيمة الأسهم المتداولة، حيث ارتفعت من 1098.8 مليار ريال في عام 2011 إلى 2146.3 مليار ريال في عام 2014، ولكنها تراجعت بعدها إلى 1660.6 مليار ريال في عام 2015. ومن المحتمل أن يكون هذا الانخفاض جزئياً بسبب تراجع أسعار النفط في تلك الفترة والتي تشكل مصدراً رئيسياً للإيرادات في المملكة.

وفي الفترة من 2016 إلى 2021، شهدت الأسواق المالية السعودية تحولات أخرى، حيث تراجعت قيمة الأسهم المتداولة في عام 2016 إلى 1157.1 مليار ريال، ولكنها تحسنت بعدها في العام التاليين. وفي عام 2020، شهدت الأسواق المالية السعودية زيادة كبيرة في قيمة الأسهم المتداولة، حيث ارتفعت إلى 1828.67 مليار ريال، ويرجع ذلك جزئياً إلى العديد من العوامل، بما في ذلك تأثير جائحة COVID-19 على الأسواق المالية العالمية وتحفيزات الحكومة السعودية لدعم الاقتصاد المحلي.

أما بالنسبة للإيرادات النفطية للمملكة، فتراجعت بشكل كبير من 1110 مليار ريال في عام 2011 إلى 166 مليار ريال في عام 2015، ولكنها تحسنت بعدها بشكل ملحوظ في الفترة من 2016 إلى 2019، حيث ارتفعت إلى 594 مليار ريال في عام 2019. وفي عام 2020، تأثرت الإيرادات النفطية بشكل كبير بتراجع الطلب العالمي على النفط بسبب جائحة COVID-19، حيث انخفضت إلى 413 مليار ريال. ومع ذلك، شهدت الإيرادات النفطية ارتفاعاً ملحوظاً في عام 2021 إلى 562.2 مليار ريال، ويرجع ذلك جزئياً إلى تحسن أسعار النفط وتحسن الطلب العالمي على النفط في تلك الفترة.

خاتمة الفصل الثالث

تناولنا في هذا الفصل سوق التداول السعودي ومراحل تطورها عبر التاريخ، حيث تعرضنا لظروف نشأة السوق المالية السعودية وكيف تم بناؤها لتصبح واحدة من أكبر الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط اليوم. كما تحدثنا عن الخصائص والأدوات الاستثمارية المتاحة في السوق المالية السعودية، والتي تشمل الأسهم والسندات والصكوك وصناديق الاستثمار المتداولة والعقود الآجلة والخيارات وغيرها.

ومن المهم أيضاً الحديث عن الأنظمة الإلكترونية للتداول في السوق المالية السعودية، والتي تشمل النظام الآلي لتداول الأسهم "ESIS" و نظام تداول الأسهم الإلكتروني (Tadawul). وتعتبر هذه الأنظمة الإلكترونية حجر الأساس لتسهيل عملية التداول وجعلها أكثر شفافية وأماناً، وتساعد في جذب المزيد من المستثمرين الذين يبحثون عن بيئة استثمارية موثوقة وأمنة.

وتتميز سوق التداول السعودية بالشفافية والمصادقية والانضباط التنظيمي، حيث تشرف هيئة السوق المالية على سوق التداول السعودية وتضمن الحفاظ على النزاهة والشفافية والحماية للمستثمرين، وذلك من خلال إجراءات تنظيمية صارمة وفعالة. وتوفر سوق التداول السعودية أحدث التقنيات للمستثمرين، بما في ذلك منصات التداول الإلكترونية المتطورة وتطبيقات الهواتف الذكية وغيرها من الأدوات التقنية التي تسهل وتسرع عملية التداول وتوفر أدوات تحليل البيانات والمؤشرات الفنية.

وبالنظر إلى هذه المميزات والمزايا التي تتمتع بها سوق التداول السعودية، فإنه يعد خياراً ممتازاً للمستثمرين الذين يرغبون في تنويع محفظة استثماراتهم وتحقيق عوائد جيدة على المدى الطويل. ويمكن للمستثمرين الدخول في سوق التداول السعودية من خلال العديد من الوسائل، بما في ذلك الاستثمار المباشر في الأسهم أو الاستثمار في الصناديق المتداولة أو الاستثمار في العقود الآجلة. وتتطلب عملية الاستثمار في سوق التداول السعودية دراسة الأسواق وتحليل البيانات والمؤشرات الفنية بعناية، والتعرف على الشركات المدرجة والقطاعات الاقتصادية المختلفة.

وفي النهاية، تعتبر سوق التداول السعودية واحدة من الأسواق المالية الرائدة في المنطقة، وتوفرت بيئة استثمارية مستقرة ومتطورة ومتنوعة، مما جعلها جاذبة للمستثمرين المحليين والدوليين. وتتميز بسيولة عالية وشفافية ودعم تقني وانضباط تنظيمي، وتوفر أحدث التقنيات للمستثمرين.

خاتمة عامة

خاتمة عامة

تُعدُّ السوق المالية السعودية واحدةً من أهم الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط، إذ تمثل السوق الوحيد المدرج في مؤشرات الأسواق الناشئة للأسواق الناشئة الكبرى. تأسست السوق المالية السعودية عام 2007 بعد دمج السوق السعودي للأوراق المالية والبورصة السعودية، وتم إطلاقها باسم "تداول". وتتم تشغيل السوق المالية السعودية من قِبَل الهيئة العامة للرقابة المالية، وهي جهة حكومية تابعة لوزارة المالية في المملكة العربية السعودية.

تعتبر تقلبات سعر الصرف من أهم العوامل التي تؤثر على سوق التداول السعودي والأصول المالية بشكل عام. فعندما يحدث تغير في قيمة العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية، فإن هذا يؤثر على الشركات المدرجة في السوق وعلى المستثمرين الذين يستثمرون في هذه الشركات.

يمكن أن يؤدي تقلب سعر الصرف إلى زيادة تكاليف الإنتاج للشركات التي تعتمد على واردات من الخارج، مما يؤثر على أرباحها ويضعف أدائها في السوق. كما يؤثر التقلب في سعر الصرف على السيولة في السوق، حيث يمكن أن يؤدي إلى تقليص الحجم التداولي في السوق وزيادة الحذر لدى المستثمرين. ومن الجانب الآخر، يمكن أن يستفيد بعض الشركات من تقلبات سعر الصرف، خاصة إذا كانت تعمل في صناعات تعتمد على الصادرات. فعلى سبيل المثال، إذا انخفض سعر الصرف، فإن ذلك يجعل المنتجات المصدرة أكثر تنافسية في الأسواق الخارجية، مما يزيد من فرص الشركات في زيادة حجم صادراتها وتحسين أدائها في السوق.

ومن الناحية الاستثمارية، فإن تقلبات سعر الصرف يمكن أن تؤثر على الأصول المالية المدارة في السوق، خاصة الأصول المالية القائمة على العملات الأجنبية، مثل العقود الآجلة والخيارات والصناديق الاستثمارية. فعلى سبيل المثال، إذا كان المستثمر يمتلك صندوقاً استثمارياً يستثمر في الأسهم الأجنبية، فإن تقلبات سعر الصرف يمكن أن تؤثر على قيمة الصندوق وتؤدي إلى خسارة للمستثمر.

ومن أجل التغلب على تأثيرات تقلبات سعر الصرف، يمكن للمستثمرين اتخاذ بعض الإجراءات الوقائية، مثل التحوط (الهيديج)، والذي يتمثل في شراء عقود آجلة للعملات الأجنبية أو الخيارات لتقليل المخاطر المحتملة. كما يمكن للمستثمرين اتباع استراتيجيات الاستثمار المتنوعة والتي تشمل تنويع المحفظة الاستثمارية والاستثمار في الأصول المختلفة، بما في ذلك الأصول المالية المحلية والأجنبية، والتي تساعد على تقليل المخاطر الناجمة عن تقلبات سعر الصرف.

إذا نظرنا إلى الجانب الاقتصادي، فإن تقلبات سعر الصرف يمكن أن تؤثر على الاقتصاد السعودي بشكل عام، حيث يعتمد الاقتصاد السعودي بشكل كبير على صادرات النفط والغاز، والتي تتأثر بشكل كبير على سعر صرف الريال السعودي. وعندما يحدث تقلب في سعر الصرف، فإن ذلك يؤثر على قيمة العملة الوطنية ويمكن أن يؤدي إلى تغييرات في الأسعار والتضخم. يمكن القول بأن تقلبات سعر الصرف تعد عاملاً هاماً يؤثر على سوق التداول السعودي والأصول المالية بشكل عام، ويمكن للمستثمرين اتخاذ إجراءات وقائية لتقليل المخاطر المحتملة. كما يتطلب ذلك القيام بتحليلات دقيقة للوضع الاقتصادي والسياسي والاجتماعي والبيئي، وذلك لتتبع التغيرات الحالية في سعر الصرف والتأثيرات المتوقعة على السوق والأصول المالية. ومن المهم أيضاً للحكومة السعودية والجهات المعنية بالسوق والاقتصاد، أن يعملوا على تحقيق الاستقرار الاقتصادي والنقدي والعمل على تحسين السياسات الاقتصادية والمالية، وذلك لتقليل التقلبات الناجمة عن تغيرات سعر الصرف وتحسين الأداء الاقتصادي والمالي للبلاد.

نتائج الدراسة:

من خلال دراستنا وانطلاقاً من النتائج المتحصّل عليها أثناء دراسة تأثير المؤشرات النقدية والمالية على مؤشرات السوق المالية السعودية يمكننا القول ان المملكة العربية السعودية تولي اهتماماً كبيراً للسياسات التي تتبعها في تطوير اقتصادها وسوقها المالي، وتعمل كل سنة على تصحيح وزيادة قوانين جديدة لتجنب الوقوع في نفس ثغرات الماضي. تم إنشاء هيئة السوق المالية وتطوير نظام التداول الإلكتروني كجزء من هذه الجهود. ويعد تنويع منتجات المملكة بدل الاعتماد على العوائد النفطية البتروكيماوية والغازات بشكل أساسي هو أحد أهم الأهداف التي تعمل المملكة على تحقيقها. لقد قامت المملكة

خاتمة عامة

بتوقيع اتفاقيات شراكة عالمية وعربية بالإضافة إلى تعزيز جهازها المصرفي وتحسين سياستها النقدية. وتركز المملكة على تحقيق جميع أهداف المربع السحري (التوازن الاقتصادي، البطالة، التضخم، معدل النمو) دون إهمال أي منها أو إعطاء أولوية لهدف دون الآخر ومن النتائج المتوصل إليها ما يلي:

- 1- سوق التداول السعودي هو أحد أكبر أسواق الأسهم في المنطقة، ويعتبر محوراً رئيسياً للاقتصاد السعودي. ويتم التداول في السوق عبر بورصة السعودية، والتي تعمل وفقاً للأنظمة واللوائح التي تصدرها الهيئة العامة للرقابة المالية.
- 2- هناك علاقة عكسية بين معدل التضخم وأداء الأسهم في السوق السعودية، حيث يمكن ملاحظة تأثير انخفاض معدل التضخم على تحسن أداء الأسهم، وعلى العكس، يمكن أن يؤثر ارتفاع معدل التضخم على أداء الأسهم بشكل سلبي.
- 3- أن السوق المالية السعودية تتأثر بعدة عوامل، ومن بينها النفقات الحكومية، معدل التضخم، أداء الاقتصاد، وسياسة النقد. ويرجع ذلك إلى أن الاستثمار في الأسواق المالية يشترط فهمًا جيدًا للعوامل التي تؤثر عليها، وبالتالي يتطلب اتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة. ويمكن أن تساعد دراسة تأثير هذه العوامل وفهمها في اتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة وتقليل المخاطر المحتملة.
- 4- على الرغم من أن النفقات الحكومية لعبت دوراً في دعم النمو الاقتصادي وتشجيع الاستثمارات في المملكة، إلا أنها قد تسببت في تقلبات في الأسواق المالية السعودية. ويمكن للتحفظات التي أبداه المستثمرون إزاء النفقات الحكومية الكبيرة والتحويلات الاقتصادية المتغيرة في المملكة أن تكون السبب في تراجع قيمة الأسهم في الفترة المدروسة.
- 5- تعد الإيرادات من أهم مصادر تمويل الدول وتغطية مصاريفها، وتعتبر المملكة العربية السعودية من بين الدول التي تعتمد على الإيرادات النفطية باعتبارها منتجة للبتروول. كما تعتمد الدولة على الصناعات البتروكيمياوية كمصدر للدخل.
- 6- يتأثر سوق التداول السعودي بشكل كبير بتغيرات سعر صرف العملة المحلية (الريال السعودي) مقابل العملات الأجنبية، وخاصة الدولار الأمريكي، حيث يتم تداول الأسهم في السوق بالريال السعودي ويتم تحويل الأرباح إلى عملات أخرى. عندما ينخفض سعر صرف الريال السعودي مقابل الدولار الأمريكي، يصبح الاستثمار في السوق السعودي أكثر جاذبية للمستثمرين الأجانب، حيث يتم تحويل الأرباح بعد الاستثمار في السوق إلى عملاتهم الأصلية، وتصبح قيمة هذه الأرباح أكبر في عملاتهم الأصلية، الأمر الذي يزيد من رغبتهم في الاستثمار في السوق.
- 7- تستخدم بعض الأدوات المالية، مثل العقود الآجلة والخيارات، للحد من تأثير تقلبات سعر الصرف على سوق التداول السعودي، وذلك عن طريق تحديد سعر محدد للصرف في وقت معين. ويمكن للشركات والمستثمرين استخدام هذه الأدوات لتقليل المخاطر المترتبة على تقلبات سعر الصرف.

نتائج إختبار الفرضيات:

بعد هذا العرض لأهم النتائج التي تم استخلاصها من خلال معالجة مشكلة هاته الدراسة نأتي الى اختبار فرضيات

البحث التي جاءت في مقدمته و هي كما يلي:

1. فعلى الرغم من أن تقلبات سعر الصرف ليست العامل الوحيد الذي يؤثر على قيمة الأصول المالية في سوق الأسهم السعودي، إلا أنها تعد أحد العوامل الرئيسية التي تؤثر على أدائها. وبما أن العديد من الشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي تعتمد على الاستيراد والتصدير في أعمالها التجارية، فإن تقلبات سعر الصرف يمكن أن تؤثر على تكاليفها وأرباحها، مما يؤدي إلى تغير القيمة السوقية للأسهم التي تتداول في السوق. علاوة على ذلك، فإن تقلبات سعر الصرف يمكن أن تؤثر على شكل عام على الأداء الاقتصادي للمملكة العربية السعودية، حيث تعتبر الصادرات من أهم مصادر الدخل في الاقتصاد السعودي، وبما أن سعر صرف الريال السعودي يتأثر بتقلبات أسعار النفط، فإن التغيرات في سعر الصرف يمكن أن تؤثر على قيمة الصادرات وعلى العائدات المالية الناتجة عنها وهذا ما يؤكد صحة الفرضية الأولى الى حد ما.

خاتمة عامة

2. من الأدوات التي يمكن استخدامها للتعامل مع تقلبات سعر الصرف في الشركات المصدرة للنفط والمشتقات البترولية هي عقود الخيارات وعقود العملات الأجلة والخيارات الأجلة والصكوك المالية، وهذه الأدوات يمكن استخدامها لتقليل المخاطر المالية الناجمة عن تقلبات سعر الصرف. ومع ذلك، فإن تأثير استخدام هذه الأدوات يمكن أن يختلف من شركة إلى أخرى ويعتمد على عدة عوامل، مثل حجم المخاطر المالية التي تواجهها الشركة وقدرتها على تحملها، وكذلك توقعات الأسواق المالية والاقتصادية المحلية والعالمية ومدى تقلبات سعر الصرف و هذا ماتم ذكره في الفرضية الثانية.
3. تعتبر الفرضية الثالثة صحيحة بشكل عام حيث تغيرات سعر الصرف تؤثر على العديد من القطاعات والشركات في السوق السعودي، ويمكن للمستثمرين الذين يتمتعون بفهم دقيق لتأثيرات هذه التغيرات على الأسهم والقطاعات المختلفة أن يستغلوا هذه الفرص الاستثمارية ويحققوا الأرباح.
4. تحسین سياسة الاقتصادية في المملكة العربية السعودية والجهود المبذولة من قبلها، بالإضافة إلى الظروف الحالية، ساعدت المملكة على امتلاك سوق مالي جيد يعكس متانة اقتصادها وقدرتها على المنافسة مع الأسواق المالية الكبرى، مما يؤكد صحة الفرضية التي تفيد بأن المملكة العربية السعودية قادرة على تنمية سوقها المالي من خلال تطبيق سياسة اقتصادية فعالة.

التوصيات المقترحة:

1. على المملكة السعودية او الهيئة المسؤولة تنفيذ سياسات مالية ونقدية متينة وفعالة لتحقيق الاستقرار الاقتصادي والحد من تأثير تقلبات أسعار الصرف. ويمكن تحقيق ذلك من خلال زيادة الاحتياطات النقدية وتنظيم تدفقات رأس المال وتحفيز الاستثمارات الوطنية والدولية.
2. يمكن للحكومة المحلية التعاون مع دول الجوار والمنطقة الإقليمية في القضايا الاقتصادية وتبادل الخبرات والتعاون في تنظيم تدفقات رأس المال وتحقيق الاستقرار الاقتصادي.
3. يجب على المستثمرين تنويع محافظهم الاستثمارية لتقليل المخاطر المالية المرتبطة بتقلبات سعر الصرف عن طريق الاستثمار في مختلف الأصول المالية والأسهم والسندات والصكوك المالية المتاحة في السوق.
4. يمكن تحسین بيئة التنافس في السوق المالي من خلال تعزيز الشفافية والمساواة في الفرص التجارية بين المؤسسات المالية، وتنظيم السوق المالي بشكل فعال وتحفيز الابتكار والتنوع في الخدمات المالية المقدمة. بالإضافة إلى ذلك، يجب على الهيئات التنظيمية المعنية فتح السوق المالي وتسهيل إجراءات تأسيس المصارف الجديدة، بما في ذلك المصارف الأجنبية، ومكافحة الاحتكار والتعامل مع المؤسسات المالية التي تسعى لتحقيق سيطرة كاملة على السوق.
5. الاستفادة من فرص الاستثمار المتاحة و الناتجة عن تقلبات سعر الصرف عن طريق التعرف على الأصول المالية التي يمكن أن تحقق عوائد عالية في ظل هذه التغيرات، ويجب على المستثمرين البحث عن فرص الاستثمار المناسبة واتخاذ القرارات الاستثمارية بحذر.
6. تطوير البنية التحتية في المملكة العربية السعودية وتوفير المزيد من الفرص للاستثمار في القطاعات الأساسية مثل الطاقة والنقل والاتصالات والصناعات الثقيلة، وذلك لدفع عجلة التنمية الاقتصادية في البلاد.
7. تشجيع البنوك المحلية على تقديم خدمات مصرفية أكثر تطوراً وتنافسية، وذلك لجذب المزيد من الودائع المصرفية وتحفيز الاستثمار في الاقتصاد السعودي.
8. تحسین بيئة الأعمال في المملكة العربية السعودية وتوفير التسهيلات اللازمة للشركات الناشئة والمتوسطة والصغيرة، وذلك لتعزيز النمو الاقتصادي وتحقيق المزيد من الاستثمارات والوظائف في البلاد.

قائمة المراجع

❖ قائمة المراجع بالعربية

- 1- موسى سعيد مطر وآخرين المالية الدولية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص 43.
- 2- ريد كامل آل شبيب، المالية الدولية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 37.
- 3- محمد بوشمال، أثر سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الجزائر دراسة تحليلية قياسية مقارنة مع بعض الدول العربية خلال الفترة (1990-2016)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص دراسات اقتصادية ومالية، جامعة زيان عاشور، الجلفة، 2019/2020، ص 10.
- 4- تماضر جابر البشير الحسن، قياس أثر تقلبات سعر الصرف على ميزان المدفوعات دراسة تطبيقية على اقتصاد السودان للفترة (1970-2013)، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 16، العدد 02، جامعة الجوف، المملكة العربية السعودية 2015.
- 5- الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، بدون سنة نشر، ص 235.
- 6- شوقي طارق، أثر تغيرات أسعار الصرف على القوائم المالية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة، جامعة الحاج الخضر، باتنة، 2009، ص 21
- 7- محمد يعقوبي، تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2011/2012، ص 7.
- 8- رشاد العصار، عليان الشريف، المالية الدولية، د ط، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص 54.
- 9- علي سلمان مال الله – دور سعر الفائدة وسعر الصرف الاجنبي في حركة التدفقات المالية الدولية – رسالة ماجستير – كلية الادارة والاقتصاد – جامعة بغداد – 2008، ص 45.
- 10- هوشيار معروف – تحليل الاقتصاد الكلي – دار صفاء للنشر والتوزيع – الاردن – 2005، ص 312.
- 11- شيماء هاشم علي – اثر عجز الموازنة الحكومية على سعر الصرف الاجنبي – رسالة ماجستير – كلية الادارة والاقتصاد – جامعة بغداد – 2008، ص 42.
- 12- احسان حبيب منصور، تحديد سعر الصرف المناسب في البلدان الاقل نمواً - صندوق النقد الدولي - مجلة التمويل والتنمية - المجلد 24- العدد 2- 1984، ص 19.
- 13- علي عباس براهيم أثر تغيرات أسعار الصرف على القوائم المالية في ظل تطبيق المعايير المحاسبية الدولية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف 2011/2012، ص 32.
- 14- وسام ملاك، الظواهر النقدية على المستوى الدولي، دار المنهل اللبناني للطباعة والنشر، بيروت، لبنان ص 207.
- 15- عبد العزيز برنة، تقلبات أسعار الصرف وانعكاساتها على الميزان التجاري - دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، اختصاص تجارة ومالية دولية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، نوفمبر 2016، ص 34.
- 16- علي عباس براهيم، أثر تغيرات أسعار الصرف على القوائم المالية في ظل تطبيق المعايير المحاسبية الدولية، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص محاسبة ومالية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، 2012/2011، ص 32.

قائمة المراجع

- 17- عزي خليفة، سعر صرف الدينار الجزائري بين نظام التثبيت ونظام التعويم المدار وتأثيره على ميزان المدفوعات (1985-2008)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك و تأمينات، جامعة محمد بوضياف، المسيلة، أكتوبر 2012، ص 64.
- 18- عبد الحق بوعتروس، مداخلة بعنوان "تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف"، ملتقى حول إدارة المخاطر واقتصاد المعرفة، الزيتونة الأردنية، الأردن، يومي 16- 10 أبريل 2007، ص 4.
- 19- صلوح محمد العيد آليات تغطية البنوك لمخاطر سعر الصرف باستخدام المشتقات المالية دراسة حالة مجموعة بنك سوسيتي جنرال خلال الفترة (1998-2013)، المجلة الجزائرية للدراسات المحاسبية والمالية العدد، 10 جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2015، ص 44.
- 20- مريم آيت بارة ومحمد صاري، تسيير خطر الصرف في المؤسسة الاقتصادية – دراسة حالة شركة أرسلور ميتال فرع عنابة، مجلة الباحث، العدد 14، جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2014، ص 238.
- 21- د. عبد الرحمان على الجبلاي مصطفى اسطبولي - مجلة التنظيم والعمل المجلد 4، العدد 3 (6) جامعة الجزائر، سبتمبر 2015.
- 22- مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب، القاهرة، 1997، ص 129.
- 23- نواز عبد الرحمن الهيتي، منجد عبد اللطيف الخشالي، مقدمة في المالية الدولية، دار المناهج، عمان، 2007، ص 125.
- 24- سمير فخري نعمة، العالقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات، دار اليازوري، عمان، ص 26.
- 25- سعود جايد مشكور، العامري المالية الدولية، دار زهران، عمان، 2008، ص 159-160.
- 26- سمير فخري نعمة العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات، دار اليازوري العلمية، عمان، الأردن، 2011، ص 22.
- 27- شقيري نوري موسى وآخرون التمويل الدولي ونظريات التجارة الخارجية دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2012، 173.
- 28- محمد زرقاة آثار تقلبات أسعار الصرف على ميزان المدفوعات دراسة قياسية - حالة الجزائر (1990-2014)، مذكرة ماجستير، تخصص اقتصاد قياسي بنكي ومالي جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان 2015/2016، ص 30-31.
- 29- زهرة سيدامر، انعكاسات سياسات صرف الدينار الجزائري على تحقيق الاستقرار النقدي في الجزائر خلال الفترة (1986-2016)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص نقود ومالية، جامعة أحمد دراية أدرار، 2017/2018، ص 35.
- 30- ليندة بلقاسم، أثر تقلبات سعر الصرف على التجارة الخارجية دراسة قياسية حالة الجزائر (1998-2010)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كمي، جامعة الجزائر 03، الجزائر، 2012/2013، ص 27.

قائمة المراجع

- 31-مصطفى بن شلاط** أثر تغيرات سعر الصرف على المتغيرات الاقتصادية في الجزائر"، رسالة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص التحليل الاقتصادي، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير المركز الجامعي بشار 2005 - 2006 ، ص 8 -11.
- 32-محمد راتول** ، الدينار الجزائري بين نظرية اسلوب المرونات و اعادة التقويم"، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا ، جامعة الجزائر ، العدد 4، ص: 241.
- 33-د/ الطاهر لطرش- تقنيات البنوك- ديوان المطبوعات الجامعية - الجزائر (2005) الطبعة الخامسة ص 109.**
- 34- عبد الكريم جابر العيساوي** التمويل الدولي مدخل حديث، الطبعة الثانية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2015، ص 293.
- 35- هجبر عدنان زكي**، أمين الاقتصاد الدولي : النظرية والتطبيقات إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص 63-ص264.
- 36-مجدي محمود شهاب** الاقتصاد الدولي المعاصر، دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2007، ص.247
- 37-منال محمد تيسير** سرور العوامل المؤثرة في سوق العملات الأجنبية - دراسة تطبيقية على مؤشر الدولار الأمريكي، مذكرة ماجستير في الاقتصاد، تخصص الأسواق المالية، جامعة دمشق، سوريا 2014 ، ص 16.
- 38-عزي خليفة**، سعر صرف الدينار الجزائري بين نظام التثبيت ونظام التعويم المدار وتأثيره على ميزان المدفوعات (1985-2008)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية وبنوك وتأمينات جامعة محمد بوضياف المسيلة، أكتوبر 2012، ص 40.
- 39-رحمة خموري**، سياسات سعر الصرف في الجزائر (1962-2010)، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد دولي، جامعة محمد بن أحمد، وهران، 2010/2011، ص 15.
- 40-لخضر عقبي**، ميزان المدفوعات وآثاره على التجارة الخارجية - دراسة حالة بلدان المغرب العربي من 1990 إلى 2009، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص مالية وإدارة أعمال جامعة محمد أحمد، وهران، 2010/2011، ص 115.
- 41-لقمان معزوز**، انعكاسات تقلبات أسعار صرف الدولار على تغيرات أسعار السلع الاستراتيجية الدولية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي جامعة الجزائر ،03 الجزائر، 2015/2016 ، ص ص 146-145
- 42-رقية سهلي**، تقلبات أسعار صرف الدولار وانعكاساتها على عائدات الصادرات النفطية في العشرية الأخيرة لكل من (الجزائر، ليبيا، الإمارات، السعودية دراسة مقارنة أطروحة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، جوان 2017. ص: 36-37.
- 43-محمدي طيب امحمد** وكنوش عاشور معايير وشروط انضمام النقود الدولية إلى النادي المغلق للعملات المرجعية المعتمدة، مجلة اقتصاديات شمال
- 44-افريقيا**، العدد ،17 جامعة حسيبة بن بوعلي الشلف جوان 2017، ص 138.

قائمة المراجع

- 45- عبد الغفور مزيان وأحمد سلامين فعالية السياسات الاقتصادية في الجزائر في ظل العولمة المالية - دراسة تحليلية باستعمال منهج البرمجة المالية للفترة (2000-2022)، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية العدد 03 جامعة قاصدي مرباح ورقلة 2017.
- 46- إسماعيل عبد الرحمن وحربي محمد موسى عريقات، مفاهيم أساسية في علم الاقتصاد - الاقتصاد الكلي، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن، 1999، ص ص : 53- 54.
- 47- خيرة شنتوف وغالية عباس، قياس أثر السياسة النقدية على النمو الاقتصادي في الجزائر، مجلة دفاتر MECAS، المجلد 16، العدد 01، جامعة أبو بكر بلقايد تلمسان جوان 2020، ص364.
- 48- بنين بغداد، تأثير أنظمة أسعار الصرف على النمو الاقتصادي: دراسة قياسية تحليلية لمجموعة من الدول النامية أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة حسبية بن بو علي، الشلف، 2016، ص52.
- 49- دحو بن عبيزة سياسة سعر الصرف والنمو الاقتصادي دراسة قياسية أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص تسيير المؤسسات، جامعة جيلالي ليايس سيدي بلعباس، 2016/2017، ص 70.
- 50- عبود عبد المجيد، أثر تغيرات سعر الصرف على أرصدة ميزان المدفوعات الجزائري دراسة قياسية باستخدام نماذج أشعة الانحدار الذاتي خلال الفترة (1990-2015)، مجلة اقتصاديات المال والأعمال المجلد 01 العدد 04 جامعة عبد الحميد بوصوف ميلة ديسمبر 2017، ص177.
- 51- أمين تمار أثر تقلبات سعر الصرف على الميزان التجاري - حالة الجزائر - للفترة (1986-2015)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص اقتصاد كلي ومالية دولية جامعة لونييسي على البليدة، ص119.
- 52- فتيحة بروبة، وآخرون، دراسة التشغيل، سياسة الإنفاق الاستثماري والنمو من خلال المربع السحري لكالدور معطيات البرامج التنموية للجزائر خلال الفترة 2010-2019، مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، المجلد 12، العدد 02 جامعة حسبية بن بو علي، الشلف، جانفي 2020، ص 108.
- 53- عبد الرحمن علي الجبلاني، أنظمة أسعار الصرف وعلاقتها بالتعويم مجلة التنظيم والعمل المجلد 04 العدد 03 جامعة مصطفى سطمبولي، معسكر، سبتمبر 2015، ص1.
- 54- ب. برنية. وإ. سيمون أصول الاقتصاد الكلي، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1989، ص429.
- 55- عبد الله ياسين دور سياسة سعر الصرف في الرفع من فعالية السياسة النقدية دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية دولية، جامعة محمد بن أحمد، وهران، جوان 2014، ص 72.
- 56- عطا الله بن طيرش، أثر تغير سعر الصرف على تحرير التجارة الخارجية - دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية، جامعة غرداية غرداية 2010/2011، ص 71.
- 57- محمد ترقو، إمكانية تحرير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في ظل اختيار نظام الصرف الأمتل في الجزائر، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي جامعة حسبية بن بو علي الشلف، 2015/2016، ص 77.

قائمة المراجع

- 58-سفيان نوالي، أثر تقلبات سعر صرف الأورو - دولار على التجارة الخارجية للجزائر والمغرب وتونس دراسة قياسية للفترة (2015-1975)، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية تخصص مالية دولية جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان، 2017/2018، ص : 26-27.
- 59-يوسف حسن يوسف الصكوك المالية وانواعها ، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية مصر ، 2014، ص 149-150.
- 60-طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة الدار الجامعية، الاسكندرية - مصر، 2007، ص11.
- 61-سهيل مقابلة، كيف تستثمر بسوق الأسهم حالة سلطنة عمان ، دار الراهة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2012، ص 75.
- 62-عدنان تايه النعيمي وآخرون، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، الطبعة الخامسة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان- الأردن، 2014، ص 218.
- 63-دريد كامل ال شبيب مقدمة في الادارة المالية المعاصرة، الطبعة الأولى، دار المسيرة عمان الاردن، 2007، ص210.
- 64-محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار ، إثراء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2013، ص362.
- 65-طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة الدار الجامعية، الاسكندرية - ، 2007، ص 17.
- 66-طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة الدار الجامعية، الاسكندرية - مصر، 2007، ص17.
- 67-احمد حلمي جمعة معايير التقارير المالية الدولية، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان الاردن، بدون سنة نشر، ص 121.
- 68-فايز سليم حداد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص173.
- 69-مؤيد الفضل، تقييم وإدارة المشروعات المتوسطة والكبيرة - منهج كمي مع دراسة الحالة- ، الطبعة الأولى، دار الوراق للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2009، ص 13.
- 70-طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة الدار الجامعية، الاسكندرية - مصر، 2007، ص34.
- 71-جميل احمد توفيق علي شريف الإدارة المالية، دار النهضة العربية للطباعة والنشر، 1980، ص 385.
- 72-كرار سليم عبد الزهرة وآخرون ، قياس القيمة العادلة للاسهم العادية باستعمال نموذج مضاعف الربحية دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للاوراق المالية - ، مجلة الغري للعلوم الاقتصادية والادارية كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الكوفة العراق، المجلد 09 ، العدد 29 ، ص 193-194 بتصرف.
- 73-دريد كامل ال شبيب، مقدمة في الادارة المالية المعاصرة ، الطبعة الأولى دار المسيرة - عمان - الاردن، 2007، ص 392.
- 74-محمود محمد الداغر، الأسواق المالية -مؤسسات-أوراق - بورصات ، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2005، ص 162-163.
- 75-د.عصام أبو النصر، أسواق الأوراق المالية(البورصة) في ميزان الفقه الاسلامي، دار النشر للجامعات.مصر ص67.
- 76-د.عبد القادر الحمزة، أساسيات البورصة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، 2009 ص 17.
- 77-الزهراء نواصرية، أنواع الأسهم و موقف المشرع الجزائري منها، القانون و المجتمع ص249.

قائمة المراجع

- 78-فتحي زناكي، شركة المساهمة في القانون الوضعي و الفقه الاسلامي، الطبعة الاولى، دار النفائس للنشر و التوزيع الأردن، 1433 هـ/2012م، ص42.
- 79- ط.عز الدين حملة.د عثمان علام أستاذ محاضر "بورصة الجزائر بين الركود و آليات التنفيع Al-riyada for business economics جامعة أكلي محمد اولحاج. الطبعة 4. 2 جوان 2008 ، ص98.
- 80- د.أحمد بن محمد الخليل، الأسهم و السندات و أحكامها في الفقه الاسلامي. الطبعة الاولى. دار ابن الجوزي. المملكة العربية السعودية. محرم 1424
- 81- بن ابراهيم الغالي، بن ضيف محمد عدنان، الأسواق المالية الدولية، تقييم الأسهم و السندات، الطبعة الاولى، دار على بن زيد للطباعة و النشر، بسكرة/الجزائر، 2019 ص189
- 82- اشرف مصطفى توفيق، كيف تتعلم استثمار الأموال؟ ، الطبعة الأولى، دار ايتراك للطباعة و النشر و التوزيع، القاهرة - مصر، 2008، ص 23 .
- 83- سيد سالم عرفة ادارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر و التوزيع، عمان الاردن، 2009، ص 23. 3- جميل احمد توفيق علي شريف، مرجع سبق ذكره، ص 399.
- 84- حمداني زهرة، إشكالية تدويل الخطر المالي وأثره على الأسواق المالية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، علوم التسيير و العلوم التجارية، المدرسة الدكتورالية للاقتصاد و التسيير، جامعة وهران، 2001-2012، ص83.
- 85- رابح أمين المناسبع، "الهندسة المالية وأثرها في الأزمة المالية العالمية لسنة 2007"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، نقود وبنوك، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة الجزائر3، الجزائر، غير منشورة، 2011، ص34.
- 86- سلسلة إضاءات، "المشتقات المالية"، نشرة توعوية يصدرها معهد الدراسات المصرفية، العدد 2، الكويت، 2010، ص2.
- 87- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية "المفاهيم-إدارة المخاطر، المحاسبة"، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، كلية التجارة عين شمس، 2001، ص ص 12-18.
- 88- سميرة محسن، المشتقات المالية ودورها في تغطية مخاطر السوق المالية، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة قسنطينة 2005-2006، ص ص 74-76.
- 89- حليلة بزار، المشتقات المالية ومكانتها في إدارة مخاطر الصيرفة الإسلامية، أطروحة دكتوراه، كلية الشريعة والاقتصاد، جامعة الأمير عبد القادر للعلوم الإسلامية، ص ص 174-178.
- 90- شافية كتاف وذهبية لطرش، عقود المشتقات المالية بين الأهمية الاقتصادية والرؤية الشرعية، مجلة افاق للعلوم جامعة الجلفة، العدد السابع - مارس 2017، ص384.
- 91- أوجين برينغهام، فرويد وينستون، التمويل الإداري، الجزء الثاني، تعريب عدنان داغستاني، أحمد نبيل عبد الهادي، دار المريخ، الرياض، 2003، ص 40.
- 92- جلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، اليازوري، عمان، 2008، ص 212 – 213.

قائمة المراجع

- 93- خالد الحربي، "تقييم الاستثمارات المالية باستخدام نموذج المخاطر والعائد"، مجلة الاقتصاد السعودي، العدد 35، 2017، ص 20.
- 94- إبراهيم العمري، "نموذج المخاطر والعائد: دراسة تطبيقية على قطاع الأسهم في الأسواق المالية العالمية"، مجلة إدارة الأعمال والتمويل، العدد 3، 2019، ص 40-52.
- 95- محمد الشمري، "نموذج المخاطر والعائد: دراسة تحليلية لأداء الأسهم في الأسواق العالمية"، مجلة الاقتصاد العربي، العدد 12، 2018، ص 80.
- 96- عز الدين شرشار. (ديسمبر 2017). صناديق المؤشرات المتداولة الإسلامية ودورها في الرفع من أداء الأسواق المالية الناشئة -حالة سوق الأسهم السعودي للفترة (2010-2016)، مجلة العلوم الإنسانية، (العدد 08).
- 97- فهد الحويمان، المال والاستثمار في الأسواق المالية (فهد عبد الله الحويمان، الرياض، ط2، 2006)؛ ص:488.
- 98- عبد المنعم أحمد التهامي. (2004،2003). دراسات في الأسواق المالية والبورصات. مصر: مكتبة عين شمس.
- 99- محمد بن إبراهيم السحبياني، آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية، (بحث مقدم للمؤتمر العالمي الثالث للاقتصاد الإسلامي، كلية الشريعة والدراسات الإسلامية بجامعة أم القرى بمكة المكرمة)، مارس 2003، ص.ص 47-48.
- 100- سوق الأسهم السعودية تداول (التقرير السنوي لسوق الأسهم السعودية، المملكة العربية السعودية، 2002)، ص ص 54.
- 101- محمد بن إبراهيم السحبياني، آليات نقل حقوق الملكية في الأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 49-50.
- 102- عبد الحميد العمري، نظام تداول الجديد، (مجلة تداول لسوق الأسهم السعودية، المملكة العربية السعودية، العدد 22، 2007، ص ص 15-17).

❖ قائمة التقارير

- 1- السوق المالية السعودية ، العمولة، <http://www.tadawul.com.sa>، (2022/03/27.)
- 2- إجراءات التداول و العضوية ، (<https://www.saudiexchange.sa>)، ص-ص 5-6.
- 3- هيئة السوق المالية، أعمال الرقابة الإلكترونية، (التقرير السنوي، 2022)، ص 154.
- 4- مجلة ارقام (<https://www.argaam.com/ar/article/articledetail/id/1612291>)
- 5- مجلة نظرة عامة على السوق المالية، تقرير السوق المالية للربع الاول من عام 2022 ص 7). (<https://www.saudiexchange.sa>)
- 6- هيئة السوق المالية السعودية، الاستثمار في سوق الاسهم، (10/02/2011)، (<http://cma.org.sa/IA/default.html>).
- 7- تحليل الاستثمارات بالقيمة الحالية الصافية، للكاتب أسامة الدغيم، وهي مقالة منشورة على موقع "الاقتصادية" ويمكن الاطلاع عليها على الرابط التالي http://www.aleqt.com/2012/02/23/article_631441.html

❖ قائمة المراجع بالفرنسية

- 1- Bertrant Nézeys, les politiques de compétitive, édition Economie, Paris, 1994, p 12.
- 2- Zouhair Hambli, Lakhdar marghad, the role of fiscal policy in rationalizing public expenditure in developing countries case study of Algeria (2000-2016), journal of human sciences, volume 05, n° 01, University Larbi Ben M'hidi, Oum el-Bouaghi, June 2018, p 315.
- 3- Rassi F., L'évaluation des actifs financiers et la relation risque-rendement, presses de l'Université du Québec, Québec, 2010, p04.

❖ قائمة المراجع بالانجليزية

- 1- Rosalind Levacic, Alexander Rebmann, macro-economics an introduction to Keynesian-neoclassical controversies, second edition, Macmillan education LTD, London, 1982, p: 04.
- 2- N. Gregory Mankiw, principles of macroeconomics, sixth edition, south-western Cengage learning, USA, 2012, p: 386.
- 3- Anjan Thakor, International Financial Markets: A Diverse System Is the Key to Commerce, center for capital markets competitiveness, winter 2015, p 8, Available on the following link : [http://www.bcci.bg/projects/latvia/pdf/7 Financial markets.pdf](http://www.bcci.bg/projects/latvia/pdf/7_Financial_markets.pdf)
- 4- Rene M. Stulz, should we fear derivatives, Journal of economic perspectives, Vol. 18, No.3, Cambridge, summer 2004, p 16: available on the fillowing link: <http://www.nber.org/papers/w10574.pdf>,
- 5- Brealey, R.A., Myers, S.C., & Allen, F. (2017). Principles of Corporate Finance (12th ed.). McGraw-Hill Education. P 238-250.
- 6- Ross, S.A., Westerfield, R.W., & Jordan, B.D. (2016). Fundamentals of Corporate Finance (11th ed.). McGraw-Hill Education. P239-256.
- 7- An Empirical Analysis of Behavioral Finance in the Saudi Stock Market:Evidence of Overconfidence Behavior, November 2019, By Soleman Alsabban & Omar Alarfaj.
- 8- Damodaran, A. (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (3rd ed.). John Wiley & Sons. P56-70.

قائمة الملاحق

قائمة الملاحق

الملحق رقم (1): اداء المؤشر العام منذ سنة 2005 الى 2021

إغلاق العام	المؤشر العام (نقطة)	التغير (نقاط)	التغير (%)
2005	16713	8507 +	% 104 +
2006	7934	(8779)	(% 53)
2007	11039	3105 +	% 39 +
2008	4803	(6236)	(% 56)
2009	6122	1319 +	% 27 +
2010	6621	499 +	% 8 +
2011	6418	(203)	(% 3)
2012	6801	383 +	% 6 +
2013	8536	1735 +	% 26 +
2014	8333	(203)	(% 2)
2015	6912	(1421)	(% 17)
2016	7210	298 +	% 4 +
2017	7226	16 +	% 0.2 +
2018	7827	601 +	% 8 +
2019	8389	562 +	% 7 +
2020	8690	301 +	% 4 +
2021	11282	2592 +	% 30 +

المصدر: صندوق النقد العربي، اداء أسواق الأوراق المالية، Yearly summary from 2005 to 2021

قائمة الملاحق

الملحق رقم (2): قيم التداولات في السوق السعودية خلال عام 2021 (مليار ريال)

التغير	المعدل اليومي	2021	2020	الشهر
+ 91 %	7.66	160.81	84.38	يناير
+ 243 %	12.29	245.75	71.60	فبراير
+ 149 %	12.64	290.69	116.93	مارس
+ 97 %	8.98	188.57	95.59	أبريل
+ 109 %	8.82	*158.72	75.80	مايو
--	13.40	294.72	**121.77	يونيو
+ 30 %	9.05	144.85	111.39	يوليو
+ 2 %	6.70	154.11	150.41	أغسطس
(45 %)	7.04	147.86	267.45	سبتمبر
(29 %)	7.45	156.50	221.35	أكتوبر
(48 %)	6.06	133.29	258.64	نوفمبر
(37 %)	7.27	160.03	253.35	ديسمبر
+ 22 %	8.94	2235.90	1828.67	الإجمالي

المصدر: صندوق النقد العربي، اداء أسواق الأوراق المالية، 2021

قائمة الملاحق

الملحق رقم (3): الاداء السنوي لتداول السعودية

السنة	الارادات النفطية مليار ريال	الارادات العامة مليار ريال	الانفاق الحكومي (مليار ريال)
2011	1,110.00	702.00	690.00
2012	1,190.00	1,247.00	873.00
2013	180.00	1,131.00	925.00
2014	1,004.00	1,046.00	1,100.00
2015	166.00	715.00	860.00
2016	333.00	528.00	825.00
2017	170.00	696.00	926.00
2018	287.00	783.00	978.00
2019	594.00	927.00	1,059.00
2020	413.00	782.00	1,076.00
2021	562.20	930.00	1,015.00

المصدر: صندوق النقد العربي، اداء أسواق الأوراق المالية، 2011-2020.