

دروس في مادة الأسواق المالية

- الدرس الأول: الإطار المفاهيمي للسوق المالية:

أهداف الدرس:

- التعرف على مضمون السوق المالية والمتعاملون فيها وأهم عقودها؛
- التعرف على أهميتها ووظائفها.

1- تعريف السوق المالية: ينبغي لتعريف السوق المالية تعريف كلمتي سوق ثم مال كما يلي:

1-1- **تعريف كلمة سوق:** السوق في لغة العرب بضم السين مأخوذة من كلمة ساق يسوق سوقا، أي موضع البياعات (السلع)، وسميت السوق بذلك لما يسوق إليها البضائع والأشياء، والسوق في لسان العرب تذكر وتؤنث، والجمع أسواق وتصغيرها سويقة، وعليه فكلمة سوق في اللغة العربية تطلق على مكان جغرافي محدد تباع فيه السلع وتشتري، كما تعرض فيه الأعمال والبضائع.

أما تعريف السوق في الإصطلاح الاقتصادي فيطلق على إسم لكل مكان وقع فيه التبايع بين من يتعاطى البيع، وفي هذا الصدد يقول الاقتصادي الإنجليزي مارشال: "لا يقصد الإقتصاديون بإصطلاح السوق مكانا معيننا تباع وتشتري فيه الأشياء، بل كل الإقليم الذي يكون فيه البائعون والمشترون على إتصال حر، يؤدي إلى مساواة أثمان السلع من نوع واحد بسهولة وبسرعة"، وعليه فإن السوق بالمفهوم الاقتصادي ليس له مكان معين خاص به، بل يكفي وجود صلة بين البائعين والمشتريين سواء كان الإتصال مباشرا أو بأي وسيلة من وسائل الإتصال كالبريد أو الهاتف أو الإنترنت وغير ذلك.

1-2- **تعريف كلمة المال:** يطلق المال في لغة العرب على كل ما يملكه الفرد أو الجماعة من متاع أو عروض التجارة أو عقار أو نقود أو حيوان، وجاء في القاموس المحيط أن المال ما ملكته من كل شيء، والمال يؤنث ويذكر وسمي المال مالا لأنه يميل إليه الناس بالقلوب.

أما إصطلاحا لاسيما في إصطلاح المتعاملين في الأسواق المالية والمختصين في شؤون البورصات، فيقصد به الصورة النقدية (أوراق نقدية وقطع مساعدة أو ما يعرف بالنقود القانونية التي يصدرها البنك المركزي)، لأن جميع الأدوات التي تصدر وتتداول في السوق المالية إنما الغرض منها تحصيل وجمع وبيع الأموال في صورتها النقدية السائلة (تامة السيولة).

بعد تحديد تعريف كلمتي السوق والمال لغة وإصطلاحا يمكن تعريف السوق المالية بأنها الإطار أو المجال الذي يتم من خلاله الإتصال بين الوحدات ذات الفائض التمويلي والوحدات ذات العجز التمويلي من خلال إصدار أدوات مالية معينة وتداولها، ويمكن أن يكون هذا الإتصال مباشرا أو غير مباشر، بعبارة أخرى هي المجال الذي يتم من خلاله إصدار أدوات معينة للحصول على الأموال اللازمة للمشروعات الإنتاجية وغيرها وتتداول هذه الأدوات بغية تحقيق أرباح رأسمالية.

وإستنادا إلى التعريف المقدم يمكننا غطاء بعض الملاحظات المهمة حول مضمون السوق المالية وإختلافها عن باقي الأسواق الأخرى كما يلي:

- موضوع المبادلة في السوق المالية هو المال وبه توصف فيقال السوق المالية وإليه تضاف فيقال سوق المال، وبما أن المال يقصد به الصورة النقدية لا تدخل السلع والعملات وباقي صور المال ضمن نطاق السوق المالية، ويكون الطلب على المال في صورته النقدية لغرض التمويل أو سداد الإلتزامات؛

- تتمثل الوظيفة الأساسية للسوق المالية في جذب وتجميع المدخرات والفوائض من أصحاب الفائض وإتاحتها وفق عقود معينة إلى الوحدات ذات العجز أو الإحتياج المالي؛

- تؤدي السوق المالية وظيفتها من خلال أدوات مالية معينة (الأسهم والسندات) حيث تصدر الجهات المحتاجة إلى المال مثل هذه الأدوات وبيعها للجهات ذات الفائض، فتحصل منها مقابل هذه الأدوات على إحتياجاتها المالية؛

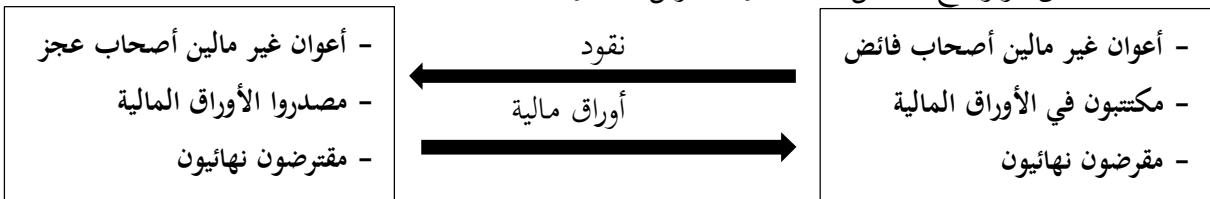
- تطلق السوق المالية على عملية تتكون من مرحلتين، يتم في المرحلة الأولى إصدار الأدوات المالية والإكتتاب فيها لأول مرة (السوق الأولية)، أما المرحلة الثانية فيتم فيها تداول تلك الأدوات (السوق الثانوية)؛

- تتناول السوق المالية الحالات التي يتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية طويلة الأجل (الأسهم والسندات) وتعرف بسوق رأس المال، والحالات التي يتم فيها إصدار وتداول الأدوات المالية قصيرة الأجل كأذونات الخزينة وشهادات الإيداع (السوق النقدية)؛

- ينساب المال في صورته النقدية في السوق المالية من خلال بعض المؤسسات التي تعمل كوسيط بين المجموعتين ويطلق عليها الوسطاء الماليون؛

- السوق المالية تعني التعامل في الأموال (النقود) عرضا وطلبا سواء تم ذلك في أماكن محدد كالبورصات أو بواسطة وسائل الإتصال المختلفة.

2- طرق التمويل في الأسواق المالية: تؤدي السوق المالية وظيفتها بطريقتين من طرق التمويل، الطريقة الأولى تتمثل في التمويل المباشر حيث تعتبر الأسواق المالية المكان المناسب له، عن طريق آلية وساطة السوق التي تتم بواسطة السمسرة أو صناع السوق، ويدور مفهوم التمويل المباشر في التعامل مباشرة بين أصحاب الفائض والعجز دون وساطة مالية، إذ يتحصل أصحاب العجز على الموارد المالية مقابل إصدارهم أدوات مالية مباشرة لصالح أصحاب الفائض، ويوضح الشكل أدناه دائرة التمويل المباشر:



أما الطريقة الثانية فهي التمويل غير المباشر من خلال المؤسسات المالية الوسيطة التي تقوم بتجميع المدخرات ثم تقوم بإستخدامها في تقديم القروض لمن يحتاجها أو شراء أوراق مالية جديدة المصدرة من قبل الوحدات أصحاب

الإحتياج.

3- أهمية ووظائف السوق المالية: يمكن القول أن أهمية السوق المالية تنبع من النقاط التالية:

- تمويل خطط التنمية الاقتصادية عن طريق توفير التمويل اللازم لمختلف المشروعات الإنتاجية؛
- منح التمويل بشروط ميسرة وبتكاليف منخفضة مقارنة بالتمويل عن طريق القروض البنكية؛
- تعتبر مؤشر للحالة الاقتصادية الكلية لأي دولة؛
- تعتبر مكانا ملائما للمستثمرين لتوظيف مدخراتهم والحصول على عوائد؛
- تساعد أو تعمل على التخصيص الأمثل للموارد؛
- تعمل على توفير السيولة للمتعاملين من خلال سهولة تداول الأدوات المالية في السوق الثانوية؛
- تزيد من تدفق رؤوس الأموال الأجنبية من خلال تكاملها وتربطها بالأسواق الدولية؛
- تعتبر وسيلة لتسيير المخاطر لاسيما عن طريق التنوع الفعال؛
- الحد من معدلات التضخم من خلال إمتصاص السيولة وتوجيهها؛

بعد توضيح أهمية السوق المالية نستطيع القول أن السوق المالية لها وظيفتين إحداهما أساسية والأخرى ثانوية

سنشير إليهما في التالي:

3-1- الوظيفة الأساسية: تتمثل في توجيه الأموال المدخرة وتعبئتها لخدمة الاقتصاد الوطني (وظيفة تمويلية)، إلى جانب إتاحة سوق مستمرة للأدوات المالية لإتاحة إسترداد المستثمر لمدخراته وتحقيق عائد (وظيفة إستثمارية).

3-2- الوظيفة الثانوية: تنحصر في الوظيفة الثانوية للسوق المالية في الآتي:

- الحماية من المخاطر لاسيما عن طريق التنوع الفعال؛
 - تنفيذ السياسة النقدية؛
 - عكس أسعار الأوراق المالية توقعات المستثمرين بشأن النشاط الاقتصادي في الفترات القادمة؛
 - توفير تشكيلة متنوعة من أدوات الإستثمار والمفاضلة بينها من حيث العائد والتكلفة؛
 - ضمان السلامة المالية وحماية صغار المدخرين من خلال تنظيم ومراقبة عملية إصدار الأدوات المالية.
- 4- الشروط الأساسية لقيام سوق مالية: ينبغي لقيام السوق المالية بوظائفها المشار إليه أنفا توفر مجموعة من الشروط نوجزها في ما يلي:

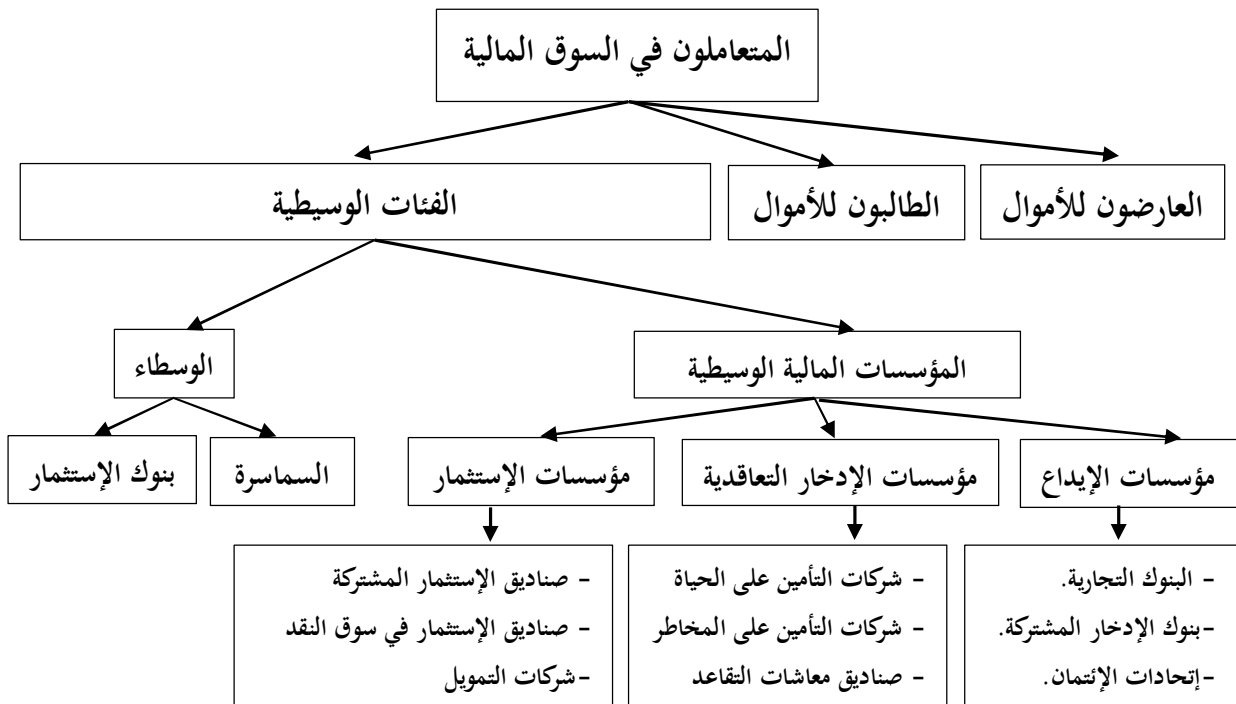
- وجود حجم كاف من المدخرات المالية المعروضة؛
- وجود طاقة إستيعابية مقبولة ومعقولة لإستيعاب رؤوس الأموال المعروضة (توفر مشاريع ذات جدوى إقتصادية ورجحية مجزية)؛

- توفر مؤسسات مالية ومصرفية من كافة التخصصات لتؤدي دورها في كل الإتجاهات؛

- توافر مناخ إستثماري مستقر (إستقرار إقتصادي وسياسي... إلخ)؛

- توافر الحرية الاقتصادية والوعي الاقتصادي والتقنية المناسبة والإفصاح والشفافية؛

- عدم وجود أي رقابة على صرف العملات مع وجود نظام ضريبي مقبول وغير مبالغ فيه.
- 5- **عمليات السوق المالية:** تتمثل في عملية البيع والشراء على الأدوات المالية المتداولة في السوق المالية، ويمكن أن تكون هذه العمليات عاجلة أو آجلة كما هو مبين في الآتي:
- 5-1- **العمليات العاجلة:** تتميز بأنها تتم فوراً حيث يجري دفع الثمن للبائع نقداً وتسليم الأدوات المالية المتداولة موضوع الصفقة مباشرة للمشتري أو خلال فترة قصيرة جداً لا تتعدى يومين على الأكثر، وبشكل عام فإن العمليات العاجلة تمثل الجزء الأكبر من عمليات السوق المالية، ولأنها غالباً ما تحتاج إلى أموال سائلة ضخمة فإنه عامة ما يكون اللجوء إلى هذا الأسلوب في شراء القيم المتداولة غير مرغوب فيه لدى المضاربين المحترفين.
- 5-2- **العمليات الآجلة:** هي عمليات تمنح للمتعاملين إمكانية شراء أو بيع الأدوات المالية المتداولة لآجال مستقبلية، حيث لا يتم دفع الثمن ولا تسلم الأدوات وقت عقد الصفقة بل يتم ذلك بعد فترة متفق عليها مسبقاً تسمى الأجل أو موعد التصفية، والتصفية النهائية للصفقات تأخذ إحدى الشكلين التاليين:
- دفع الثمن وتسليم الأداة المالية بصورة فعلية؛
- تسوية الفرق بين سعري الأداة المالية موضوع الصفقة (السعر عند عقد الصفقة والسعر عند موعد التصفية) وبغية الحد من درجة المخاطرة وأخذاً بمبدأ عدم إلحاق الضرر بأحد المتعاقدين، فإنه يتعين على المتعاملين في السوق الآجلة (خاصة المشتري) بتسديد جزء من قيمة الصفقة فوراً يسمى بهامش الضمان.
- 6- **المتعاملون في السوق المالية:** يمكن تصنيف المتعاملين في السوق إلى ثلاثة فئات يبرزها الشكل التالي:



- 6-1- **العروضون للأموال:** تشمل كل الفئات ذات الفائض المالي كالأفراد والعائلات والمؤسسات الاقتصادية وغيرها ويكون عرضهم للأموال إما عن طريق الإقراض المباشر أو شراء أدوات مالية كالأسهم والسندات.

6-2- الطالبون للأموال: تضم كل الفئات ذات الإحتياج المالي من أفراد وعائلات ومؤسسات وهيئات حكومية إما بواسطة الإقتراض المباشر أو عن طريق إصدار أدوات مالية.

6-3- الفئات الوسيطة: تنقسم حسب ما ورد في الشكل أعلاه إلى:

6-3-1- المؤسسات المالية الوسيطة: تعبر عن تلك الفئات التي تتوسط بين أصحاب الفئات وأصحاب العجز وفقا لعقود معينة تعقدتها مع كل طرف على حدى، يمكن الإشارة لهذه العقود وأنواع المؤسسات المالية الوسيطة في الآتي:

6-3-1-1- العقود المبرمة مع أصحاب الفئات: هدفها الحصول على المال وفق ثلاثة صيغ هي:

أ- عقود الإقتراض: سواء كانت مباشرة أو عن طريق الودائع على اختلاف أنواعها أو عن طريق إصدار أنواع من الأدوات المالية تسمى بالأوراق الثانوية أو الوسيطة القابلة للتداول من ضمنها شهادات الإيداع القابلة للتداول؛

ب- عقود التأمين على الممتلكات والحياة: مثل صناديق معاشات التقاعد؛

ج- عقود الإشتراك: تبرم عن طريق فتح باب المساهمة في الصناديق الإستثمارية المتنوعة.

6-3-1-2- العقود المبرمة مع أصحاب الإحتياج: يتم بموجب تحويل الأموال المستقطبة من أصحاب الفئات إلى أصحاب العجز، وتشمل على نوعين من العقود:

أ- عقد القرض: عن طريق تقديم قروض مباشرة أو شراء سندات دين تصدرها الجهات المحتاجة للمال؛

ب- عقد الشركة: بشراء أسهم تصدرها شركات المساهمة.

6-3-1-3- أصناف المؤسسات المالية الوسيطة: حسب الشكل الوارد في الصفحة السابقة تنقسم هذه الفئة إلى ثلاث أصناف سنشير إليهم أدناه:

أ- مؤسسات الإيداع: تشمل كافة المؤسسات التي تتلقى الودائع من الغير، من أهم هذه المؤسسات نجد كل من:

- البنوك التجارية: هي مؤسسات مالية في شكل شركة مساهمة تقوم بتعبئة الودائع ومنح القروض، ووضع وإتاحة وسائل الدفع تحت تصرف الجمهور وإدارتها، كما يمكنها القيام بمجموعة من العمليات الأخرى ذات ال صلة بنشاطها الأساسي كتأجير الخزائن الحديدية وتقديم الإستشارة والمتاجرة في العملات الأجنبية والذهب وغيرها من الأنشطة، وما يميز هذا النوع من المؤسسات المالية أنها تقوم بمنح القروض أساسا من الودائع المتلقاة من الجمهور لذا يعتبرها القانون المصري بأنها تجار تتاجر بأموال الغير، ولهذا الإعتبار فإنها تخضع لرقابة صارمة من السلطات الإشرافية حتى تحافظ على أموال الودعين.

- بنوك الإيداع المشتركة: مؤسسات مالية مملوكة بالكامل من الودعين، تجمع أموالها من الودائع الإيداعية وشهادات الإيداع وتقوم بتوظيف الجزء الأكبر من أموالها في تقديم القروض والإستثمار في الأوراق المالية خاصة الأسهم العادية.

- **إتحادات الإئتمان:** مؤسسات مالية صغيرة تتكون من عدد من الأعضاء تجمعهم صفة مشتركة مثل العمل في شركة أو جهة حكومية أو التواجد في منطقة سكنية أو جامعة واحدة، تحصل على الأموال من تجميع المدخرات من أعضائها في صورة حصص من رأس المال، وتركز إستثماراتها في تقديم قروض إستهلاكية وقروض إسكان لأعضائها بأسعار فائدة منخفضة عن البنوك التجارية.

ب- **مؤسسات الإدخار التعاقدية:** موضوع نشاطها أساسا يتمحور على التأمين وتتكون من المؤسسات التالية:
- **شركات التأمين على الحياة:** مؤسسات مالية وسيطية تقوم بتجميع أقساط التأمين من الأفراد المؤمن عليهم مقابل دفع مبلغ معين لورثتهم في حال وفاة المؤمن به، وعادة ما تتجمع لديها مدخرات معتبرة فتقوم بإستثمار جزء معتبر منها في شراء الأوراق المالية التي تصدرها الجهات المختلفة

- **شركات التأمين على المخاطر:** تحصل هذه المؤسسات على مواردها المالية من أقساط التأمين على الحوادث المختلفة كالحرائق والسرقة والفيضات والجفاف وغيرها من الحوادث، وهي تتشابه كثيرا مع شركات التأمين على الحياة لكنها تختلف عنها في ارتفاع إحتمال إستنزاف مواردها المالية من جراء تعويض الحوادث، لذا تركز في إستثمار مواردها في الأدوات المالية الأكثر سيولة كأذونات الخزانة.

- **صناديق معاشات التقاعد:** تتمحور مواردها المالية في أقساط معاشات التقاعد المدفوعة من العمال أو أرباب عملهم نظير توفير دخل عند التقاعد، وعادة ما يتم إستثمار هذه الموارد في الأدوات المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات.

ج- **مؤسسات الإستثمار:** تتضمن ثلاثة فئات نتناولها إيجازا في ما يلي:

- **شركات صناديق الإستثمار المشترك:** تتلقى الأموال من المستثمرين من مختلف الفئات وإصدارها مقابل الإكتتاب في أسهم أو شهادات مثبتة، وبذلك فهي شركات مساهمة، ثم تقوم بإستثمار هذه الأموال في محفظة متنوعة من الأسهم والسندات المصدرة من قبل جهات مختلفة، والأرباح المحققة توزعها بين المستثمرين المكتتبين حسب المساهمة في الصندوق.

- **صناديق الإستثمار في سوق النقد:** تشبه شركات صناديق الإستثمار المشترك إلا أن المساهمة فيها تكون عن طريق الودائع، والأموال المجمعة تستخدمها مؤسسات متخصصة (تدير الصندوق) في شراء أدوات مالية من السوق النقدية مع دفع العوائد على هذه الأدوات على المودعين حسب نسبة مشاركتهم.

- **شركات التمويل:** يتركز نشاطها في تقديم القروض الإستهلاكية قصيرة ومتوسطة الأجل للأفراد لشراء السلع المعمرة كالسيارات والثلاجات والأثاث، غالبا ما تنشأ هذه الشركات من قبل الشركات الإنتاجية الكبرى لتمويل مبيعاتها.

6-3-2- الوستاء: يراد بهم الأفراد أو الشركات التي تقوم بالوساطة بمعناها المعروف وهو الجمع بين طرفين أو أكثر لإبرام عقد أو نحوه، وتضم هذه المجموعة نوعين هما:

6-3-2-1- السماسرة: يقومون بشراء أو بيع الأوراق المالية بالوكالة عن غيرهم، وهم لا يعملون لحسابهم الخاص وإنما ينفذون الأوامر الصادرة إليهم من قبل العملاء مع الحصول على عمولة مقابل ذلك.

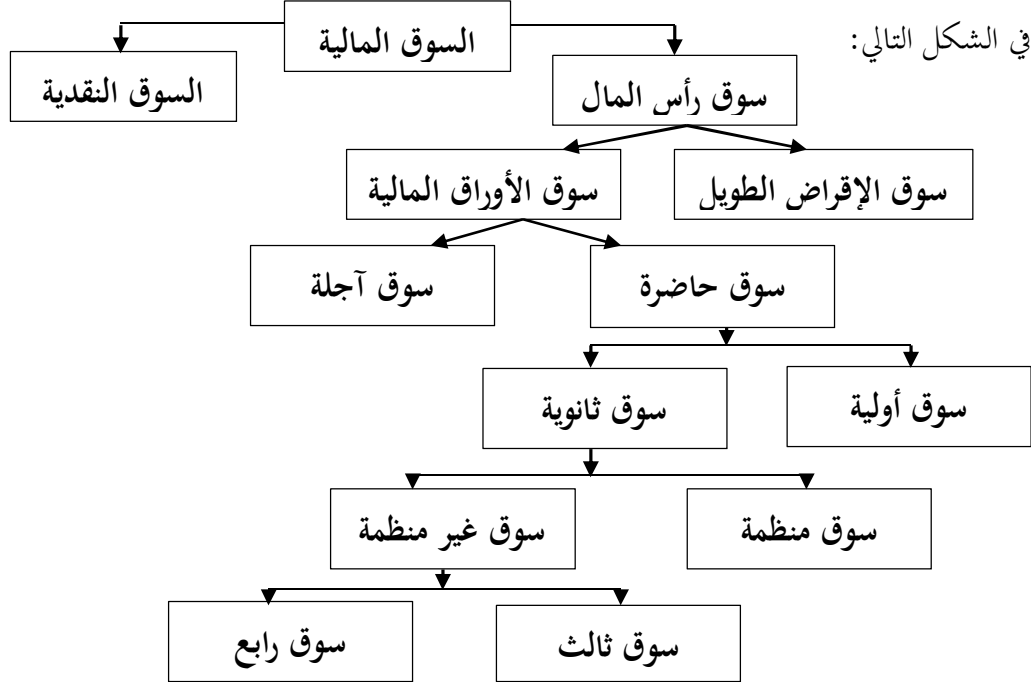
6-3-2-2- بنوك الإستثمار: مؤسسات مالية متخصصة في تسويق الإصدارات المالية الجديدة إما تسويقاً مجرداً مقابل عمولة أو مع ضمان تصريف تلك الإصدارات الجديدة بسعر متفق عليه مسبقاً.

دروس في مادة الأسواق المالية

- الدرس الثاني: أقسام السوق المالية:

أهداف الدرس:

- التعرف على مختلف أقسام السوق المالية وبعض المفاهيم المتعلقة بها؛
 - القدرة على تحديد أوجه الاختلاف والتشابه بين السوق النقدية وسوق رأس المال.
- يمكن تصنيف الأسواق حسب العديد من المعايير، لعل المعيار الأبرز الذي يقسم لنا السوق المالية تقسيماً جيداً يشمل كافة أنواع الأسواق التي تدخل ضمنها هو معيار الأجل أو مدة المعاملات، حيث يتم تقسيم السوق المالية إلى سوق التعامل قصير الأجل (سوق نقدية) وسوق التعامل طويلة الأجل (سوق رأس المال) كما هو مبين في الشكل التالي:



1- السوق النقدية:

1-1- تعريف السوق النقدية: تعرف بالمفهوم الواسع بأنها ذلك الجزء من سوق المال التي يتم فيها تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تتجاوز فترة سدادها عاماً واحداً، وعليه يتم في هذه السوق معاوضة النقود بأشبه النقود، كما تعرف أيضاً بأنها سوق مالية يتم فيها مبادلة السندات القصيرة الأجل مقابل السيولة (النقود)، أما التعريف الضيق للسوق فيحصر التعامل فقط بين البنوك التي تضمن بفضلها هذه الأخيرة تحقيق التوازن اليومي بين آجال العمليات الدائنة والمدينة.

1-2- خصائص السوق النقدية: تتميز السوق ببعض الميزات التي تفرقها بين باقي أصناف السوق النقدية يمكن إيجازها في التالي:

- سوق وطنية يتم فيها تداول أوراق مالية محررة بالعملة الوطنية كما أن تنظيمها يقع على عاتق البنك المركزي؛
- تضم فقط رؤوس الأموال قصيرة الأجل؛

- يتم التعامل فيها أساساً من قبل البنوك التجارية، شركات التأمين والبنك المركزي؛
 - غ ير مجسدة مادياً (ليس لها مكان محدد) حيث تتم الصفقات فيها عن طريق وسائل الإتصال كالهاتف والفاكس وغيرها؛

- درجة المخاطرة فيها منخفضة مقارنة بباقي الأسواق لأن آجال الإستحقاق لا تزيد عن السنة الواحدة؛
 - تتميز الأوراق المالية المصدرة والمتداولة فيها بدرجة عالية من السيولة مقارنة بباقي الأسواق؛
 - عائد الأوراق المالية فيها منخفض لإنخفاض درجة المخاطرة وإرتفاع درجة السيولة.

1-3- أهمية السوق النقدية: تتم التعاملات التي تجري في السوق النقدية العديد من الجهات هي:

- البنك المركزي: تؤمن مختلف عمليات السوق النقدية السيولة النقدية الضرورية لكافة المتعاملين، كما تعتبر وسيلة مهمة لتنفيذ السياسة النقدية من قبل البنك المركزي؛

- البنوك التجارية: وسيلة مهمة للحصول على السيولة لمواجهة الإلتزامات خاصة القصيرة منها كما تعمل على إعادة التوازن اليومي لميزانياتها؛

- المشروعات والمؤسسات المختلفة: وسيلة لتمويل مختلف أنشطة دورة الإستغلال؛

- الأفراد: وسيلة مهمة لتوظيف المدخرات والحصول على القروض الإستهلاكية المختلفة؛

- الحكومة: تغطية نفقاتها الجارية والطارئة التي تتجاوز الإعتمادات الواردة في الميزانية.

1-4- المتدخلون في السوق النقدية: هناك متدخلون رئيسيون وآخرون إضافيون (في السوق النقدية بالمفهوم الضيق) كما هو مبين في الآتي:

- المتدخل الرئيسي: البنك المركزي والبنوك التجارية؛

- المتدخل الإضافي: يتكون من مختلف المؤسسات المالية غير المصرفية كشركات التأمين، صناديق التقاعد، الخزينة العمومية، البنوك المتخصصة، شركات الإيجار المالي وغيرها وعادة ما يرخص البنك المركزي لها ما عدا الخزينة العمومية. ويتدخل المتدخلون في السوق النقدية بثلاث صفات يبرزها الجدول التالي:

دور المقترض	دور المقرض	الدور المختلط
الخزينة العمومية	شركات التأمين، صناديق التقاعد	البنك المركزي والبنوك التجارية

1-5- أقسام السوق النقدية: تنقسم السوق النقدية إلى ثلاثة أقسام هي:

- سوق ما بين البنوك: تخص نشاط المتدخل الرئيسي والإضافي الذين يتبادلون فيما بينهم الفوائض والعجز في السيولة، وتعرف بأنها سوق النقود المركزية؛

- سوق الأصول المالية القابلة للتداول: تشمل هذه السوق نشاط مختلف المؤسسات المالية المصرفية وغير المصرفية يتم فيها تداول مختلف الأصول المالية القابلة للتداول القصيرة الأجل هدفها توفير السيولة والعائد للمتعاملين فيها؛

- السوق النقدية الدولية: تختص في الإقراض والإقتراض بالعملات الأجنبية على المستوى الدولي.

1-6-6- الأذونات المالية المتداولة في السوق النقدية: تنقسم الأدوات المالية المتداولة في السوق النقدية ضمن نوعين العمليات هما:

1-6-6-1- الأذونات المالية ضمن العمليات المضمونة: يقصد بالعمليات المضمونة تلك العمليات التي تتطلب تسليم أدوات مالية معينة مقابل الحصول على قرض، يمكن الإشارة إلى أهمها في ما يلي:

1-6-6-1-1- أذونات الخزينة: عبارة عن أوراق حكومية قصيرة الأجل تصدرها عادة الخزينة العمومية بواسطة المصرف المركزي، تتراوح فترة استحقاقها في الغالب بين ثلاثة أشهر وستة أشهر ويمكن أن يصل تاريخ إستحقاقها سنة واحدة، والهدف من إصدار أذونات الخزينة هو توفير إيرادات مالية للدولة عندما تعجز إيراداتها الإعتيادية عن تغطية نفقاتها ، وتصدر عادة لحاملها ويتم التعامل بها في السوق النقدية على أساس الخصم، حيث أن مقدار الخصم يساوي: مقدار الخصم = القيمة الإسمية × معدل الخصم × (عدد الأيام) / 360 .

أما عائدها فيتمثل في الفرق بين سعر شرائها والسعر الذي يتم الحصول عليه عند تاريخ إستحقاقها (قيمتها الإسمية) وتحتسب قيمة شرائها بالعلاقة الآتية: سعر الشراء = القيمة الإسمية - مقدار الخصم. وتعتبر أذونات الخزينة أكثر الأصول المالية سيولة في السوق النقدية من خلال إمكانية خصمها أو التنازل عليها، ويرجع السبب في ذلك قصر مدتها الزمنية وإصدارها لحاملها، كما أنها عديمة المخاطرة الإئتمانية (مخاطرة عدم الوفاء) وتحقق في الغالب عائد معفي من الضرائب.

1-6-6-1-2- الأوراق التجارية المخصومة: تتضمن كل من السفتجة، السند لأمر وسند الرهن، وهي عبارة عن أوراق تتضمن إلتزاما بدفع مبلغ من النقود يستحق الوفاء بعد وقت قصير لا يتجاوز في المعتاد بضعة شهور (ما بين ثلاثة إلى ستة أشهر)، وهي إصدارات تصدرها عادة المؤسسات ذات السمعة التجارية الحسنة والمكانة الراسخة والمعروفة في المجتمع، يتم تداولها عن طريق التظهير (التوقيع في ظهر الورقة التجارية) في حالة كون الورقة التجارية إسمية، وفي حالة ما إذا كانت لحاملها فإنها تنتقل من طرف لآخر دون الحاجة إلى التظهير، ويقبلها المصرف التجاري كأداة لتسوية الإلتزامات فيقدمها الأفراد والمؤسسات لخصمها نظير حصولهم على سيولة بمقابل تنازلهم عن نسبة معينة من قيمتها أو ما يسمى بسعر الخصم، و تنتظر المصارف التجارية إما تاريخ استحقاق هذه الأوراق أو إعادة خصمها لدى المصرف المركزي والحصول على سيولة لتسوية إلتزاماتها.

1-6-6-1-3- شهادات الإبداع القابلة للتداول: هي أوراق تمثل أداة دين تصدرها المصارف التجارية للمودعين، تعطي لحاملها فائدة سنوية بنسبة معينة (ثابتة أو معومة)، وتسترد قيمتها الاسمية في تاريخ استحقاقها من المصرف الذي أصدرها، وقد كانت هذه الشهادات إسمية وغير قابلة للتداول بين الأشخاص في الو.م.أ قبل سنة 1961، وبعد هذا التاريخ أصبحت تتمتع بإمكانية إعادة بيعها في السوق النقدي ومن هنا جاء وصفها بأنها شهادات قابلة للتداول، وبالتالي أصبحت هذه الشهادات غير شخصية يمكن لحاملها التصرف فيها بالبيع أو التنازل، كما يمكنه الانتظار حتى تاريخ الاستحقاق المدون على الشهادة وإسترداد قيمتها الإسمية، وعادة ما تكون القيمة الاسمية ومعدل الفائدة لتلك الشهادات أكبر من مثليهما للشهادات الشخصية غير قابلة للتداول في السوق، مع ملاحظة أن

معدل الفائدة لكلا النوعين يتناسب طرديا مع تاريخ إستحقاقها. ونظرا لأن تلك الشهادات تعد بمثابة ودائع لأجل لا يجوز استرداد قيمتها من المصرف المصدر لها قبل تاريخ الاستحقاق، فإن السبيل الوحيد للتصرف فيها قبل ذلك التاريخ هو عرضها في السوق النقدي، وعليه تتميز شهادات الإيداع بدرجة عالية من السيولة والأمان لأنها تصدر لحاملها (إمكانية تداولها في السوق النقدي)، بالإضافة إلى ما سبق تدر عائدا يحسب بالعلاقة الآتية:

عائد شهادات الإيداع = القيمة الإسمية (1 + سعر الفائدة × مدة شهادة الإيداع).

1-6-1-4-إتفاقيات إعادة الشراء: تعرف إتفاقية إعادة الشراء بأنها إتفاقية مع مؤسسة مالية والتي يبيع من خلالها مالك الورقة المالية الحكومية تلك الورقة إلى المؤسسة المالية على أن يقوم بشرائها مرة أخرى عادة في يوم لاحق، ويلاحظ من التعريف أن إتفاقية إعادة الشراء يجري إستخدامها دائما على أوراق مالية حكومية ولمدة ليلة واحدة، إلى جانب أن عمليات إتفاقيات الشراء لمدى أطول تمتد فترتها لمدة أسبوعين فقط، والتسمية الشائعة لهذه الإتفاقية في أسواق النقد هي إتفاقية الريبو، كما أنها سميت بإتفاقية إعادة الشراء بالنظر إلى بائع الورقة، بينما إذا نظرنا إلى مشتري الورقة المالية فتسمى معكوس إتفاقية إعادة الشراء أو الريبو العكسي (فالبائع يجري عملية الريبو والمشتري يجري عملية الريبو العكسي) ، وعلى هذا يتبين أن هذا الأخير يعني شراء أوراق مالية أو شراء أوراق مالية أو قابلة للتسييل بسعر محدد مع التعهد ببيعها على من إشتريت منه في تاريخ محدد وسعر محدد يذكر في الإتفاقية، وتتكون إتفاقية إعادة الشراء ومعكوسها من العناصر التالية:

- **الصيغة:** هي إتفاقية التعهد بالشراء أو معكوسها ويختار العاقد أيا من الإتفاقيتين بحسب مركزه، فإذا كان يريد الحصول على السيولة فيبرم إتفاقية تعهد بالشراء وإن كان يريد توظيف السيولة التي عنده فيبرم الإتفاقية العكسية؛
- **البائع (المتمول):** يبيع نقدا ويشترى بالأجل؛
- **المشتري (الممول):** يشترى نقدا ثم يبيع بالأجل؛
- **الأصول المالية:** تمثل عنصر الضمان في الإتفاقية إذ الغرض منها توثيق الدين والغالب أن تكون من الأصول القابلة للتحويل إلى سيولة بسرعة وبأقل كلفة ممكنة ومن أبرز الأصول المستخدمة فيها نجد كل من أذونات الخزينة ، السندات الحكومية وشهادات الإيداع القابلة للتداول.
- **الأجل:** في العادة تبرم لفترات إستحقاق قصيرة الأجل لأن الغرض منها هو إدارة السيولة على المدى القصير؛
- **العائد:** يسمى معدل الريبو ويقصد به الهامش على إتفاقية إعادة الشراء الذي يدفعه البائع، ومعدل الريبو العكسي الذي يحصل عليه المشتري.

وفي الأخير يمكن القول أن هذه الأداة تستخدم لتوفير السيولة العاجلة للمصرف التجاري عن طريق تمويله بقرض مضمون، فالمصرف المحتاج للسيولة يقترض من الطرف الآخر برهن أوراق مالية محل البيع، وقد يأخذ الاقتراض من المصارف التجارية شكل اتفاق إعادة الشراء يبيع المصرف بموجبه أوراقا مالية إلى مصرف آخر، على أن يقوم المصرف البائع (المقترض) بإعادة شراء هذه الأوراق أو أوراق معادلة لها في تاريخ لاحق وبسعر يتم الاتفاق عليه مقدما، وهي بذلك تعتبر شكلا من أشكال الاقتراض بضمان عيني، ومما يؤكد القول بأن إتفاقية إعادة الشراء

تعتبر قرضاً مضموناً أن المعايير المحاسبية الدولية نصت على عدم نقل ملكية الأصل الذي تم بيعه من قائمة المركز المالي للبائع في هذه الأداة.

1-6-1-5- القبولات المصرفية: هي عبارة عن أدوات دين قصيرة الأجل تصدرها الشركات التجارية من 30 يوم إلى 180 يوم، وهي حوالة مصرفية لا تحمل فائدة مضمونة السداد من قبل البنك التجاري الذي تتعامل معه الشركة، حيث يتولى البنك الضامن سداد قيمة الحوالة في حالة عدم تمكن الشركة من دفع قيمتها للمورد، وعليه فهي تمثل أوامر دفع آجلة مسحوبة عن معين بواسطة أحد المصدرين أو المستوردين تحمل ضماناً من البنك الضامن لها يحدث نتيجة ختم الحوالة بكلمة مقبول، وتعتبر بذلك إحدى الأدوات المالية التي نشأت لتسهيل عمليات التجارة الخارجية بين الدول، وإذا ما احتاج المصدر إلى السيولة قبل ميعاد تاريخ إستحقاقها يمكنه بيعها لأي مشتري في السوق النقدية أو لأي بنك على أساس الخصم.

1-6-2- الأدوات المالية ضمن العمليات غير المضمونة: تدعى هذه العمليات بالبيضاء التي تتم دون تسليم أي أداة مالية مقابل الحصول على القرض، في هذه الحالة المفترض في السوق النقدية لا يقدم أي ورقة مقابل الحصول النقود المركزية (السيولة) بل يسجل فقط دينه في جهة خصومه كما يقوم المقرض من جهته بفتح حساب بما يوافق مقدار الدين، هذه التقنية تعتبر فعالة بالنسبة للمعاملات ذات الآجال القصيرة تتسم بالسرعة والمرونة والبساطة تتلخص في التسوية الحسابية للعمليات، كما العمليات الثنائية تحدث عادة إثر مكالمات هاتفية بين مسيري البنوك وتأخذ شكل ترحيلات في سجلات البنك المركزي بدون مبادلة أدوات مالية كما في العمليات المضمونة، وتقوم العمليات البيضاء على أساس الثقة المتبادلة بين المتعاملين.

1-7-7- وسطاء السوق النقدية: يوجد ثلاثة أصناف من الوسطاء على مستوى السوق النقدية لربط الصلة بين أصحاب الفائض في السيولة وأصحاب العجز فيها، سنتعرض إليهم في ما يأتي:

1-7-1- السمسار: تمثل السمسرة عمل مادي يقوم على إيجاد صلة بين طرفين يرغبان في التعاقد نظير أجر معلوم يتم الاتفاق عليه بين الأطراف، ونشاط السمسرة تقتصر دورها فقط في التقريب بين الطرفين دون النيابة عن أي منهما وعليه فهي وساطة قائمة على الإستقلال التام لشخص السمسار لأنه لا يتحمل مخاطر الصفقات التي ساعد في إبرامها، فالسمسرة لا يقدمون أي ضمان بالوفاء في الصفقة المبرمة التي تتم بين الطرفين، بعبارة أخرى لا يتاجرون بإسمهم الشخصي وإنما دورهم التوسط فقط، كما يقومون أيضاً بتقديم معلومات وافية وشاملة ودقيقة للعملاء من أجل التوصل إلى تنفيذ الصفقة بأفضل الأسعار المتاحة في السوق وبسرعة معتبرة، مع الإلتزام بالسرية في عقد الصفقات لأنهم أطراف حيادية في السوق ينحصر دورهم في تقديم المعلومات وتنفيذ الصفقات حسب رغبة العملاء،

1-7-2- بيوت الخصم: تأخذ شكل بنوك ومؤسسات مالية فتقترض من بعض الأطراف من أجل إعادة إقراضها لجهات أخرى سواء بتاريخ الإستحقاق نفسه (يكون الفارق في معدل الفائدة ضئيلاً) أو عند تواريخ إستحقاق مختلفة، بالإضافة للتوسط بين البنوك والبنك المركزي في العديد من التدخلات التي يقوم بها هذا الأخير.

1-7-3- **بيوت القبول**: مؤسسات خاصة بعمليات الإستيراد والتصدير تقوم بقبول أوراق تجارية موقعة مسحوبة على زبائنها، لتأكيد تعهدا بدفع قيمتها عند ميعاد تاريخ إستحقاقها.

1-8- **آجال عمليات السوق النقدية**: تتعامل السوق النقدية أساسا في الإئتمان قصير الأجل، وتشمل جميع أنواع القروض التي تعقد لآجال قصيرة تتراوح ما بين أسبوع وسنة واحدة، ونستطيع القول بأن:

- هناك علاقة عكسية بين درجة تقدم هذه السوق وبين الحد الأدنى لآجال القروض الممنوحة، حيث يصل أدنى حد في الدول المتقدمة إلى يوم واحد؛
- كلما اتسع نطاق التعامل في السوق النقدية كلما تضاعف الحد الأدنى لفترة الإقراض وكلما كانت السوق أكثر حساسية لتغيرات أسعار الفائدة.

1-9- **طرق تدخل البنك المركزي في السوق النقدية**: يتدخل البنك المركزي على مستوى السوق النقدية حسب ثلاثة طرق هي:

- **يوم بعد يوم**: يهدف من خلال تدخله إلى تعديل وضعية خزانة البنوك التجارية وتعديل أو ضبط المعروض النقدي بواسطة إعادة خصم الأوراق التجارية العامة والخاصة؛
- **تقنية المعاش**: آجالها سبعة أيام عن طريق سندات الخزانة لتلبية الإحتياجات أو الإلتزامات غير المتوقعة للبنوك التجارية؛
- **المشتريات الثابتة**: تتم بإستدعاء العروض حسب تقنية المزايدة، بإعلان البنك المركزي رغبته في الشراء النهائي حسب حاجة الاقتصاد إلى السيولة، وحسب العروض المقدمة من قبل البنوك التجارية يحدد السعر والكمية لهذه العملية، والذي يقدم أقل سعر يرسى عليه المزداد.

2- سوق رأس المال:

2-1- **تعريف سوق رأس المال**: تعرف بأنها سوق الصفقات المالية المتوسطة والطويلة الأجل التي تنفذ إما في صورة قروض طويلة الأجل أو في شكل إصدارات مالية (أوراق مالية) طويلة الأجل، أو هو السوق التي يتعامل فيها بالأدوات المالية ذات الأجل المتوسط والطويل التي يزيد إستحقاقها طبعاً عن السنة الواحدة، حيث تشكل الصفقات المباشرة طويلة الأجل من خلال الإكتتاب وتداول الأسهم والسندات التي تعد أهم الأدوات المتداولة في هذه السوق. وسميت سوق رأس المال لكونها الإطار التي يلجأ إليها أصحاب المشروعات والمؤسسات لتكوين رأس المال (الأموال الخاصة) في مشروعاتهم المختلفة.

2-2- **خصائص سوق رأس المال**: تتميز سوق رأس المال بجملة من الخصائص لعل من أبرزها التالي:

- ترتبط خاصة بالأوراق المالية طويلة الأجل (أسهم وسندات)؛
- لها دور فعال في تمويل المشروعات الإنتاجية طويلة الأجل؛
- تعد أكثر تنظيمًا من الأسواق الأخرى لأن المتعاملين به من الوكلاء المختصين؛

- تتميز بارتفاع درجة الربحية والمخاطرة وانخفاض في درجة السيولة؛

2-2- أنواع سوق رأس المال: حسب الشكل الذي يبين تصنيفات السوق المالية، يتضح أن سوق رأس المال

تنجزاً إلى نوعين الأسواق المهمة التي تساعد المشاريع من تكوين رأس الثابت سنحاول التطرق إليهما في الآتي:

2-2-1- سوق الإقراض طويل الأجل: تعبر عن الإطار أو المجال الذي يجمع الجهات التي تتعامل بكافة القروض المتوسطة والطويلة الأجل التي تمول جميع المؤسسات في كل القطاعات زراعية صناعية أو خدمية وهي تدخل في ما يعرف بالقروض الإستثمارية، وهي تخص نشاط المؤسسات المصرفية كالبنوك التجارية والبنوك المتخصصة، ونشاط المؤسسات غير المصرفية كشرركات التأمين، وفي هذه السوق تكون العلاقة مباشرة بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، ويلاحظ أن أبرز نشاط في هذه السوق هو نشاط القروض للمصارف التجارية والمتخصصة (زراعية، صناعية أو عقارية)، الذي يكون في شكل إئتمان مصرفي مباشر، الذي يعني قيام البنك بتقديم مبالغ نقدية فعلية لإستخدامها في تمويل عمليات محددة ومتفق عليها في عقد القرض وكذا نوع الضمان المطلوب، حيث تعمل البنوك فيها على تزويد الأفراد والمؤسسات بالمبالغ النقدية اللازمة، على أن يتعهد المقترض بسداد هذه الأموال والفوائد والعمولات المفروضة عليها دفعة واحدة، أو على أقساط في تواريخ استحقاق محددة، وعادة ما يتم تقديم نوعين من القروض في هذه السوق هما:

- القروض متوسطة الأجل: تتشكل من كل القروض التي تتراوح مدتها بين سنتين وسبع سنوات كحد أقصى وتوجه أساساً لتمويل شراء الآلات والمعدات ووسائل النقل وتجهيزات الإنتاج بصورة عامة وهي بذلك تعبر عن تمويل إستثماري لا تشغيلي، وهناك نوعين من القروض المتوسطة، تتمثل الأولى في القروض المتوسطة غير قابلة للتحويل، أي تلك القروض التي لا يمكن للبنك من تحيّلها إلى سيولة عند الحاجة لأنها غير مضمونة بأوراق مالية، أما النوع الثاني فهي القروض المتوسطة القابلة للتحويل أي التي تضمن بواسطة أوراق مالية متوسطة قابلة للتحويل عن طريق إمكانية إعادة السيولة لها بخصم تلك الأوراق عند مؤسسات مالية متخصصة مع إمكانية إعادة خصمها لدى البنك المركزي؛

- القروض طويلة الأجل: تتلخص في كل القروض التي تزيد مدتها عن سبع سنوات ويمكن أن تصل إلى عشرين سنة توجه إلى تمويل الإستثمارات الدائمة مثل العقارات، ونظراً لضخامة مبالغ هذه القروض وطول مدتها فقد اختصت مؤسسات مالية فيها، تمثلت في بنوك الإستثمار التي تعتمد على مصادر إيدخارية طويلة الأجل (خاصة السندات) وعلى رأسمالها على وجه الخصوص (الكبير نسبياً)، وهي تتعامل مباشرة مع المستفيد متحملة جميع المخاطر المرتبطة بالقرض وتحملها بالضمانات بالدرجة الأولى (الرهن العقاري إضافة إلى الكفالة والرهن الحيازي وأحياناً الكفالة المصرفية).

وتدعم القروض المتوسطة والطويلة الأجل كما أشرنا عادة بتقديم مجموعة من الضمانات التي تكفل للمصرف استرداد أمواله في حالة توقف المقترض عن السداد بدون أي خسائر، وبصفة عامة يمكن اعتبار الضمان تلك الوسيلة

أو الأداة التي تجعل من القرض الرديء جيدا ومن القرض الجيد قرضا ممتازا، وفي العادة إذا ما استلزم القرار الائتماني تقديم ضمان فلا بد أن يراعى مجموعة من المواصفات فيه هي:

- **قابلية التصفية:** أي هناك قابلية كبيرة لتسويقه كما أن الاحتفاظ به لا يمثل تكلفة أو عبئا على البنك، أي يمثل أداة داعمة لحصوله على حقوقه عند الحاجة دون الوقوع في الخسارة؛

- **إستمرار القيمة:** عدم تقلب قيمة الضمان بشكل كبير خلال فترة القرض، وأن لا يكون معرضا للتلف بمرور الوقت؛

- **إمكانية نقل ملكية الضمان:** يتعين أن يتوفر لدى المصرف كافة المستندات القانونية التي تؤكد حق المصرف في استخدام الضمان وتصفيته، لسداد قيمة الإئتمان عند عدم قدرة العميل على التسديد، أي يتوجب أن تكون العميل للضمان ملكية كاملة وليست محل نزاع؛

- **كفاية الضمان:** يتطلب أن يكون الضمان يغطي قيمة الإئتمان والفوائد ومختلف العمولات قدر الإمكان.

لقد سمحت التجارب والعرف البنكي المتولد عنها إلى إيجاد طرق وصيغ لإختيار الضمانات، تتركز هذه الصيغ بالخصوص في الربط بين شكل الضمان المطلوب ومدة القرض، فمثلا إذا كان الأمر يتعلق بالقروض متوسطة وطويلة الأجل، والتي تتميز بأجال تسديد البعيدة والمبالغ الكبيرة نسبيا مع كون أن تطورات المستقبل غير متحكم فيها، فإن البنك في هذه الحالة يركز على الضمانات المتجسدة في أصول ملموسة وذات قيمة، تأخذ شكل رهن هذه الأصول.

واستنادا إلى نوع الأصول أو الموجودات ودرجة الملكية المادية وعلاقتها بالدين الأساسي يمكن التفرقة بين نوعين الضمانات هي:

- **الضمان الشخصي:** يمثل تعهد يقوم به طرف ثالث يسمى الضامن يلتزم بموجبه بالتسديد نيابة عن العميل (المدين) في حالة عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته في تاريخ الإستحقاق، ويتم التمييز عادة بين نوعين من الضمانات الشخصية، النوع الأول يدعى الكفالة وتعرف بأنها إلتزام شخص معين يدعى الكافل لتنفيذ إلتزامات المدين (يسمى الشخص المكفول) تجاه المصرف في حلة عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته عند أجل الإستحقاق، ونظرا لأهمية الكفالة كضمان شخصي ينبغي ان تتوفر على مختلف الجوانب الأساسية للإلتزام والمتمثلة في موضوع الضمان، مدته، الشخص المدين(الشخص المكفول)، الشخص الكافل، أهمية وحدود الإلتزام، أما النوع الثاني فهو الضمان الإحتياطي الذي يعبر عن إلتزام مكتوب من طرف شخص معين (ضامن الوفاء) يتعهد بموجبه على تسديد مبلغ ورقة تجارية أو جزء منه في حالة عدم قدرة أحد الموقعين عليها على التسديد، وعليه يلاحظ أنه شكل من أشكال الكفالة إلا انه يختلف عنها في كونه يطبق فقط في حالة الديون المرتبطة بالأوراق التجارية، بالإضافة إلى كونه إلتزام تجاري بالدرجة الأولى حتى ولو كان مانح الضمان لا يحمل صفة التاجر؛

- **الضمان الحقيقي:** يركز هذا النوع على موضوع الأصل المقدم للضمان، وبالتالي يشمل قائمة واسعة من السلع والتجهيزات والعقارات، والتي تعطى على سبيل الرهن وليس على سبيل تحويل الملكية لأجل ضمان إسترداد القرض،

ويمكن للبنك أن يقوم ببيع هذه الصول عند التأكد من إستحالة مستحقاته، ونظرا لتنوع الأصول التي يمكن أن تكون ضمانا حقيقا فإنها تصنف وفقا للقانون التجاري الجزائري إلى شكلين هما الرهن الحيازي (يضم كل الأدوات، الأثاث، معدات التجهيز، البضائع، القيم المنقولة، الأوراق التجارية، الرهن الحيازي محل التجاري (يشمل كل من المحل التجاري، الإسم التجاري، الحق في الإجازة، الزبائن، الشهرة التجارية، الأثاث التجاري، المعدات والآلات، براءات الإختراع ، الرخص، العلامات التجارية والرسوم والنماذج الصناعية... إلخ)) والرهن العقاري.

2-2-2- سوق الأوراق المالية: هناك عادة ما يتم الخلط بين مصطلح سوق الأوراق المالية ومصطلح البورصة، ولرفع اللبس يمكن القول أن البورصة هي جزء من سوق الأوراق المالية (أنظر للشكل في بداية الدرس)، لمزيد من التوضيح سنتناول النقاط التالية:

2-2-2-1- تعريف سوق الأوراق المالية: هي جزء من سوق رأس المال تمثل شبكة تمويل للمدى البعيد مبنية على إصدار الأوراق المالية من أسهم وسندات وتداولها ما يسمح بتحريك الإدخار القومي الفردي، وتتخذ فيها العمليات شكلين فوري أو عاجل وأجل، فإذا اتخذت السوق شكل العمليات العاجلة تنقسم السوق إلى أسواق أولية و ثانوية وأخرى إحتكارية أما تمت فيها العمليات الآجلة فإنها تصبح سوقا للعقود المستقبلية (المستقبلات، الخيارات والمبادلات).

2-2-2-2- أنواع سوق الأوراق المالية: تنقسم سوق الأوراق المالية إلى:

أ- الأسواق الحاضرة الفورية): هي السوق التي تتم فيها العمليات الفورية التي يجري فيها دفع الثمن للبائع نقدا وتسليم الأدوات المالية المتداولة موضوع الصفقة مباشرة للمشتري أو خلال فترة قصيرة جدا لا تتعدى يومين على الأكثر.

ب- الأسواق الآجلة: هي السوق التي تعقد فيها العمليات الآجلة التي تمنح للمتعاملين إمكانية شراء أو بيع الأدوات المالية المتداولة لآجال مستقبلية، حيث لا يتم دفع الثمن ولا تسلم الأدوات وقت عقد الصفقة بل يتم ذلك بعد فترة متفق عليها مسبقا تسمى الأجل أو موعد التصفية.

2-2-2-3- خصائص سوق الأوراق المالية: تتصف سوق الأوراق المالية بمميزات تميزها عن باقي أنواع السوق المالية يمكن التعرض إليها في الآتي:

- ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، لذا يكون الإستثمار في هذه أكثر مخاطرة وأعلى عائد وأقل سيولة من الإستثمار في السوق النقدية؛

- تتسم بكونها أكثر تنظيما عن باقي الأسواق الأخرى، لأن المتعاملين فيها من الوكلاء المتخصصين مع وجود شروط وقيود قانونية لإصدار وتداول الأوراق المالية فيها؛

- تتطلب وجود سوق ثانوية لتداول الأدوات المصدرة في السوق الأولية لتوفير السيولة؛

- التداول فيها يتطلب توفر مناخ ملائم والمنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

- الإستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات.

3- المقارنة بين السوق النقدية وسوق رأس المال

يمكن تحديد أوجه التشابه والاختلاف بين السوق النقدية وسوق رأس المال ضمن حيشيات الجدول التالي:

سوق رأس المال	السوق النقدية	البيان
أوجه التشابه		
تعدان مجالاً للحصول على الأموال من خلال إصدار الأدوات المالية المختلفة، ويشتركان في تحقيق الوظيفة الأساسية والثانوية للسوق المالية.		
أوجه الاختلاف		
متوسط وطويل الأجل	قصير الأجل لا يتعدى السنة الواحدة	آجال الإستحقاق
أعلى مقارنة	أقل مقارنة	المخاطرة
أعلى مقارنة	أقل مقارنة	العائد
أقل مقارنة	أعلى مقارنة	السيولة
مصارف الإستثمار والشركات المتخصصة في الوساطة المالية، صناديق الإستثمار وشركات التأمين وصناديق التقاعد.	البنك المركزي، البنوك التجارية، المؤسسات المالية غير المصرفية، الوكلاء المتخصصين في التعامل بالأوراق المالية قصيرة الأجل.	المؤسسات المالية العاملة
الأسهم العادية والممتازة والسندات العامة والخاصة	أذونات الخزينة، شهادات الإيداع القابلة للتداول، الأوراق التجارية والقبولات المصرفية وغتفاقيات إعادة الشراء.	الأدوات المالية

دروس في مادة الأسواق المالية

- الدرس الثالث: هيكل سوق الأوراق المالية (الأسواق الحاضرة).

أهداف الدرس:

- التعرف على مختلف أقسام سوق الأوراق المالية الحاضرة وبعض المفاهيم المتعلقة بها؛
 - التعرف على الأدوات المتداولة فيها وتنظيمها.
- بعد تناولنا لمفهوم سوق الأوراق المالية وأنواعها خصائصها سنتعرض في هذا الدرس إلى مختلف أصناف سوق الأوراق المالية الحاضرة، حيث بالنظر إلى الشكل في الدرس السابق (الثاني) تقسم إلى أسواق أولية وثانوية وأسواق إحتكارية وهي الأسواق التي سنتطرق إليها ضمن العناصر التالية:

1- السوق الأولية

1-1- تعريف السوق الأولية: يطلق عليها أيضا سوق الإكتتاب، سوق الإصدار وسوق الإستثمار الحقيقي تعرف بأنها سوق التعامل في الإصدارات من الأوراق المالية الجديدة التي تسمح للوحدات الاقتصادية (مؤسسات وحكومات) بتغطية حاجاتها من رؤوس الأموال طويلة الأجل، كما تعرف كذلك بأنها السوق الذي تنشئه مؤسسة مالية متخصصة تعرض فيه للجمهور لأول مرة أوراق مالية قامت بإصدارها لحساب مؤسسة أو جهة حكومية، يطلق على هذه المؤسسة المتخصصة بنكبير أو بنك الإستثمار أو المتعهد، وإذا كانت السوق الأولية تتسم بالصغر تتولى بعض البنوك التجارية هذه المهمة، ولا يعد بنك الإستثمار السبيل الوحيد لإصدار وتصريف الأوراق المالية الجديدة بل يوجد طريقتان هما:

- الأسلوب المباشر: تقوم فيها الجهة المصدرة للأوراق المالية الجديدة بالإتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تبيع لهم الأوراق المالية المصدرة؛
- أسلوب المزاد: تتبعه عادة الجهات الحكومة كوزارة الخزينة الأمريكية، تتم بمقتضاه دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عروض أو عطاءات تتضمن الكميات المراد شراؤها مع تحديد سعر الشراء، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم الأقل فالأقل.

1-2- أهمية السوق الأولية: مثلها مثل باقي الأسواق المالية تكتسي السوق الأولية أهمية بالغة تتمثل في:

- تجميع وجلب المدخرات المحلية والأجنبية وتوفير فرصة للمستثمرين لتوظيف مدخراتهم؛
- توفير المناخ المناسب لتأسيس شركات المساهمة؛
- تكمن من إعادة تقديم المؤسسات لإحتياجاتها التمويلية لتصحيح الخلل في هيكلها المالية، والتوسع في رأسمالها دون الحاجة إلى الإقتراض.

1-3- وظيفة بنك الإستثمار ضمن السوق الأولية: يعد بنك الإستثمار (تم التطرق إليه سابقا) وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين على ورقة مالية مصدرة جديدة والجهة التي قررت إصدارها، وهو لا يمارس نشاطا بنكيا بالمعنى المتعارف عليه (جلب الودائع ومنح القروض)، ولأجل فهم نشاطه ستناول الآتي:

1-3-1- إختيار بنك الإستثمار: يستند إختيار المؤسسة لبنك الإستثمار على أحد الأسلوبين التاليين:

1-1-3-1- التفاوض المباشر: يكون التفاوض عادة بين المؤسسة المصدرة وبنوك إستثمار ذات خبرة سابقة في التعامل معها، كما أن بنوك الإستثمار تتخصص عادة في تصريف الأوراق المالية لمؤسسات بعينها، ويخدم هذا الأسلوب مصالح الشركة المصدرة لأن بنك الإستثمار يخصص وقتا أطول ومجهودا معتبرا لوضع برنامج متكامل لتسويق الإصدار كما ينطوي هذا الأسلوب على جودة في تقديم الخدمة من قبل بنك الإستثمار لاسيما من زاوية تقديم النصح والمشورة

1-1-3-2- أسلوب العطاءات: يتنافس في ظل هذا الأسلوب عدد من بنوك الإستثمار لأجل تصريف الأوراق المالية لمؤسسة ما، ويتم إختيار البنك على أساس التكاليف التي تتحملها المؤسسة المصدرة، ففي حالة السندات يتم إختيار البنك الذي يتضمن عطاءه أقل معدل كوبون ممكن، أما في حالة الأسهم فيختار البنك على أساس السعر الذي يدفعه البنك لشراء الإصدار أو على أساس نسبة الإصدار التي يضمن تصريفها.

1-3-2- مهام بنك الإستثمار: يقوم بنك الإستثمار بأربع مهام رئيسية هي:

- تقديم النصح والمشورة بشأن حجم الإصدار الجديد ومدى ملائمة توقيته ووجود وسائل تمويل بديلة ملائمة؛
- القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة، حيث لا يتم تسويق الإصدار الجديد إلا بعد طلب تسجيل يقدم إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة التي يقع على عاتقها مسؤولية التأكد من أن البيانات الموضحة بالطلب كافية للحكم على مدى جودة الإصدار،
- التعهد بتصريف كل أو حد أدنى من الكمية المقرر إصدارها، حيث قد يدفع البنك تسييقا للجهة المصدرة أو يقتصر تعهده على بذل أقصى جهد لتصريف الإصدار دون أن يلتزم بتصريف قدر معين منه، كما يمكن أن يقوم بنك الإستثمار بمهمة وكيل للبيع بعرض الإصدار الجديد على حملة الأسهم الحاليين؛
- التوزيع الفعلي للإصدار سواء يبيعه للجمهور أو لعملاء البنك.

1-4-4- طرح الأوراق المالية في السوق الأولية: يقصد بطرح الأوراق المالية طريقة بيع (الإكتتاب) الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية، في هذا الصدد يوجد طريقتان هما:

1-4-4-1- الطرح العام: يمثل بيع الأوراق المالية المصدرة لعامة الجمهور، تتميز هذه الطريقة بما يلي:

- تتيح للمؤسسين تنوع محفظة الأوراق المالية الخاصة بهم لأن أيس إصدار جديد يمكن بيعه لمستثمرين آخرين؛
- تحديد قيمة سوقية عادلة للورقة المالية يمكن من تقدير القيمة السوقية ذاتها؛
- إنخفاض تكلفة الأموال وسهولة تصريف الإصدار؛
- عند تحول الشركة من الطرح الخاص إلى الطرح العام لأول مرة (يطلق عليه الطرح العام لأول مرة) فإن الأوراق المالية المطروحة تحظى بجاذبية خاصة لدى المستثمرين نظرا لعدم وجود عمولة سمسة، كما أن الورقة المالية المباعة عادة ما تباع بأقل من قيمتها السوقية.
- تكاليف الطرح العام تكون ثابتة لا ترتبط بحجم المؤسسة.

1-4-2- الطرح الخاص: يعبر عن بيع الأوراق المالية المصدرة إلى ملاك المؤسسة الحاليين إضافة عدد معروف وقليل من الملاك الجدد، وتتصف هذه الطريقة أيضا بما يلي:

- تجميد ثروة الملاك وعدم تنويع محافظتهم لأنهم يضطرون إلى الإستثمار في المؤسسة واحدة؛
- عدم وجود إلتزام بنشر المعلومات التي تطلبها لجنة الأوراق المالية مما يضفي السرية على أنشطة المؤسسة وتوفير تكاليف نشر المعلومات؛
- يترتب على هذا الطرح صغر عدد المساهمين مما ييسر على الإدارة إتخاذ القرارات؛
- تكلفة التحول من الطرح العام إلى الطرح عادة ما تكون مرتفعة؛
- يمثل الطرح الخاص وسيلة تسويقية للمؤسسات الصغيرة لطرح أوراقها نظرا لأن أوراقها لا تحظى بجاذبية من قبل المستثمرين؛
- التكاليف الإجمالية للإصدار عادة ما تكون أقل في حالة الطرح الخاص.

2- السوق الثانوية:

2-1- تعريف السوق الثانوية: هي السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية بعد إصدارها أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الإستثمار (المصدرة في السوق الأولية)، وبالتالي فهمي سوق لإعادة بيع الأوراق المالية وحصول المستثمرين فيها على عوائد مع إمكانية الحصول على سيولة عند إحتياجهم لذلك، تدعى أيضا بسوق التداول لأنها سوق المتاجرة بالأوراق المالية بغرض تحقيق الربح من فروق الأسعار، وتجري التعاملات في السوق الثانوية بين كل المتعاملين مع الجهات المصدرة للأوراق المالية (لا تحصل فيها أبدا الشركات المصدرة للأوراق المالية على تمويل إضافي) غير أن الجهة المصدرة لاسيما المؤسسات الإنتاجية تستفيد من قيد أوراقها في السوق الثانوية بكسب شهرة الأمر الذي ينعكس على ارتفاع مبيعاتها، وإمكانية الحصول على قروض بعد عرض قوائمها المالية، وعادة ما يتم التعامل في السوق الثانوية داخل أسواق منظمة لها مكان وتنظيم محدد أو أسواق غير منظمة.

2-2- أقسام السوق الثانوية: تحتوي السوق الثانوية ضمن سوق الأوراق المالية على نوعين من الأسواق:

2-2-1- السوق المنظمة: يطلق عليها العديد من التسميات مثل البورصة، سوق المزاد، السوق الرسمية، تتميز بأن لها مكان محدد يلتقي فيه المتعاملين لبيع أو شراء ورقة مالية مسجلة وهي بذلك سوق مستمرة ثابتة المكان لها مواعيد عمل محددة يغلب أن تكون يومية، يتم فيها تداول الأوراق المالية عن طريق وسطاء وفقا للوائح ونظم ثابتة، كما تدار بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق، ولفهم طبيعة السوق المنظمة او البورصة سنقدم بعض المفاهيم وفق التسلسل التالي:

2-2-1-1- أنواع السوق المنظمة: يندرج ضمن السوق المنظمة عدة أشكال تتلخص في:

أ- الأسواق المركزية: يقصد بها تلك الأسواق التي يتعامل فيها بالأوراق المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية بغض النظر عن الموقع الجغرافي للشركة المصدرة لتلك الورقة.

ب- أسواق المناطق (المحلية): تتعامل عادة في الأوراق المالية المتبقية غير المسجلة في الأسواق المركزية، وهي أوراق مالية تعود لمؤسسات صغيرة ضمن النطاق الجغرافي للمؤسسة أو في المناطق القريبة منها.

2-2-1-2- إدارة الأسواق المنظمة: توجد هناك العديد من الهيئات أو اللجان التي تسهر على السير الحسن للأوراق المالية للأسواق المنظمة (البورصة) والتعاملات بين الأطراف المتعاملة فيها:

أ- اللجنة العليا: تعتبر اللجنة العليا أحد التنظيمات الرئيسية للأسواق المنظمة، فتتكون من مكتب لجنة البورصة ولجان فرعية ومجموعة أعضاء يختلف عددهم وطريقة تعيينهم من بورصة لأخرى، تناط للجنة العليا مجموعة من المهام تتمثل في:

- الإشراف على سير عمل البورصات والعمليات الجارية فيها؛
- تنفيذ القوانين واللوائح المنظمة للبورصة ومراقبة ومتابعة مدى التزام الأعضاء فيها؛
- وضع حد أدنى وأعلى لأسعار الأوراق المالية في حدوث عوامل مؤثرة بشكل كبير على الأسعار؛
- القيام بدور السلطة التأديبية على جميع المتعاملين في السوق؛
- قبول السماسرة للعمل لصالح العملاء.

ب- اللجان الفرعية: تختلف تسمية هذه اللجان من سوق منظمة لأخرى لكن تبقى متشابهة في المهام الموكلة إليها، من ضمن هذه اللجان الفرعية نجد كل من:

- مكتب لجنة البورصة: يساعد اللجنة العليا في القيام بعملها وتنفيذ مهام العمل الإداري وتنظيم أعمال اللجنة وتحديد جدول الأعمال؛

- لجنة التأديب: تحال إليها المخالفات والتجاوزات التي ترتكب أثناء سير جلسات البورصة، بالإضافة إلى النظر في الشكاوي التي ترفع إليها؛

- لجنة التحكيم: تحال إليها المنازعات التي تحدث بين أعضاء البورصة والوسطاء والمندوبين الرئيسيين لبيت فيها؛

- الجمعية العامة: يرأسها رئيس لجنة البورصة (اللجنة العليا) تتم على مستواها المصادقة على الميزانية المقدمة وحسابات الإيرادات والنفقات وإبداء الآراء في جميع المسائل المتعلقة بالبورصة، ويتم إصدار القرارات فيها بأغلبية الأصوات؛

- مندوب الحكومة: تكون مهمته مراقبة تنفيذ القوانين واللوائح ويحضر كافة إجتماعات الجمعية العامة ولجنة البورصة ولجنة التأديب ولجنة التحكيم، ويحق له الاعتراض على جميع قرارات الجمعية العامة وجميع اللجان الفرعية إذا كانت مخالفة للقوانين واللوائح؛

- لجنة المقاصة: تختص بتسوية كافة المعاملات المبرمة؛

- لجنة التسعير: تسهر على تحديد جدول الأسعار ونشره في وسائل الإعلام المختلفة؛

- لجنة قيد الأوراق المالية: تقوم بقبول أو رفض طلبات المؤسسات المصدرة للأوراق المالية الراغبة في تسجيل أو

درج أوراقها في جدول التسعير وفقا للمعايير والشروط الموجودة في اللائحة العامة؛

- لجنة السماسرة: تعمل على قبول السماسرة وفقا لشروط المحددة في قوانين ولوائح البورصة.

2-2-1-3- نظام تشغيل الأسواق المنظمة: يتكون نظام تشغيل البورصة من العناصر الآتية:

أ- صالة التداول: تعرف كذلك بالمقصورة وهي مكان يبنى في شكل مدرج، تعينه لجنة البورصة لتنفيذ أوامر البيع و الشراء التي يتلقاها السمسار من عميله، يحرم قطعيا على الأفراد دخول المقصورة نظرا لدقة العمليات التي تتم بها، و لا يجوز تنفيذ الأوامر في مكان آخر غير المقصورة.

ب- الوسطاء: تم تحديد تعريف الوسيط في الدرس الثاني السابق عند تناول وسطاء السوق النقدية، وهو لا يختلف عنه في السوق المنظمة باعتبارهم أشخاص يقومون بالتفاوض بين طرفين أو أكثر لعقد صفقة أو إبرام إتفاقية، وهم أشخاص ذو مؤهلات ومواصفات معينة، تتلقى أوامر العملاء بالبيع أو الشراء للأوراق المالية وتقوم بتنفيذها مقابل عمولة محددة باللائحة ويمكن أن يمارسوا مهنتهم منفردين أو متضامنين في شركة وساطة أو سمسرة، و بما أن مهنة الوساطة أو السمسرة هي مهنة قانونية وضعت إدارة البورصة قواعد ولوائح لتنظيم هذه المهنة، حيث يشترط أن يتوفر في الوسطاء ما يلي:

- الأهلية القانونية: كالجنسية، وسن العمل وغير ذلك؛

- النزاهة التجارية: كعدم إشهار إفلاسه وعدم إدانته بجناية أو تزوير أو مخالفة لقوانين النقد... إلخ؛

- الكفاءة المالية: يكون لديه رأس مال نقدي لا يقل عن المبلغ الذي تحدده البورصة لأجل ضمان المبالغ التي تكون مطلوبة منه للعملاء أو للجنة البورصة؛

- الكفاءة الفنية: ينبغي حصوله على حد أدنى من التعليم وإثبات خبرته في مجال سوق الأوراق لمدة لا تقل عن حد معين؛

- الشروط الإجرائية: يتعين اجتياز مجموعة من الإختبارات الكتابية والشفوية والحصول على نسبة محددة من أصوات لجنة البورصة في الإقتراع السري، ودفع رسم وتقديم كفالة مالية أو شخصية.

ويقوم الوسيط أو السمسار إلى جانب تنفيذ أوامر العملاء بمجموعة من الوظائف الثانوية المهمة الأخرى هي:

- تقديم المشورة والنصح لعميله في السوق؛

- إرسال الأوراق المالية إلى مختلف الشركات لتسجيل إسم المشتري الجديد وافتصال بالجهات المختصة لتقسيم الأوراق المالية للعملاء؛

- الإكتتاب نيابة عن العملاء في الأوراق المالية الجديدة والتفويض في عمليات الشراء والبيع للعملاء الذين يملكون محافظ الأوراق المالية لدى البنوك؛

- حفظ أسرار العملاء بعدم إعطاء أي معلومات عنهم لأية جهة كانت؛

- إتمام الصفقات عند نقض العميل للعقد للإستقرار المعاملات.

ويعاون الوسيط عدد من المساعدين يتمثلون في الأشخاص الآتية:

- المندوب الرئيسي: مستخدم يعمل بأجر من قبل الوسيط، يعاونه في تنفيذ الأوامر داخل المقصورة ولا يجوز له العمل إلا باسم الوسيط أو السمسار الذي يتبعه وتحت مسؤوليته، ولا يمكن له أن يكون طرفا في العمليات التي يعقدها السمسار ولا يعمل لحسابه الخاص؛

- المسلم: أداة إتصال بين العميل والسمسار، يتلقى الأوامر من العملاء ويبلغها للسمسار المقيد عنده مقابل عمولة لا تتجاوز نصف المحصل من عمولة العمليات المعقودة بواسطته لأنه لا يعمل بصفة مستمرة ودائمة، وهو مسؤول عن العمليات التي يتوسط فيها، ولا يحق له عقد صفقات لحسابه أو لحساب أحد أقاربه حتى الدرجة الرابعة أو لحساب شريك في بيت السمسرة المقيد عنده، ولا يسمح له مزاوله عمله إلا بعد دفع تأمين لدى شركة السمسرة كضمان، ولا يجوز سواء للمسلم أو المندوب أن يجمع بين الصفتين ولا يحق لهما أن يعملوا في أكثر من بيت سمسرة.

- صانع السوق: هم وسطاء وتجار في البورصة حيث يقومون بعد حصولهم على الترخيص من البورصة بالمحافظة على توازن السوق وإستمراريته، فهو مشتر عندما يكون السمسار بائعا والعكس صحيح، ما يترتب على ذلك تدفق السيولة إلى السوق والمحافظة على التوازن بين العرض والطلب؛

- شركات المقاصة والتسوية: تقوم هذه الشركات بدور مكمل لعمل الوسيط أو السمسار في إتمام صفقات التداول، حيث تقوم بإستلام وتسليم الأوراق المالية وتسوية المراكز الناتجة عن عمليات التداول بين الأطراف المتعاملة والمقاصة فيما بينها، والفظ المركزي للأوراق المالية.

ج- طرق التداول في البورصة: يتم التوصل إلى سعر تنفيذ الصفقة بين المتعاملين في الأوراق المالية بإحدى الطريقتين:

- **طريقة المفاوضة:** يعلن فيها أسعار البيع والشراء لكل وسيط ثم يتفاوض بين البائع والمشتري حتى الاتفاق على سعر التنفيذ، وتمكن هذه الطريقة من التحديد العادل لسعر للورقة المالية؛

- **طريق المزايمة:** يتم التزايد على السعر حتى الاتفاق على أحسن سعر للمشتري لتعلن الأسعار وينتهي التداول بعد عقد الصفقة وتسوى الصفقة فعليا (تسليم وإستلام) وتظهر هذه العمليات ضمن حجم التداول.

2-2-1-4- شروط تسجيل الأوراق المالية في البورصة: تضع غالبا البورصات شروطا معينة لتسجيل الأوراق المالية لكي يسمح لها بالتداول، فمثلا في بورصة نيويورك تضع خمسة شروط هي:

- أن لا يقل صافي الربح قبل الضريبة في السنة المالية الماضية عن 2,5 مليون دولار وأن لا يقل عن 2 مليون دولار في السنتين الماليتين على تلك السنة المالية؛

- أن لا تقل الأصول الثابتة أو الملموسة عن 18 مليون دولار أمريكي؛

- أن لا تقل القيمة السوقية للأسهم عن 18 مليون دولار أمريكي؛

- أن يملك الجمهور حصة في رأس المال لا تقل عن قيمتها عن 1,1 مليون دولار أمريكي؛

- أن يوجد 2000 مساهم على الأقل يملك كل منهم 100 سهم فأكثر؛

بالإضافة إلى هذه الشروط تفرض بورصة نيويورك شروطا مكاملة هي:

- أن تكون للمنشأة مكانة على المستوى القومي؛
 - أن تكون للمنشأة مكانة جيدة ومستقرة على مستوى الصناعة التي تنتمي إليها؛
 - أن تنتمي المنشأة لصناعة لها فرصة النمو والتوسع.
- وإذا ما لوحظ أن إقبال المستثمرين على الورقة المالية المسجلة قد إنخفض إنخفاضاً محسوساً ولم يعد الطلب عليها يتزايد يحق لإدارة البورصة إلغاء التسجيل، وبمجرد قبول تسجيل الورقة المالية في البورصة يصبح لزاماً على المؤسسة أو المنشأة المصدرة للورقة القيام بما يلي:
- الحصول على موافقة لجنة الأوراق المالية والبورصة؛
 - نشر تقرير ربع سنوي عن أرباحها؛
 - نشر حساباتها الختامية السنوية؛
 - إمتناع العاملين بها عن التعامل بتلك الأسهم على أساس البيع بالمكشوف.
- هذه الشروط المشددة السالفة الذكر تتيح للمؤسسة أو المنشأة المسجلة للورقة المالية عدة مزايا نوجزها في التالي:
- التسجيل يعد في حد ذاته إعلاناً مجانياً للشركة حيث يعطي انطباعاً إيجابياً عن المركز المالي لها، مما يسهل عليها الحصول على ما تحتاجه من موارد مالية بتكلفة منخفضة؛
 - تشجيع المستثمرين على التعامل بالأوراق المالية المسجلة؛
 - تعظيم القيمة السوقية للأوراق المالية المسجلة.
- 2-2-1-5- عضوية البورصة:** يشار إلى عضوية البورصة إلى المقاعد المخصصة وهي غير مجانية إذ ينبغي دفع مبلغ كبير للحصول عليها، وللعضو الحق في التصويت لانتخاب مجلس المحافظين، كما أن له الحق أن يتنازل عن عضويته لشخص آخر تتوافر فيه الشروط المطلوبة، يوجد خمسة أصناف من الأعضاء يمكن الإشارة إليهم في الآتي:
- أ- السماسرة الوكلاء:** يعمل كوكيل لأحد بيوت السمسرة كما قد يعمل لحسابه الخاص وتسيطر بيوت السمسرة على السمسار الوكيل بطريقتين:
- الطريقة المباشرة: تكون عن طريق إقراض السمسار الوكيل رسم العضوية ويظل القرض قائماً دون الحاجة إلى سداد قيمته طالما ظل السمسار في خدمة بيت السمسرة؛
 - الطريقة غير المباشرة: تستخدمها بيوت السمسرة الضخمة (ضخامة حجم معاملاتها) بشكل يجعل خدماتها موضعاً للمنافسة بين هؤلاء السماسرة، خاصة إذا علمنا أنه بإمكان بيوت السمسرة اللجوء إلى سمسرة الصالة لتنفيذ معاملاتهم؛
- ب- سمسرة الصالة:** يطلق عليهم سمسار السمسرة يقدمون الخدمة لمن يطلبها ويدفعون رسم العضوية من أموالهم الخاصة وفي فترات الذروة يمكن أن يقدموا خدماتهم للسمسرة الآخرين داخل السوق مقابل جزء من العمولة.
- ج- تجار الصالة:** يدعون بالمضاربون أو التجار المسجلون يدفعون رسم العضوية من أموالهم الخاصة ويعملون لحسابهم الخاص فقط على أمل تحقيق أرباح.

د- المتخصصون: يتخصصون في التعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة من الأوراق المالية، يدفعون رسم العضوية من أموالهم الخاصة، ويجدد مجلس المحافظين المكان الذي يعمل فيه كل متخصص ويجمع نشاط المتخصص بين نشاط السمسرة والإتجار.

هـ- تجار الطلبات الصغيرة: يقصد بهم التجار الذين يقومون بشراء أوراق مالية في طلبات بكميات كبيرة (100 ورقة أو مضاعفاتهما) ثم البيع لمن يريد الشراء بكميات صغيرة (أقل من 100 ورقة) ويتقاضون على ذلك عمولة أكبر بالقياس بغيرهم من التجار.

2-2-1-6- أوامر البورصة: تمثل معلومات الصفقة الصادرة عن العملاء والمتلقاة من السماسرة لأجل تنفيذها فقط دون التغيير فيها، ويتبع الأمر طبيعة الصفقة فإذا كانت الصفقة الواردة من العميل إلى السمسار هي بيع فإن الأمر يكون أمر بيع والعكس صحيح في حالة أمر شراء، وقد تكون الأوامر كسرية أو غير كسرية:

- **الأوامر الكسرية:** يشمل فيها الأمر على 100 ورقة أو مضاعفاتهما (200، 300... إلخ)؛

- **الأوامر غير الكسرية:** ينطوي فيها الأمر على أقل من 100 ورقة، وإذا ما احتوى الأمر على 425 ورقة يعامل حينئذ كما لو كان أمرين كسري 25 ورقة وأمر غير كسري 400 ورقة.

وعادة ما تكون تكلفة التعامل في الورقة داخل الكمية الكسرية أعلى من الكمية غير الكسرية وتقسم الأوامر إلى أربع مجموعات هي:

أ- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: هي الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفاصل في تنفيذ الصفقة من عدمه، تشمل على:

- **أوامر السوق:** بمقتضى هذا الأمر يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة، ونظرا لأن الأمر لا يتضمن سعرا معينا فان الصفقة عادة ما تنفذ في دقائق محدودة وبأفضل سعر يمكن أن يجرى عليه التعامل، من عيوبه أن العميل لا يمكن أن يعرف السعر الذي تنفذ به الصفقة إلا عند إخطاره به، لكن حالة الأمر بالشراء بسعر السوق فانه يعني الشراء بأقل بينما أمر السوق بالبيع يعني البيع بأعلى سعر يجري التعامل به.

- **الأوامر المحددة:** يضع العميل سعرا معينا لا تنفذ الصفقة عند سعر سوق أقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع، وعادة ما يضع المستثمر حدا أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر، وعلى عكس أمر السوق فان المستثمر يكون على دراية مسبقة بقيمة الصفقة، ويعاب على هذه الطريقة عدم إمكانية تنفيذ الصفقة في حالة عدم تساوي سعر السوق مع السعر المحدد أو بسبب قاعدة الأمر الوارد أولا ينفذ أولا.

ب- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ: يقصد بالأوامر المحددة لوقت التنفيذ تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفاصل في تنفيذها من عدمه، تنقسم إلى:

- **أوامر محددة بيوم:** يظل الأمر ساريا لما تبقى من ساعات اليوم أي حتى تغلق البورصة نشاطها في ذلك اليوم، هو من أكثر الأوامر شيوعا وغالبا ما يكون مبينا على توقعات مسبقة بأن هذا يوم هو أفضل يوم للتعامل في ورقة معينة، وكقاعدة عامة يعتبر الأمر لم يوم ما لم ينص صراحة على غير ذلك، كذلك يعتبر أمر السوق أمرا محددًا بيوم

واحد طالما أنه لا يحدد سعرا معيناً للتنفيذ؛

- أوامر محددة بأسبوع أو شهر: ينتهي الأمر الذي مدته أسبوعاً بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه، فإذا صدر يوم الثلاثاء فإن يظل ساري المفعول حتى نهاية يوم الجمعة ببورصة نيويورك، كذلك ينطبق على الأمر المحدد بشهر الذي ينتهي سريانه بنهاية الشهر الذي صدر فيه؛

- الأوامر المفتوحة: يقصد به الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه، أو يقرر المستثمر إلغاؤه، يتم تجديده في بورصة نيويورك كل ستة أشهر، يرتبط بها نوعين من المخاطر: مخاطر النسيان ومخاطر تغير المعلومات، حيث قد ينسى المستثمر أنه أصدر أمراً مفتوحاً نظراً لطول المدة التي انقضت منذ إصداره، كذلك عند وصول معلومات للسوق تعطى الأولوية للأوامر المحددة دون الأوامر المفتوحة.

ج- الأوامر التي تجمع بين سعر و وقت التنفيذ: من الأمثلة على هذا النوع نجد كل من:

- الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة: هي الأوامر التي تحدد سعراً معيناً للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوماً أو شهراً أو أكثر؛

- الأمر المفتوح في حدود سعر معين: يعبر عن الأمر الذي لا يحدد له فترة معينة للتنفيذ، غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه، من أبرز عيوبه أنه إذا كان السعر المحدد أعلى قليلاً (أمر الشراء) أو أقل قليلاً (أمر البيع) عن السعر المحدد فإن الأمر لن ينفذ على الإطلاق.

د- الأوامر الخاصة: من بينها:

- أوامر الإيقاف: تعرف بأنها الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر الورقة المالية مستوى معين أو تعدها يمكن استخدام أوامر الإيقاف لحماية الأرباح التي يتم تحقيقها أو لتخفيض حجم الخسائر، وتعد أوامر الإيقاف من الأنواع الخاصة لأوامر السوق، إلا أنها تختلف عنها في الهدف وإجراءات التطبيق، ويترتب على هذه الأوامر العديد من المخاطر نذكر منها:

- مخاطر تحديد سعر الإيقاف قريباً جداً من سعر السوق.

- مخاطر تحديد سعر الإيقاف بعيداً جداً عن سعر السوق مما قد يجعل تنفيذه مستحيل.

- مخاطر تنفيذ الأمر عند سعر لا يرغبه المستثمر.

- الأوامر الإيقاف المحددة: تعالج هذه الأوامر عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الإيقاف، أي عدم معرفة المستثمر لسعر التنفيذ بعد أن يتحول أمر الإيقاف إلى أمر سوق، وتعطي أوامر الإيقاف المحددة للمستثمر ميزة تعيين سعر محدد، يمثل الحد الأقصى للسعر في حالة أمر الشراء، والحد الأدنى للسعر أمر البيع، من أهم عيوبه هو التغير السريع لأسعار السوق الذي يؤثر على التمكن من تنفيذ الصفقة من قبل السمسار؛

- أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال: يترك فيه للسماح الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه ملائماً، بصفة مطلقة (تحديد السعر والكمية وتوقيت تنفيذها والمركز المتخذ مشتري أو بائع) أو مقيدة (تقتصر فيها حرية السمسار

على توقيت التنفيذ والسعر)، من مزاياه إعطاء مرونة كبيرة للسمسار مما يمكنه من تنفيذ الصفقة بسرعة.

2-2-1-7-الحسابات الهامشية في البورصة: يحتل أسلوب الهامش في المتاجرة بالأوراق المالية أهمية كبيرة في البورصات المعاصرة، فهي توفر ميزة المرونة والاتساع إذ أن انتشار هذا الأسلوب وما رافقه من الارتفاع الهائل في قيم الصفقات المالية المتبادلة فيه زاد من كفاءة تلك الأسواق، ووفقا لأسلوب الهامش بدلا من أن يقوم المستثمر بتسديد ثمن الصفقة بالكامل نقدا يطلب منه فقط بتسديد جزء من الثمن عند إبرام العقد وفقا لشروط يحددها هذا العقد ومن أهم الشروط التي يتضمنها العقد مايلي:

أ- الهامش المبدئي: يمثل نسبة مئوية معينة من القيمة الاجمالية لثمن شراء الصفقة بطلب من المستثمر تسديدها نقدا عند إبرام العقد على أن يتم تمويل الجزء المتبقي من ذلك الثمن بواسطة قرض يحصل عليه الوسيط لصالح المستثمر ذلك بضمان الاوراق المالية المشتراة، فمثلا عند القول بأن الهامش المبدئي الذي يقدمه المستثمر في تمويل صفقة شراء الاوراق المالية من السوق المالي بنسبة 60% فهذا يعني أن يدفع نقدا عند اجراء الصفقة 60% من الثمن الاجمالي للصفقة على أن يتم تمويل باقي الثمن وهو 40% بواسطة قرض يتولى الوسيط أو السمسار تأمين الحصول عليه لصالح المستثمر من أحد البنوك أو المؤسسات الاقراض الاخرى وذلك بضمان الأوراق المالية المشتراة.

وكلما ارتفعت نسبة هذا الهامش في تمويل الصفقة ترتفع فيها نسبة هامش الامان أو تنخفض في المقابل مخاطر الرفع المالي التي يتعرض لها كل من الوسيط والمقرض والعكس صحيح.

ب- هامش الوقاية: يكون في شكل صورة نسبة مئوية تحدد عادة بموجب اللوائح التي تضعها إدارة البورصة ويعتبر هذا الهامش بمثابة مستوى أدنى يجب ألا تخطاه نزولا حقوق المستثمر في محفظة الاوراق المالية وذلك في حالة حدوث هبوط حاد في سعر السوق لتلك الأوراق، ويعتبر هامش الوقاية بمثابة الدرع الذي يقصد به تخفيض الائتمان بالنسبة للسماسرة وللمقرضين الذين يمولون هذه الصفقات. فمثلا عندما يحدد هامش الوقاية بنسبة 30% فهذا يعني أنه يمكن لإجمالي القيمة السوقية للأوراق المالية في محفظة المستثمر أن تنحدر الى الذي تصل فيه قيمة حقوق الملكية للمستثمر 30% من إجمالي القيمة السوقية للمحفظة، أما في حال تدني قيمة هذه الحقوق عن تلك النسبة فيستوجب على المستثمر حينئذ إما دفع مبلغ نقدي إضافي يكفل تعديل نسبة هامش الوقاية لتصبح 30% أو أن يفوض عوضا عن ذلك الوسيط ببيع جزء من المحفظة لاستخدام الثمن المحصل في تسديد جزء من القرض وبقدر يعيد هامش الوقاية الى النسبة المتفق عليها وهي 30%.

2-2-1-8-الأدوات المالية المتداولة في البورصة: تعد الأوراق المالية السلعة الوحيدة التي تتداول في الأسواق المنظمة، وتمثل الورقة المالية صكاً يعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما أو الحقلين معا، وتصنف الأوراق المالية من حيث ماهيتها إلى أوراق مالية تمثل ملكية "أسهم عادية"، وأوراق مالية تمثل مديونية "سندات و ما يماثلها"، أما الأسهم الممتازة فتعتبر هجين من الأسهم العادية والسندات و إن كانت تصنف ضمن الأوراق المالية التي تمثل ملكية، كما يوجد العديد من الأنواع ضمن الأوراق المالية السالفة الذكر، كما تبينه العناصر الآتية:

أ- **الأسهم العادية:** السهم العادي هو حصة مساهمة بشركة أموال والذي يمنح لصاحبه صفة المساهم ويعطيه حق نسي في تسيير المؤسسة وفي الأرباح المحققة وله الحق في التصويت في الجمعية العمومية على القرارات الأساسية ومنها تعيين مجلس الإدارة أو تغييره، بعبارة أخرى السهم العادي عبارة عن صك ملكية في رأس مال شركة مساهمة، وعليه فإن الأسهم العادية تشكل الرأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة، وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون، عموماً يمكن القول أن الأسهم العادية هي عبارة عن صكوك متساوية القيمة، سواء كانت نقدية أو عينية، وتمثل حق ملكية للمكتب بها وقابلة للتداول وفق القانون التجاري، حيث تمثل المشاركة في رأس المال شركة الأموال، أي أن السهم العادي هو وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية تضمن حقوقاً وواجبات متساوية لمالكها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، ويسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية فتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، ويتمتع صاحبه بمجموعة من الحقوق كفلها القانون لحمايته نذكر أهمها فيما يلي:

- إمكانية نقل الملكية إلى شخص آخر، إذ لا يحق للمساهم مطالبة الشركة بإعادة قيمة الأسهم، بل يلجأ لبيعها في البورصات؛

- الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها في نهاية السنة المالية، ولا يحق للمساهم الحصول على الأرباح إلا عند تحقيقها و اتخاذ القرار بتوزيعها، وبعد استيفاء أصحاب الحقوق الأخرى نصيبهم؛

- الإطلاع على دفاتر وسجلات الشركة؛

- الحق في الحضور والتصويت في الجمعية العمومية بنسبة الأسهم التي يمتلكها؛

- الحق في الاشتراك في أصول الشركة عند بيعها بمناسبة تصفيتها، وبعد استيفاء كافة الحقوق الأخرى؛

- الأولوية في الاكتتاب بالأسهم الجديدة التي تقرر الشركة إصدارها ولهذا الحق مزايا عديدة أهمها: المحافظة على الأهمية النسبية في التصويت لفئات المكتتبين والمحافظة على حصص المساهمين القدامى في الأرباح غير الموزعة، وأيضاً الاحتياطات في حالة بيع الأسهم الجديدة بقيمة تقل عن القيمة الجارية؛

- حق الترشح لمجلس الإدارة وفقاً للنظام الأساسي للشركة.

وللسهم عدة قيم نوجزها فيما يلي:

- **القيمة الاسمية للسهم:** هي قيمة السهم عند إصداره أول مرة، وهي عادة أقل من القيمة السوقية، وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال، وهي منصوص عليها في عقد التأسيس، ومن أهم وظائف هذه القيمة هو تحديد حصة السهم الواجب في ملكية المؤسسة؛

- **القيمة الدفترية أو القيمة المحاسبية:** وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية، وتحسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحة منها قيم الالتزامات، بما فيها الحصص المقررة بمعادلات ثابتة لأصحاب

الأسهم الممتازة والسندات المستحقة، ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية، ويمكن القول أن القيمة الاسمية تمثل مفهوما قانونيا، أما القيمة الدفترية فتمثل مفهوما محاسبيا.

- **القيمة السوقية:** هي سعر السهم خلال التداول في الأسواق الثانوية، الذي يخضع لظروف العرض والطلب، علما بأن هذه الظروف كثيرا ما تعكس البيئة الاقتصادية، السياسية والاجتماعية المحيطة وخاصة بالنسبة للظروف التبادل الدولية والداخلية، وانعكاس التقلبات الاقتصادية السوقية، واختناقات الاقتصاد المحلي، هذا فضلا عن واقع الشركة المعنية من حيث مستويات ربحيتها، وسياسات توزيع حصص المساهمين من الأرباح الخاضعة للتوزيع، والدور الذي تمارسه إدارة السوق المالية في تكريس الاستقرار وتجاوز الازمات ونشر المعلومات.

ويمكن أن نصنف الأسهم حسب معيار الشكل الذي تظهر به كما يلي:

- **أسهم اسمية:** تحمل اسم صاحبها وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وتشتمل على الاسم، اللقب، صناعة، وطن، وجنسية المساهم، ونوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، ونوع الشركة وعنوانها، رأس مالها، ومركزها، بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما أكتتب به وعملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها، ذلك لأن القاعدة العامة تقتضي بأن الشركة لا تستطيع أن ترفض الاعتراف بالمشتري الجديد.

- **أسهم لحاملها:** يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم مالك هذا السهم، ويتم التنازل عن هذا النوع من الأسهم بتسليمه من يد إلى أخرى، ولا تلزم الشركة بتسديد حقوق السهم للحائز لها؛

- **أسهم لأمر:** للشركة الحق أن تصدر أسهمها لأمر، ويشترط فيها أن تكون كاملة الوفاء أي دفعت كل قيمتها الاسمية، إذ أن الشركة لا تستطيع أن تتعقب تداول السهم، ولا تستطيع أن تتعرف على المساهم الأخير.

كما يتم تقسيم السهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى ما يلي:

- **أسهم عينية:** تمثل حصة عينية من رأس مال الشركات المساهمة العامة، كالمساهمة على شكل استثمار مادي، أو مخزونات، أو براءة اختراع، مقدرة ومصادق عليها، ولا يجوز للشركة تسليم هذه الأسهم إلى أصحابها إلا عند تسليم الموجودات التي تقابلها، وتعتبر قيمتها مدفوعة بالكامل، وقد منع القانون تداول هذا النوع من الأسهم إلا بعد مرور فترة من الزمن عادة ما تكون سنتين؛

- **أسهم نقدية:** الأسهم التي تدفع في مقابلها مساهمات نقدية، ولا تصبح قابلة للتداول بالطرق التجارية إلا بعد تأسيس الشركة بصفة نهائية، أي عند صدور العقد التأسيسي للشركة؛

- **أسهم مختلطة:** هي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.

ب- **السندات:** يعرف السند بأنه صك يمثل جزء من قرض طويل الأجل عادة، وتصدر الشركات السندات في شكل شهادات إسمية بقيمة موحدة قابلة للتداول وتمثل السندات من ذات الإصدار حقوق متساوية لحاملها في مواجهة الشركة وتعتبر السندات عن علاقة مديونية ودائنية بين طرفين، الأول هو مصدر السندات وهو الطرف المدين والثاني هو المكتتب للسندات وهو الطرف الدائن ويترتب على ذلك حقوق والتزامات أهمها تعاقد المقترض بدفعها دون النظر إلى نتيجة النشاط سواء كان ربحا أو خسارة، وعندما يتم إصدار السند فإن أهم المعلومات التي تصاحب

هذا الإصدار هي:

- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي يتم بها إصدار السند لأول مرة؛
- معدل الكوبون: حيث يتحصل المستثمر على كوبونات على أساسها يتم تحصيل الفوائد الدورية على السند؛
- أجل الاستحقاق: هو تاريخ استحقاق السند، أو التاريخ المتفق عليه لرد قيمة القرض للمستثمرين وعادة يكون لمدة طويلة نسبياً؛
- الحقوق المترتبة على الجهة المصدرة؛
- السند يعتبر صك مديونية وليس صك ملكية؛
- الاهتلاك على غرار الفوائد التي يدفعها المصدر، فإنه يتحمل تسديد قيمة السند حسب جدول اهتلاك القرض السندي، حيث تحدد تعاقدياً عند الإصدار، وتوجد عدة صيغ للاهتلاك تتمثل في الاهتلاك الكلي أو الاهتلاك عن طريق أقساط ثابتة.
- وللسندات قيمة اسمية وقيمة جارية، فالقيمة الاسمية هي القيمة التي يصدر بها السند لأول مرة، وتبقى ثابتة لا تتغير منذ تاريخ الإصدار حتى تاريخ الاستحقاق أو السداد، أما القيمة الجارية هي القيمة التي يتداول بها السند في الأسواق المالية.
- ويتمتع حاملوا السندات بعدة حقوق نذكر منها:
- الحق في الإعلام.
- الحق في استيفاء الفوائد على أساس القيمة الاسمية للسندات.
- الحق في إقامة دعوى الإفلاس على الشركة في حالة تأخرها عن دفع قيمة السند.
- الحق في الأولوية في الحصول على جزء من أموال المؤسسة عند التصفية قبل الدائنين الآخرين وحملة الأسهم العادية والممتازة.
- وللسندات خصائص نذكر منها :
- يعتبر السند مستند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها؛
- لحامل السند الحق في الحصول على العائد، أي الفائدة سواء حققت الشركة أرباحاً أو تحملت خسائر ولا يمكن تأجيل تسديد الفائدة، ويترتب على العجز عن دفعها إفلاس الشركة؛
- تنقطع صلة حامل السند بالشركة فور قيام الشركة بتسديد قيمة السند؛
- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة، وذلك بخضم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح، باعتبار هذه الفوائد ضمن التكاليف التي تتحملها المؤسسة؛
- تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة، وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى؛

- كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى، فإن السندات تحمل مخاطر أكثر؛
 - إن الفترة الطويلة لتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة، علما بأن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقص؛
 - إن ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائدته يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكورة.
- وتتنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميهما، لذا يمكن أن التمييز بين السندات وفقا للعديد من المعايير يلخص الجدول التالي:

النوع	المعيار
<p>- سندات عامة : وهي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائنوها فهم البنوك، الشركات القطاع العام أو القطاع الخاص والخواص وهذا بهدف تغطية العجز في الميزانية العامة والإشراف على نشاط البنوك من خلال التأثير على حجم سيولتها وتنمية الوعي الادخاري لدى الأفراد لضمان عملية الحصول على الموارد المالية اللازمة لتنمية الاقتصاد.</p> <p>- سندات خاصة: السندات التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة، والتي من شأنها أن تؤدي إلى انضمام مساهمين جدد، وبالتالي ينخفض مقدار الربح المنتظر توزيعه، ومن أهم مميزاتهما أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات الحكومية، وبالمقابل فإن حاملها أكثر تعرضا من حامل السندات الحكومية لما يعرف بالمخاطرة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين.</p>	الجهة المصدرة
<p>- سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها: حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عندما يصل تاريخ الاستحقاق.</p> <p>- سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها: وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.</p>	طريقة السداد
<p>- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: وتتميز بميزة إضافية عن غيرها، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، وهذه السندات يفضلها المستثمرون كثيرا، خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية.</p> <p>- سندات ذات علاوة: لملكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.</p>	الحقوق المقدمة لحاملها
<p>- سندات ذات المعدل الثابت: هذا النوع من السندات يقدم عائدا مماثلا لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لكون يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.</p> <p>- سندات ذات المعدل المتغير: في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعدية.</p>	معدل العائد

<p>- سندات عادية: لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.</p> <p>- سندات الدخل: هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج حسنة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحا.</p>	<p>إرتباطها بما تحققه الشركة</p>
<p>- سندات مضمونة: من أجل اجتذاب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض، كأن ترهن عقاراتها، أو بعضها وهذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لاستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالتزامات اتجاههم.</p> <p>- سندات غير مضمونة: الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملة هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.</p>	<p>الضمانات المقدمة</p>

ج- الأسهم الممتازة: هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية، تتشابه مع الأسهم العادية في كونها جزء من رأس المال، ومن حيث عدم المطالبة القانونية بالتوزيعات إذا لم تحقق الشركة أرباحا ولكنها لا تضيع على حامل السهم الممتاز وإنما يحصل عليها في السنوات القادمة منذ تحقيق الأرباح حيث لا تستطيع الشركة إجراء التوزيعات لحملة الأسهم العادية إلا بعد إعطاء حملة الأسهم الممتازة أرباحهم المستحقة، لا يحق لحامل السهم الممتاز حضور الجمعية للمؤسسة ولا إدارتها، ويشبه كذلك السند لحصوله على عائد محدد يسمى التوزيعات، ولكنه يختلف عن السهم العادي في عدة نقاط مهمة وهي:

- أن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا ثابتا لا يتغير، وأحيانا تكون لأصحاب هذه الأسهم نسبة ثابتة من الأرباح بالإضافة إلى مشاركتهم في حصص الأرباح الموزعة، بينما حملة الأسهم العادية يحصلون على عائد متغير حسب نتائج المؤسسة؛

- سعر السهم الممتاز مستقر نسبيا لأن عائده لا يتغير؛

- حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشاركون في التصويت إلا إذا فشلت المؤسسة في توزيع العائد المستحق لهم؛

- حملة الأسهم الممتازة لهم حق الأولوية في الحصول على الأرباح الدورية المؤسسة وعلى قيمتها التصفية قبل حملة الأسهم الممتازة، ولكنهم يأتون في الدرجة الثانية بعد حملة السندات.

هناك عدة مزايا تعود على الشركة من استعمال الأسهم الممتازة كمصدر للتمويل، فالسهم الممتاز يعتبر مصدرا دائما للتمويل لا يتطلب إعادة تسديد قيمته في تاريخ معين كالسند، كما أن عدم توزيع أرباح مقررة على حملة الأسهم الممتازة لا يسبب إفلاس الشركة، إضافة إلى ذلك، فإن إصدار المزيد من الأسهم الممتازة يساهم في تخفيض نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة، ويترتب على ذلك زيادة المقدرة الافتراضية للشركة.

د- الفرق بين الأسهم والسندات: يمكن رصد الفوارق التالية ملخصة في الجدول أدناه:

السند	السهم
1- دين على الشركة.	1- جزء من رأس المال الشركة.
2- حامل السند دائن بقيمة السند.	2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.

3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.	3- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.
4- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.	4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين التغيير شكل قانوني، أو إدماج الشركة في أخرى.
5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد	5- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.
6- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.	6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.
7- القيمة الجارية أو السوقية لسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.	7- القيمة الجارية لسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.
8- عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة.	8- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.
9- للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرة العمل في الشركة.	9- حملة السندات ليس لهم حق الإطلاع أو الحضور اجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.
10- يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار	10- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.

2-2-1-9- كفاءة البورصة:

أ- تعريف كفاءة البورصة: يعتبر fama أول من عرف كفاءة السوق المالي في 1965، حيث عرف السوق المالي كفاء إذا كانت كل المعلومات المتعلقة بأي أصل مالي موجود في هذا السوق متوفرة، وتعكس سعر هذا الأصل، لهذا فإن كفاءة البورصة تعني عكس سعر الورقة المالية التي تصدرها مؤسسات كافة المعلومات المتاحة عنها ولا يوجد فاصل زمني في الحصول على المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر الورقة المالية، بعبارة أخرى هي ذلك السوق الذي يحدد السعر الصحيح للأوراق المالية، أي السعر الذي يعكس القيمة الحقيقية للورقة هي المبلغ الذي يحصل عليه أو يدفع مقابل هذه الورقة بالنظر إلى العائد الذي يمكن أن يتحقق منها، وعليه يمكن تقديم إعطاء مفهوم شامل لها ، يكون سوق الأوراق المالية كفاء إذا كانت الأسعار تعكس نظام المعلومات في سوق الأوراق المالية.

ب- خصائص السوق الكفؤة: تتميز البورصة الكفؤة بمجموعة من الخصائص نوجزها فيما يلي:

-الشفافية: تعني الشفافية في أبسط صورها قدرة المستثمرين في البورصة على الحصول على المعلومات والبيانات حول أسعار العروض والطلبات وحجمها وحجم التداولات في كل وقت وبدقة تامة سواء أثناء التداول أو بعده، وكذلك نتائج أعمال الشركات وتوصياتها وبشكل متساوي وعادل دون أفضلية للبعض على حساب الآخرين، والشفافية في أعلى صورها تعني قدرة المستثمر على معرفة العناصر المحركة الأساسية للبورصة والإطلاع على قراراتها الإستثمارية، سواء كانت تتعلق بالمحافظ الإستثمارية، صناعات السوق، كبار المستثمرين وأعضاء مجالس الإدارات للمؤسسات ؛

-الإفصاح: هو الإعلان عن كافة المعلومات المتعلقة بالشركات المدرجة في البورصة والتي من شأنها أن تؤثر على قوى العرض والطلب على الأوراق المالية، وذلك بتوفير مناخ إستثماري عادل للمستثمرين يعينه على إتخاذ قراره

الاستثماري واتخاذ قرارات البيع والشراء وتقدير السعر المناسب للورقة المالية، لهذا يعتبر الإفصاح جوهر العملية الإستثمارية الذي يعمل على تطوير وترسيخ مناخ الإستثماري المشجع على الثقة بين المستثمرين؛
- **توفير السيولة:** تعني أنه يمكن إجراء تداولات على كل الأدوات الاستثمارية المتاحة بسرعة وسهولة متى ما اتفق الطرفان وبأسعار معقولة قريبة من آخر التداولات التي أجريت على الأوراق المالية نفسها (إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة وجوهرية يمكن ان تؤثر على السعر السوقي للورقة المالية) بحيث لا يكون هناك تغير مفاجئ وكبير في سعر السهم بين تداول وآخر ، وحتى يملك السوق السيولة بقدر كاف يجب ان يمتلك عمقا كافيا من خلال عدد من المشترين والبائعين الذي يضمن استمرارية التداول من خلال رغبتهم في إجراء التداولات بأسعار قريبة من السعر السوقي للسهم وفقا لكل مرحلة من مراحل حركة سعر السهم.

ج - أنواع الكفاءة في البورصة: يوجد نوعين من كفاءة للأسواق المالية هما:

- **الكفاءة الكاملة:** يقصد بهذا النوع من الكفاءة أنه لا يوجد فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر فالتوقعات متماثلة لدى المستثمرين والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف؛

- **الكفاءة الاقتصادية:** في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات على السوق حتى تبدو أثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل. ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من التكاليف الإستثمار. لكن هذا الفرق بين قيمتين لا يتوقع أن يكون كبير على درجة أن يحقق المستثمر من ورائه أرباح غير عادية على المدى الطويل.

د - شروط كفاءة التسعير البورصة: تسمى الشروط التي تساعد على إجراء التعديل السعري للكفاءة للمعلومات الواردة بشروط الكافية، وتعد هذه الشروط أحد مقومات كفاءة التسعير في البورصة وتوفر هذه الشروط فإن التعديل السعري يحدث حدوثا مباشرا ومن دون تأخير، ومن بين هذه الشروط نذكر:

- توفير معلومات كاملة لجميع المتعاملين في السوق وبدون تكاليف إضافية وفي وقتها وبدقة كاملة، وهذا يعني أن جميع توقعات المستثمرين تكون متماثلة نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لكل منهم؛

- يتمتع كل مستثمر في السوق بالعقلانية والرشاد وهدف كل واحد هو السعي على تعظيم المنفعة الخاصة به؛

- ليس هناك قيود تشريعية للدخول أو الخروج من وإلى السوق وذلك بالنسبة للمستثمرين والشركات الراغبة في الحصول على أموال؛

- وجود عدد كاف من المستثمرين تتوفر لديهم الوسائل للحصول على المعلومات المتاحة وبالشكل المتساوي ومجانا؛

- عدم وجود قيود على التعامل بالأوراق المالية في السوق بحيث نفسح المجال للمستثمرين ببيع أو شراء أي كمية من الأسهم بسهولة ومهما صغر حجمها (إمكانية البيع بالتجزئة بيسر)؛

- سهولة تسويق الورقة المالية (القدرة على بيع وشراء الأصول بسرعة وبسهولة) وبسعر محدد ومعروف أي عدم حصول تغير مفاجئ في سعر السهم بين معاملة وأخرى إلا إذا توفرت معلومات جديدة وجوهرية.

هـ- **متطلبات كفاءة البورصة:** لكي يتحقق التخصيص الكفاء للموارد الاقتصادية وتوجيهها نحو أحسن الاستخدامات عبر البورصة يتطلب توفر سمات أساسية في السوق:

- **كفاءة تخصيص الموارد:** يشير مفهوم كفاءة تخصيص الموارد إلى ضمان تحقيق السوق للتخصص الكفاء للموارد المتاحة، بما يضمن توجيهها إلى الأنشطة ذات عائد الأعلى، بمعنى أن يتم تدفق رأس إلى المشروعات الاستثمارية ذات العوائد المرتفعة والمخاطرة المعقولة؛

- **الكفاءة التسعيرية:** يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بالسرعة - دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين بدون أن تكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات بهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين؛

- **الكفاءة التشغيلية:** تسمى بالكفاءة الداخلية أي قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون تحمل تكاليف عالية للسمسة ودون أن يتاح للتجار المتخصصين فرصة لتحقيق هامش ربح مغال فيه، كما تعني أيضا على قدرة السوق على تحويل الأموال والموارد المالية المتاحة لمن يحتاجون إليها بأقل تكلفة معاملات ممكنة، وهذه التكلفة تعرف بتكلفة المعاملات التي تشتمل على تكلفة الوساطة المالية وتكلفة تحويل الورقة المالية؛

- **الكفاءة التنظيمية للسوق:** تتحدد الكفاءة التنظيمية للسوق من خلال توفر إطار تنظيمي واضح للسوق، وتنظيم مهمة الوساطة، وكفاءة التشريعات والرقابة العالية من طرف الأجهزة الفنية المختصة؛

- **الكفاءة الفنية للسوق:** وهي تعني مدى توفر وتنوع أدوات الاستثمار وفي مقدمتها الأسهم والسندات حتى لا يركز الاعتماد على أداة استثمارية معينة مما يؤدي إلى زيادة المخاطر في مسألة حدوث أزمة اقتصادية؛

- **عدالة السوق:** بمعنى إتاحة السوق لجميع المتعاملين فرصة متساوية للتعامل سواء من ناحية الوقت أو توافر المعلومات؛

- **الأمان:** ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن الاطراف المتعاملة في السوق مثل مخاطر الغش والتدليس.

و- **آليات تعزيز كفاءة البورصة:** هناك مجموعة من الآليات التي تسند عليها السوق المالية الكفاء منها:

- **إنشاء مركز للمعلومات والبحوث في السوق:** وظيفة هذا المركز هي جمع البيانات والمعلومات الإحصائية والتاريخية المختلفة والمتعلقة بالشركات المساهمة وجلسات التداول والقيام بدراسات متخصصة لخدمة الوسطاء لمستثمرين راشدين، وكما يقوم هذا المركز ببناء مؤشر عام يأخذ بعين الاعتبار النطاقات المختلفة والأمور التي يجب مراعاتها عند بناء المؤشر؛

- **ضرورة العمل على تسريع إنجاز المعاملات:** إن سرعة إنجاز المعاملات (نقل ملكية الأسهم من البائع إلى الشاري خلال الفترة بين الجلستين) ذات أهمية بالغة، فكلما كانت العملية سريعة قلت بذلك المخاطر وبالتالي زاد إقبال المستثمرين على السوق بيعا أو شراء، لان المشتري يستطيع أن يتصرف بملكيتة الجديدة في الوقت الذي يقرره؛
- **العمل على حماية المستثمر:** يجب توفير الحماية والأمان لكافة الأطراف المتعاملة في البورصة من الممارسات الغير العادلة والغير السليمة ضمن هذا الإطار يجب إنشاء صندوق ضمان التسويات وصندوق أمانات المستثمرين وإعتماد نظام التسويات المصرفية؛

- **الإهتمام بالتعاون الدولي:** يتيح التعاون بين الأسواق المالية المحلية والأسواق الدولية الإطلاع والاستفادة من التجارب السابقة لتلك الأسواق من خلال تسهيل تبادل المعلومات وتقديم الخبرات وتبادلها وعقد البرامج التدريبية؛
ز - **مستويات كفاءة الأسواق المالية:** يتأثر مستوى الكفاءة في البورصة بدرجة ونوعية المعلومات المفصح عنها بحيث نجد ثلاث مستويات مختلفة تبعا لنوعية المعلومات المتوفرة كما أن توفرها يعتبر من السمات الضرورية والمهمة لنجاح سوق الأوراق المالية، وتمثل صيغ أو مستويات الكفاءة فيما يلي :

- **المستوى الضعيف للكفاءة:** يقتضي هذا المستوى بأن المعلومات التي تعكسها أسعار الأسهم في السوق هي معلومات تاريخية بشأن ما حدث من تغيرات على سعر السهم وعلى حجم التعاملات في الماضي، مما يعني أن محاولة التنبؤ بما سيكون عليه السعر في المستقبل من خلال دراسة التغيرات الماضية هي مسألة عديمة الجدوى، وتعرف هذه الصيغة بنظرية الحركة العشوائية للأسعار، حيث نجد أن التغيرات السعرية المتتالية ولا يوجد بينهما أي ترابط أو ما يمكن أن يعبر عنه بالحركة العشوائية للأسعار.

- **المستوى المتوسط القوة للكفاءة:** حسب هذه الصيغة فإن أسعار الأسهم لا تعكس التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم فقط، بل أيضا كافة المعلومات المتاحة للجمهور والتنبؤات الخاصة بالشؤون الدولية والاقتصادية في الدول، ويعني هذا أن السعر يتوقف على ما يتاح من معلومات ومنه لن يحقق أي مستثمر أي أرباح غير عادية على حساب الآخرين، حيث تستجيب أسعار الأسهم مباشرة لهذه المعلومات، وبذلك يحدث تساوي بين القيمة الحقيقية للسهم وسعره، وتتحقق الأرباح فقط قبل هذه المعلومات.

- **المستوى القوي للكفاءة:** بمعنى أن سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعامة والخاصة، إضافة إلى المعلومات التي يتحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، وبالتالي يستحيل لأي مستثمر في هذه الحالة يحقق أرباح غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، ويعني أن حركة أسعار الأسهم في السوق هي حركة عشوائية طالما أن المعلومات ترد إلى السوق في نمط عشوائي وغير منتظم.

2-2-2- **السوق غير المنظمة:** يطلق إصطلاح الأسواق غير المنظمة (التي تدعى كذلك بالأسواق الموازية والأسواق غير الرسمية) على المعاملات التي تجري خارج الأسواق المنظمة (البورصات)، تدعى بالمعاملات التي تتم فيها بالمعاملات على المنضدة (OTC) التي تتولاها بيوت السمسرة، ولا يوجد لها مكان محدد لإجراء معاملاتها، إذ تتم من خلال شبكة إتصالات قوية تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، وتتعامل الأسواق غير المنظمة أساسا

بالأوراق المالية غير المسجلة في الأسواق المنظمة وعلى الأخص السندات، ويعتبر كل تاجر فيها صانع سوق للأوراق المالية التي يرغب في التعامل فيها، ويتحدد سعر الورقة المالية بالتفاوض ولكي تنشر أسعار ورقة مالية لمعامل ما لا بد من توافر عدة شروط أبرزها:

- أن تكون أسهم الشركة مملوكة لعدد لا يقل عن 1500 مساهم؛
- أن لا يقل عدد بيوت السمسرة المتعاملة في الورقة المالية عن ثلاثة بيوت؛
- أن تتوفر معلومات مستمرة عن إهتمامات المستثمرين بتلك الورقة وهو ما يقاس بحجم التعامل لكل ستة أشهر. وتنقسم الأسواق غير المنظمة إلى:

أ- السوق الثالث: يتكون هذا السوق من بيوت السمسرة غير الأعضاء في الأسواق المنظمة وإن كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، أما جمهور العملاء فيها فهم المؤسسات الإستثمارية الكبيرة مثل صناديق التقاعد وحسابات الأموال المؤمن التي تديرها البنوك التجارية، إضافة إلى بيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة.

ب- السوق الرابع: يقصد به سوق التعامل المباشر بين المؤسسات الكبيرة المصدرة للأوراق المالية والأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبيات كبيرة للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة.

- الدرس الرابع: هيكل سوق الأوراق المالية (الأسواق الآجلة).

أهداف الدرس:

- التعرف على بعض المفاهيم المهمة حول سوق الأوراق المالية الآجلة وبعض المفاهيم المتعلقة بها؛
- التعرف على الأدوات المتداولة فيها وتنظيمها.

عرفت الأدوات المالية بصفة خاصة وأسواق الأوراق المالية بصفة عامة تطورات كبيرة ومتسارعة، حيث أصبحت هذه الاسواق أرضية خصبة للتجديد والابتكار للكتاب الاقتصاديين الذين تجاوزوا مرحلة الوصف والتحليل الى مرحلة الابداع، عن طريق ما يعرف بالهندسة المالية التي تسعى إلى بابتكار أدوات وعمليات مالية جديدة تسهم في معالجة المشاكل المالية المعاصرة، والتي أنشأت ما يطلق عليه بالأسواق الآجلة أو أسواق العقود المستقبلية، التي تتعامل أيضا في الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقيات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق، بمعنى أن يدفع المشتري قيمة الورقة آنيا على أن يتسلمها في تاريخ لاحق تدعى بالمشتقات المالية، والغرض عن وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.

1- **الهندسة المالية أساس الأسواق الآجلة:** شهد حقل الإدارة المالية في السبعينات والثمانينات من القرن العشرين على الصعيد الفكري والأكاديمي تطورا سريعا نتج عنه إضافة معرفية معاصرة كبيرة جدا تمثلت بظهور الهندسة المالية كأداة مناسبة لإيجاد وتطوير مجموعة من الأدوات المالية الجديدة والحلول المبتكرة التي تساعد المتعاملين في الأسواق المالية على التكيف مع الظروف التي تمتاز بالتعقيد وسريعة التغيير التي تتسم بها الأسواق في الوقت الحاضر، وتعرف الهندسة المالية الهندسة المالية بأنها (التصميم والتطوير لأدوات مالية وآليات مبتكرة وصياغة حلول إبداعية لمشاكل التمويل)، ويشير التعريف إلى أن الهندسة المالية تتضمن ثلاث أنواع من الأنشطة:

- ابتكار أدوات مالية جديدة مثل المشتقات المالية.
- ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف كعمليات التبادل التجاري بوساطة الشبكة العالمية والتجارة الالكترونية.
- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية مثل إدارة السيولة أو إدارة الائتمان.

وبذلك يتجلى أن الهندسة المالية أوجدت من خلال إبتكار أدوات مالية جديدة عن الأدوات المالية التقليدية كالأسهم والسندات ساعدت المستثمرين على إيجاد أسواق قائمة بحد ذاتها تعرف حاليا بالأسواق الآجلة أو أسواق العقود المستقبلية يتم فيها على نطاق واسع التعامل بالمشتقات المالية، وتقوم الهندسة المالية على أساس استعمال المشتقات في إدارة المخاطر وتحقيق العوائد المناسبة وتلبية احتياجات المستثمرين، لأنها تعطي المستثمر فرصة لتقليل المخاطر التي يتعرض لها من استبدال موجود معين بموجود آخر بسعر محدد وفي موعد أو قبل موعد محدد في المستقبل، وقد أسهمت في حل العديد من المشاكل المتعلقة بالاستثمار والأسواق المالية من خلال تنويع

الأدوات المالية المتاحة للتداول ومن ثم تخفيض الكلف والمخاطر، ويمكن استعمال المشتقات أيضا لتخفيض المخاطر والوقاية والأمان والمضاربة والاستثمار، كما أن أسعارها تتغير تبعا لتغير أسعار الموجودات الرئيسية التي اشتقت منها، ويكون تداولها في الأسواق المالية المنظمة والأسواق الموازية.

2- مفهوم المشتقات المالية: يتم التعامل بالمشتقات المالية في الأسواق الآجلة، ولزيد من التوضيح سنتطرق إلى النقاط التالية:

2-1- تعريف المشتقات المالية: 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 ملكية الأصل محل تعاقد والتدفقات النقدية يصبح أمر غير ضروري، يكشف التعريف عن صورية أغلب عقود المشتقات المالية وتنتهي إلى حصول أحد الطرفين على فروق الأسعار، فالعقد لا يقتضي تملك ولا تسلم، وإنما هي مراهنة من جانب الطرفين على محض اتجاهات الأسعار، وعليه فإنها هي عقود ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية، أما قيمة الأداة المشتقة فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك مقدما ليتم استرداده ولا عائد مستحق على الاستثمار، وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر والتحوط ضد المخاطر، والمراجحة بين الأسواق وأخيرا المضاربة، والمشتقات المالية عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية.

2-2- أساس المشتقات المالية: تعتبر المشتقات المالية عقودا بين طرفين حيث أن العقد لغة هو الربط والشد والضمان والعهد، قال صاحب لسان العرب المعاهدة: المعاهدة، وعاقده أي عاهده، ووردت كلمة العقد في اللغة العربية في الجمع بين طرفي الشيء، نقول عقدت طرفي الحبل أي جمعت بين طرفيه وربطت أحدهما بالآخر، أما تعريف العقد إصطلاحا فهو إتفاق يلتزم بمقتضاه شخص أو أكثر تجاه آخر أو آخرين بإعطاء شيء أو عمل أو الإمتناع عن شيء وبالتالي هو توافق إرادتين على إحداث أثر قانوني سواء كان هذا الأثر هو إنشاء إلتزام أو نقله أو تعديله أو إنهائه، وإرتباط الإيجاب الصادر من أحد المتعاقدين بقبول الآخر على وجه يثبت أثره في المعقود عليه، يتميز العقد ب:

- وجود إرادتين؛

- إنشاء إلتزام أي واجب قانوني ملزم.

وبما أن أساس العقد هو الإلتزام، فيعني هذا الأخير رابطة قانونية بين طرفين يكون للأول بمقتضاها أن يطالب بإعطاء شيء أو القيام بعمل أو الإمتناع عن عمل، أي هو واجب قانوني على شخص معين يسمى الملزم أو المدين بمقتضاه يكون على هذا الشخص أن يقوم بأداء مالي لمصلحة شخص آخر يسمى الدائن، مما تقدم يتلخص مفهوم المشتقات بإعتباره عقدا (الإشتقاق هي عملية إستخراج لفظ من لفظ أو صيغة من أخرى بحيث تظل الفروع المولدة متصلة بالأصل) في:

- عقد تتم تسويته في تاريخ مستقبلي.
- لا تتطلب إستثمارات مبدئية وإن تطلبت يكون مبلغ مبدئي صغير مقارنة بقيمة العقد
- تعتمد قيمتها (المكاسب أو الخسائر) على الأصل المعني (محل التعاقد).
- يتضمن العقد المشتق تحديد كل من: سعر معين للتنفيذ في المستقبل، تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر، تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد والشيء محل التعاقد.
- 2-3- أسباب تداول المشتقات المالية: يمكن تداول المشتقات المالية في الأسواق الآجلة لسببين هما:
 - تمكن المستعملين من التغطية لبعض المخاطر الموجودة مسبقا من خلال اتخاذ مواقف في أسواق المشتقات التي تعوض الخسائر المحتملة في السوق الأساسي أو في مكان معين ومعظم المستعملين للمشتقات يصفون أنفسهم المتحوظون؛
 - استعمال أسلوب المضاربة، (إي اتخاذ مواقف لتحقيق الربح من تحركات الأسعار المتوقعة) ومن الصعب التمييز ما إذ كانت تجارة معينة لتحوط والمضاربة، وأسواق نشطة تتطلب مشاركة كل المتحوظين والمضاربين.
- 2-4- خصائص المشتقات المالية: تتسم المشتقات المالية بعدد الخصائص التي تميزها عن الأدوات المالية الأخرى، سنبرز أهمها في التالي:
 - التعقيد: لأنها تتم صياغتها وفق حاجات المتعاملين؛
 - طبيعة العمليات خارج الميزانية: لأنها عقود صورية لا ترتبط بأصول وخصوم المؤسسة، كما تقتضي طبيعة التعامل فيها تداولها بقيم نقدية ضئيلة بصورة لا تعكس ما تتضمنه من قيم نقدية كامنة ما يجعل للتعرض لمخاطر عدم الإفصاح؛
 - السيولة: هناك بعض الأنواع تتسم بالسيولة والبعض الآخر عديم السيولة مما ينتج عنه مشاكل في عمليات تقييمها والمراكز المرتبطة بها؛
 - نقل المخاطر: حيث يتحمل أحد الأطراف المخاطرة كاملة، فالعقد المشتق يعقد اعتمادا على التوقعات المتعكسة لطرفيه بشأن تحركات الأسعار المستقبلية التي تتحقق لطرف واحد الذي يحقق مكاسب والآخر يحقق خسائر بنفس المقدار؛
 - الرفع: لأن العقود المشتقة لا تقتضي أو تتطلب إستثمار نقدي (وفي بعض الحالات يكون ضئيلا مقارنة بمبلغ الصفقة) في هذه الأصول.
- 3- أنواع أسواق المشتقات المالية: يتم تداول المشتقات المالية إما في الأسواق المنظمة أو ما تسمى بالبورصة أو الأسواق غير المنظمة (أسواق فوق الحاجز):
- 3-1- الأسواق غير المنظمة: تتكون من مجموعة من السماسرة المنتشرون في المدن المختلفة الذين يتعاملون بالمشتقات المالية، الذين يتصلون فيما بينهم عبر وسائل الإتصال الحديثة، والعقود الآجلة وعقود المبادلة هي العقود الرئيسية التي يتم تداولها في هذه الأسواق، التي تتمتع بعدة سمات مقارنة مع المشتقات المتداولة في البورصة أهمها:

- لا توجد قواعد رسمية للمخاطرة وتقاسم الأعباء؛

- لا توجد قواعد رسمية أو آليات لضمان إستقرار السوق وسلامته وحماية المصالح الجماعية للمشاركين فيه؛

- العقود لا تنظم من قبل السلطة التنظيمية، بل تكون عبارة عن تنظيم وتبادل ذاتي، لذا تكون العقود غير موحدة أي غير نمطية.

ويتم تنظيم تداول المشتقات المالية في الأسواق غير المنظمة بعدة طرق هي:

- **سوق المتعامل التقليدي:** يكون تنظيم التداول حول متعامل أو أكثر من الذين يصنعون السوق من خلال جلب العروض ونقلها إلى المشاركين في السوق، وتجري عادة عملية التفاوض على أسعار التنفيذ عبر الهاتف التي تعرف بالتداول الشئائي، كما يمكن تعزيزها من خلال استخدام لوحات الإعلانات الإلكترونية من قبل المتعاملين لنشر الأسعار والحصص؛

- **سوق الوساطة الإلكترونية:** عن طريق استخدام منصة السمسرة الإلكترونية لخلق بيئة متعددة الأطراف للتغلب على طبيعة التداول الشئائي في سوق المتعامل التقليدي، وهي منصة لتبادل المعلومات وليس لإتخاذ موقف أو كطرف مقابل في أي من الصفقات التي تتم من خلال هذه المنصة، ما يعني إنطواء الصفقات التي تتم على مستواها على العديد من المخاطر خاصة خطر الطرف المقابل أو المخاطرة الائتمانية؛

- **سوق منصة تداول الملكية:** هي مركب (مزيج) من التداول التقليدي للمتعامل ومنصة السمسرة الإلكترونية، وهي منصة للتداول متعدد الأطراف، والمتعامل فيها هو الطرف المقابل في كل تداول وبذلك فهو يتحمل مخاطر الائتمان في السوق.

3-2- الأسواق المنظمة: تعرف أيضا بالسوق الآجل للبورصة وتتسم بتوحيد شروط التعامل في عقود المشتقات، حيث وضعت البورصة معايير معينة تضمن شراء وبيع المنتجات المشتقة في السوق، كما يحتفظ الأطراف أيضا بحرية التفاوض دون تدخل إدارة البورصة، ولكن يتم تنفيذ الإلتزامات من قبل الهيئة المنظمة للبورصة، ويلتزم الأطراف بتقديم هامش خدمة لمختلف الجهات الفاعلة في البورصة، لقد ساعدت هذه البورصات على الحد من نقص السيولة التي تتميز بها الأسواق غير المنظمة، فتتظيم هذه السوق تضمن لهم تبادل المعلومات وامتنال طرفي العقد أثناء تنفيذ العقد، وهذا النظام يضمن إستمرارية التداول، كما أنه يوفر ميزة كونها تسيطر عليها خدمة اللوائح وبالتالي تجنب سوء المعاملة.

4- المتعاملون بالمشتقات المالية: يمكن تصنيفهم إلى ثلاثة متعاملين هم:

4-1- المتحوظون: يهدفون إلى التقليل من الخسائر قدر الإمكان عن طريق إتخاذ مركز معاكس لمركزهم السابق في حالة عكس السوق لتحركاته؛

4-2- المضاربون: يسعون إلى الحصول على أرباح عن طريق توسيع مراكزهم بمساعدة أثر الرفع المالي، يتم ذلك من خلال هامش مبدئي منخفض جدا ومحاولة تحقيق أرباح مرتفعة إذا ما تحققت تنبؤاتهم فيما يخص حركة سعر ذلك الأصل في نفس السوق.

4-3- المراجيحون: يهدفون إلى الإستفادة من فروق الأسعار التي تنتج في سوقين مختلفين إذ يشترون من السوق ذو السعر المنخفض ويبيعون من السعر ذو السعر المرتفع لتحقيق ربح عديم الخطر.

5- أنواع العقود المشتقة: تتنوع هذه العقود وفق طبيعتها ومخاطرها وآجالها وتشمل المشتقات كل من العقود المستقبلية Future والآجلة Forwards والمبادلات Swaps والخيارات Options، ومزيج من العقود المركبة يطلق عليها بمشتقات المشتقات Derivatives of Derivative كما هو الحال في عقود المبادلات الخيارية Swaptions حيث يكون موضوع هذه العقود منتجات حقيقية أو مؤشرات معينة مثل سعر المبادلات (Exchange Rate) أو سعر الفائدة (Interest Rate) أو أوراق مالية (Securities) من أسهم وسندات أو عملات أجنبية (Foreign Currencies)، وبالرغم من تعددها فإننا سنركز على الأنواع المعروفة الآتية:

5-1- العقود الآجلة: يعرف العقد الآجل بأنه: عقد يبرم بين طرفين أحدهما يسمى المشتري (صاحب المركز الطويل) والآخر يسمى البائع (صاحب المركز القصير) على تسليم كمية من سلعة معينة وبنوعية محددة بسعر معين متفق عليه عند تاريخ الإتفاق على أن يكون التسليم والتسلم في وقت لاحق مستقبلي متفق عليه، من منظور آخر هو العقد الذي لا يترتب عليه تمليك و لا تملك و لا تسليم و لا تسلمن فائتمن والمتمن مؤجلين إلى يوم التسوية، بمعنى أنه العقد الذي لا تترتب عليه آثاره عند إنشاء العقد وإنما يتم تأجيلها إلى يوم التسوية، تلتخص خصائص العقد الآجل في:

- عقد إلزامي لا يمكن إلغاؤه يتعامل به في الأسواق غير الرسمية وبالتالي ليس بوسع الطرفين نقل ملكية العقد إلى أطراف أخرى؛

- عقد شخصي، غير نمطي (غير موحد الشروط) يتم تحديد وتفصيل بنوده حسب رغبات الطرفين؛
- أن السعر يظل ثابتا خلال فترة العقد، وتتركز الضمانات فيه على نوايا الأطراف المتعاقدة وعلى الملاءة التي يتمتعون بها.

ووفقا لمفهوم العقد الآجل فإن ينطوي على نوعين الأسعار:

- سعر التنفيذ: السعر المتفق عليه لتنفيذ العقد الآجل ويتم تحديده بين طرفي العقد وفقا للعرض والطلب ومدى توقع كلا منهما لإتجاه الأسعار مستقبلا، ولا يتغير كما أشرنا هذا السعر من تاريخ إبرام العقد حتى تاريخ تنفيذه؛
- السعر الآجل: هو سعر الأصل السوقي موضع العقد عند تاريخ تنفيذ العقد، فإذا كان أكبر من سعر التنفيذ فإن المشتري (يدعى صاحب المركز الطويل) يحقق مكاسب، أما في حالة العكس فإن البائع (صاحب المركز القصير) هو الذي يحقق مكاسب.

5-2- العقود المستقبلية: تعرف العقود المستقبلية بأنها إلتزام تعاقدي بين طرفين هما المشتري الذي يدعى صاحب المركز الطويل (يتوقع إرتفاع الأسعار مستقبلا) والبائع الذي يطلق عليه صاحب المركز القصير (يتوقع إنخفاض الأسعار مستقبلا)، يقضي هذا الإتفاق بتسليم البائع للمشتري كمية من أصل ما (سلعة، ورقة مالية،

عملة أجنبية، مؤشر مالي، سعر فائدة... إلخ) وبنوعية معينة في تاريخ لاحق يطلق عليه تاريخ التسليم على أساس سعر متفق عليه عند إبرام العقد، وعقود نمطية أو معيارية من ناحية حجم العقد وتاريخ التسليم والنوعية، يتم التعامل بها في الأسواق الرسمية المنظمة لها (أسواق العقود المستقبلية في الولايات المتحدة الأمريكية هي تنظيمات تطوعية لا تهدف إلى تحقيق الربح، أعضائها هم من السماسرة والمضاربين الذين لهم مقاعد فيها، والذين لهم الحق وحدهم في التعامل على العقود المقيدة في السوق، ويشترك الأعضاء في اللجان التي تدير نشاط السوق كما ينتخبون مجلس إدارة السوق الذي بدوره يقوم باختيار من يقع على عاتقهم مسؤولية الإدارة، وتمثل رسوم العضوية جانباً من مصادر تمويل نشاط السوق أما الجانب الآخر فتتم تغطيته من الرسوم على العقود التي يتم إبرامها، وفي الولايات المتحدة الأمريكية يقع على عاتق أو هيئة تداول العقود المستقبلية للسلع مسؤولية وضع الأحكام والقواعد العامة المنظمة لأعمال أسواق العقود المستقبلية ومتابعتها، ويوجد في كل سوق عقود يوجد عدد من غرف التعامل يخصص في كل منها للتعامل في العقود على أصل معين، وفي وسط الغرفة يوجد ملتقى للمتعاملين من أعضاء السوق يطلق عليه إسم الحلبة، وهي مساحة على شكل دائرة تحاط بدرج متصل بوسط الحلبة بحيث يكون المتعاملون الذين يقفون على سلم ما في مواجهة المتعاملين الذين يقفون على سلم آخر أو في وسط الحلبة، وعادة ما يقف المتعاملون على العقود التي تنفذ في شهر معين في مكان واحد في الحلبة، وعلى حائطها توجد لوحة الإعلان عن الصفقات المبرمة كما توجد وسائل للإتصال)، ويبرم العقد المستقبلي ما بين ثلاثة أطراف هم البائع والمشتري وبيت المقاصة (تمثل مهمة بيت التسوية في تحقيق الإنسيابية وتسهيل التعامل في العقود المستقبلية، ولعل المهام التي تضطلع بها والتي تتعلق بنظام الهامش وما يصحبه من تسوية يومية هي التي وضعت الأساس القوي لما يسمى بإنتظام السوق، ويقف بيت التسوية لبدو وكأنه البائع بالنسبة للمشتري والمشتري للبائع، وعليه فإن بيت التسوية بهذا الشكل يجعله ضامناً للمشتري في مواجهة البائع وضامناً للبائع في مواجهة المشتري ومن ثم فمخاطر عدم الوفاء تنتقل نظرياً إلى بيت التسوية، لأنه يوجد آليتين لذلك هما نظام الهامش والتسوية اليومية)، وعلى طرفي العقد أن يودعا لدى السمسار الذي يتعاملان معه (ينبغي أن يكون من أعضاء السوق) مبلغاً نقدياً أو أوراق مالية حكومية (بالأخص أذونات الخزينة)، تمثل نسبة ضئيلة من حجم العقد يطلق عليها بالهامش المبدئي، والغرض من هذا الأخير إثبات الجدية وحسن النية بين الطرفين، يتمثل الإختلاف الجوهرى ما بين العقود المستقبلية والعقود الآجلة في:

- أن العقود المستقبلية نمطية العقود ومنظمة بشكل رسمي وتتم مراقبة الأسعار بشكل بصفة يومية؛-
- تتطلب العقود المستقبلية إيداع هامش مبدئي لكلا الطرفين وهذا الهامش سيعكس التحركات السعرية للأصل موضوع العقد.
- تنطوي على مخاطر إئتمانية ومخاطر سيولة مرتفعة.

تتمثل نمطية العقد المستقبلي في كل من: **وحدة التعامل** (عدد الوحدات في العقد)، **شروط التسليم** (تاريخ التسليم ، جودة الأصل محل التعاقد، مكان التسليم وكيفية التسليم) ، **وحدود التقلبات السعرية** (تفرض البورصة حد أقصى وأدنى لتحركات الأسعار، فلا يمكن أن يتخطى السعر تلك الحدود، إذ يظل السعر سائد إلى غاية نهاية اليوم وفي اليوم التالي يبدأ التعامل بأعلى سعر وصل إليه العقد في اليوم السابق، ولعل السبب من ذلك هو الحد من آثار التقلبات السعرية الكبيرة وتسهم في جعل قيمة الهامش صغيراً نسبياً) ، **وحدود المراكز ونظام الهامش** (يدخل الهامش المبدئي ضمن ما يسمى بنظام الهامش، الذي يتم على مرحلتين، المرحلة الأولى: تقدم الهامش المبدئي من قبل طرفي العقد، تحده بيت التسوية لإستخدامه في التسوية اليومية للعقد المستقبلي، ويتراوح في العادة من 05% إلى 20% من حجم العقد، كما تعين أيضاً بيت التسوية هامش الصيانة أو الوقاية الذي يمثل الحد الأدنى الذي يتعين أن لا يتعداه رصيد الهامش المبدئي الناتج من عملية التسوية اليومية (يرتفع رصيد الهامش نتيجة تحقيق أرباح وينخفض نتيجة تحقيق خسائر)، ويمثل في الغالب ما بين 70% إلى 80% من الهامش المبدئي، وإذا إنخفض رصيد الهامش عن هامش الوقاية فإن السمسار يطالب فوراً من عميله تعليه رصيد الهامش إلى قيمة الهامش المبدئي وذلك بسداد الفرق نقداً،

وفي حالة عدم إستجابة العميل لذلك يقوم السمسار فوراً بتصفية حسابه؛ أما المرحلة الثانية: تقوم غرفة المقاصة أو بيت التسوية أيضا من السماسرة بإيداع هامش مبدئي لتأمين وفاء السماسرة بالتزاماتهم، ويتحدد هذا الهامش في ضوء الهامش المبدئي وعدد العقود التي تكون لدى السمسار) **والتسوية اليومية** حيث يتم تحديد المكاسب اليومية والتراكمية كل يوم حسب السعر اليومي، وتتم تسوية العقود المستقبلية بعدة طرق منها:

- طلب مالك العقد التسليم الفعلي خلال تاريخ التسليم ويصدر له من قبل إدارة السوق أمر تسليم (بائع) أو أمر إستلام (مشتري) وفي هذه الحالة يستكمل المشتري ثمن العقد بعد إحتساب ما اقتطع منه من هامش كجزء من الثمن، ويدفع كامل الثمن للبائع كما يرد له الهامش الذي كان إحتجز منه؛
- عدم رغبة مالك الأصل بالتسليم أو الإستلام، لذا يعمد إلى إجراء عقد جديد معاكس لعقد مماثل له من حيث نوع السلعة، كميتها وتاريخ الإستحقاق؛
- التسوية النقدية.

3-5- عقود الخيار: يعرف عقد الاختيار بأنه اتفاق يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأوراق المالي أو ربما العملات أو السلع أو المؤشرات... إلخ، من طرف ثاني بسعر محدد متفق عليه مقدما، على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال المدة بين تاريخ العقد و تاريخ الانتهاء أو التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء العقد أو هو عقد بين طرفين أحدهما مشتري الخيار و الآخر بائع أو محرر الخيار، و بموجبه يكون للطرف الأول أي للمشتري الحق في أن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني أي المحرر أو أن يبيع (إذا ما رغب) للطرف الثاني أصلا معيننا بسعر معين و في تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق، وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول (المشتري) بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني، وتشمل عقود الخيار طرفي العقد وهم البائع والمشتري فضلا عن ذلك فأنها تتضمن مجموعة من العناصر الرئيسة مثل:

- تاريخ التعاقد؛
- نوع الأصل محل التعاقد؛
- كمية العقود وكمية الأصل في كل عقد؛
- سعر التنفيذ أي السعر الذي بموجبه تتم التسوية بين طرفي العقد عند تنفيذ العقد؛
- تاريخ التنفيذ (إذا كان الخيار من النوع الأوروبي) أو المدة الزمنية التي يسري خلالها (إذا كان الخيار من النوع الأمريكي).

هناك العديد من أنواع عقود الخيار فعلى أساس تاريخ تنفيذ العقد يوجد:

- **حق الخيار الأوروبي:** هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) غير أن هذا الحق يتم ممارسته أو تنفيذه في الموعد المحدد لانتهاء العقد.
- **حق الخيار الأمريكي:** هو حق اختيار (شراء أو بيع أو هما معا) غير أن هذا الحق يتم ممارسته أو تنفيذه في أي وقت خلال الفترة التي تنقضي بين إبرام العقد وتاريخ انتهائه.

- **حق الخيار الآسيوي:** يطلق عليه أحيانا خيار متوسط السعر، وعند ممارسة حق الاختيار لا ينظر إلى السعر أثناء مدة سريان العقد وفقا للخيار الأمريكي، ولا عند انقضاء العقد وفقا للخيار الأوروبي، وإنما ينظر لمتوسط السعر طوال مدة العقد، ويحتسب السعر على أساس المتوسط الحسابي، بينما قلة قليلة تتعامل وفقا للمتوسط الهندسي. أما إذا كان التصنيف على أساس نوع الصفقة فينقسم إلى:

- **عقد خيار شراء:** يكون العقد خيار شراء عندما يعطي للطرف الأول أي لمشتري الحق بأن يشتري (إذا ما رغب) من الطرف الثاني أي محرر الخيار أصلا معينا بكمية معينة وسعر معين وفي تاريخ محدد أو خلال فترة زمنية معينة حسب الإتفاق وذلك مقابل حصول الطرف الثاني (محرر الخيار) من المشتري على علاوة معينة تحددها شروط العقد.

- **عقد خيار البيع:** عقد قابل للتداول يعطي لمشتريه حقا بأن يبيع لمحرر العقد وهو (بائع حق الخيار)، بسعر معين متفق عليه و هو (سعر التنفيذ)، لمدة زمنية معينة بعلاوة متفق عليها، وعليه هو خيار يعطي حامله حقا في أن يبيع أصلا (كالأسهم العادية) بالسعر المسمى في العقد و قبل انتهاء مدته المحددة في العقد، وبالتالي يتيح حق اختيار البيع فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لها.

- **الخيار المزدوج أو المختلط:** هو عقد يجمع بين خيار البيع وخيار الشراء بمقتضاه يصبح لحامله الحق في أن يكون شاريا للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعا لها، وذلك رهن بمصلحة الشاري حيشما كانت، فإذا إرتفعت أسعار السوق خلال فترة العقد كان شاريا، وإذا انخفضت كان بائعا، ومع تعاضم المخاطرة التي يتعرض لها بائع، فلا غرو أن يتقاضى ضعف ثمن البيع أو خيار الشراء؛ ويصنف عقد الخيار على أساس ملكية الأوراق المالية إلى:

- **عقود الخيار المغطاة:** يوصف الخيار بأنه مغطى عندما يكون لدى البائع (محدد الخيار) رصيدا من الأصل محل التعاقد يكفي للوفاء بالتزامه إذا ما طوّل بتنفيذ العقد وتسليم الأصل محل التعاقد إن كان العقد شراء، أو لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزامه إذا ما طوّل بتنفيذ العقد وكان العقد خيار البيع؛

- **عقود الخيار غير المغطاة:** يوصف العقد بأنه غير مغطى أو عار عندما لا يكون لدى البائع حق الخيار رصيذا من الأصل محل التعاقد يسمح له بتغطية التزامه إذا ما طوّل بتنفيذ العقد وتسليم الأصل محل التعاقد، إن كان عقد خيار شراء ولم تكن لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته، إذا ما كان العقد خيار بيع.

4-5- **عقود المبادلة:** هي تلك العقود المالية التي يلزم فيها كل طرف في العقد إلى تبادل مجموعة من المدفوعات (التدفقات) التي يملكها مجموعة أخرى من المدفوعات التي يملكها الطرف الآخر، وعليه فهي إتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة لاحقة في المستقبل وتسمى الأطراف التي توافق على التبادل بإسم الأطراف المقابلة، وعقد المبادلة هو عقد ملزم لطرفي العقد، كما أن الأرباح والخسائر لا يتم حسابها يوميا كما هو الحال في العقد المستقبلي ولذا يقال أن عقد المبادلة هو مجموعة من العقود الآجلة الدورية لاحقة التنفيذ، ويطلق على الأرباح والخسائر في عقد المبادلة أرباح او خسائر ورقية.

وترتبط عادة التدفقات النقدية المتبادلة ضمن المبادلات بأداة دين أو بقيمة عملات أجنبية، وتحدد شروط عقد المبادلة في كل من طرفي العقد، الأصل المشمول بعقد المبادلة، قيمة المدفوعات او المقبوضات محل المبادلة، العملة التي تسدد التدفقات المتبادلة، السعر الآجل لمبادلة الأصل المتفق عليه، مدة سريان العقد. ولا تنطوي عقود المبادلة على تسبيق من أحد طرفي العقد لذا فإن المبادلة لها قيمة الصفر عند إبرام العقد، ويطلق على تاريخ إجراء المبادلة بتاريخ التسوية، كما تسمى الفترة بين تواريخ التسوية بفترة التسوية، وعقود المبادلة هي عقود شخصية غير نمطية لذا يتم تداولها في الأسواق غير المنظمة.

- الدرس الخامس: بورصة الجزائر.

أهداف الدرس:

- التعرف لنشأة بورصة الجزائر، وهيكلها وكذا نظام التداول فيها والأوامر المتعلقة بها.
- التعرف شروط الإنضمام إليها.

1- **نشأة بورصة الجزائر:** تم تأسيس بورصة الجزائر في شهر ديسمبر 1990 برأس مال قدره: 320.000 دينار جزائري تحت اسم "شركة القيم المنقولة" ساهمت فيها صناديق المساهمة بخصص متساوية (صناديق المساهمة الثمانية هي الشركات القابضة الثمانية: الشركة القابضة للمنتجات الفلاحية، الشركة القابضة للتجهيزات، الشركة القابضة للبناء، الشركة القابضة للكيمياء و الصيدلة والبتروكيميا، الشركة القابضة للاتصال، الإلكترونيك والإعلام الآلي، الشركة القابضة لصناعات بأنواعها و الشركة القابضة للخدمات)، و بتاريخ 28 ماي 1991، ظهرت إلى الوجود ثلاث مراسيم تختص بتبادلات القيم المتداولة، أنواع وأشكال القيم المتداولة وكذا شروط إصدارها و أيضا لجنة البورصة و بصدور هذه المراسيم تم استبدال ما أطلق عليه في البداية "شركة القيم المنقولة" لتصبح تسمى "بورصة القيم المنقولة"، وفي شهر فيفري سنة 1992 أين تم رفع رأس المال الاجتماعي لبورصة الجزائر ليصبح 932.000 دينار جزائري، وإبتداء من ذلك حاولت الحكومة نقل البورصة من مرحلة الإصدار إلى مرحلة التداول.

بالرغم من ذلك لم تشتغل البورصة حيث اعترضت انطلاقتها جملة من الصعوبات لاسيما غياب الإطار القانوني لها، لذا تم وضع الأساس التشريعي لبورصة القيم المتداولة في الجزائر في عام 1993 م بمقتضى المرسوم التشريعي رقم 93-08 المؤرخ في 25/04/1993 المتمم والمعدل لأمر المتضمن قانون التجارة والمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق بالسوق القيم المتداولة، وبموجب هذين المرسومين التشريعيين تم تكريس انطلاق عملية تأسيس بورصة الجزائر حيث نص المرسوم الأخير 93-10 على إنشاء هيئة ممثلة للسلطات العمومية تكفل بمهمة تنظيم ومراقبة البورصة وعملياتها حيث منحت لها من الصلاحيات ما جعل أي نشاط بورصي مرهون بوجود هذه الهيئة.

وتم تدشين بورصة الجزائر رسميا في 04 أوت 1999 وهي عبارة عن شركة عمومية ذات أسهم رأس مالها يقدر بـ 24 مليون دينار، وقد تم الانطلاق الفعلي للسوق بانضمام أربع أوراق مالية إلى البورصة وهي: سند شركة سونطراك (إصدار سندات في السوق الأولى)، سهم الشركة العمومية "الرياض سطيف"، سهم مجمع "صيدال" للإنتاج الصيدلاني، سهم مؤسسة التسيير الفندقية "الأوراسي".

2- **مضمون بورصة الجزائر:** يتحدد مضمون بورصة الجزائر من خلال بعدين هما البعد القانوني والاقتصادي:

- **البعد القانوني:** حسب المرسوم التشريعي المذكور آنفا تعرف بورصة الجزائر بأنها الإطار التنظيمي والتسييري للعمليات المتعلقة بالقيم المنقولة المصدرة من طرف الدولة، الهيئات المحلية والشركات ذات الأسهم مقرها الجزائر العاصمة وتتضمن هيكلين يتمثل في لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، شركة إدارة القيم المنقولة؛

- **البعد الاقتصادي:** تعتبر البورصة جزء من سوق رأس المال، تشكل قناة قصيرة بين الادخار والاستثمار، ووسيلة للسيولة الخاصة بالادخار المستثمر في الأجل الطويل، ووسيلة لقياس أصول المؤسسات للخصوصية وكذا تكتل المؤسسات.

3- **هياكل بورصة الجزائر:** طبقا للمرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة، تم إنشاء هيئتين هامتين تكونان الجهاز المنظم والمراقب والمسير لبورصة الجزائر، وتمثل هذين الهيئتين في:

3-1- **لجنة تنظيم و مراقبة عمليات البورصة (COSOB):** تأسست هذه اللجنة بموجب المرسوم التشريعي رقم 93-10 المؤرخ في 23 ماي 1993 المتعلق ببورصة القيم المنقولة و نصبت في فيفري 1996، وتعتبر أهم عنصر في التنظيم الداخلي للبورصة وتشكل السلطة الإدارية و المالية، وتتكون اللجنة من رئيس دائم يعين بموجب مرسوم تنفيذي من وزير المالية وستة أعضاء غير دائمين يعينون لمدة نيابية تدوم أربع سنوات و بموجب قرار يصدره وزير المالية يتكون الأعضاء غير الدائمين من: قاضي مقترح من طرف وزير العدل، ممثل لأشخاص معنويين للقيم المنقولة، وشخصان يتم اختيارهما بالنظر إلى رصيد خبرتهما في الشؤون المالية و البنكية و البورصة.

تمتلك اللجنة تحت تصرفها أمانة مجهزة بمصالح إدارية وتقنية تعمل تحت تصرف رئيس اللجنة كما أنها تتمتع بسلطات تسمح لها بالقيام بمهامها على أحسن وجه.

وتمثل مهام هذه اللجنة في المحافظة على الشفافية المالية وتنظيم السوق كما تعمل على التنظيم القانوني للبورصة، كالقانون العام للبورصة والقانون الذي يحدد شرط اعتماد المالىين، والنص الذي يحدد المذكرة الإعلامية للشركات التي تدخل إلى السوق المالية كما ساهمت في تحضيرها ووسطاء عمليات البورصة (IOB)، وتساعد إليها جملة من الوظائف تسمح لها بالقيام بمهامها على أحسن وجه وتلخص في:

- **الوظيفة القانونية:** تقوم اللجنة بتنظيم سير سوق القيم المنقولة من خلال:
- تحديد رؤوس الأموال التي يمكن استثمارها في عملية البورصة، واعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وتحديد القواعد المهنية التي تطبق عليهم ونطاق مسؤوليتهم والضمانات التي يجب أن يكفلونها لزيائهم؛
- الشروط الخاصة بأهمية الأعوان المرخص لهم بإعداد مفاوضات في مجال البورصة؛
- تنظيم عمليات البورصة، وقبول القيم المنقولة للتفاوض بشأنها وشطبها وتعليق تحديد الأسعار؛
- تسيير محفظة الأوراق المالية المقبولة في البورصة، وتحديد مضمون العقود بين الوسطاء والزيائين؛
- تحديد العرض العمومي لشراء القيم المنقولة، ونشر المعلومات دوريا للشركات؛
- **الوظيفة الرقابية:** تتأكد اللجنة أن الشركات المقبولة تداول قيمها المنقولة في بورصة القيم المنقولة تشكيلة أجهزة الإدارة والرقابة وعمليات النشر القانوني وتأمير بمراقبة وتطبيق واجبات النظام الإعلامي حيث تقم كل شركة أو مؤسسة عمومية بإصدار القيم المنقولة وذلك بالتجائها إلى التوفير علنا حيث تنشر قبل ذلك مذكرة إعلام الجمهور، تتضمن البيانات المنصوص عليها في القانون التجاري، ويمكن للجنة أن تطلب أي معلومات بتنظيم الشركة ووضعها المالي واللوائح كما تقوم بتأشير المذكرة قبل نشرها.

- الوظيفة التأديبية والتحكيمية: تختص اللجنة في هذه الوظيفة بدراسة أي نزاع تقني ناتج عن تسيير القوانين واللوائح السارية على سير البورصة وتتدخل فيما يلي:

- بين الوسطاء في البورصة والشركات المصدرة، وشركة تسيير البورصة وكذا بين الوسطاء والأمين بالسحب في البورصة؛

- في المجال التأديبي تعاقب الغرفة أي إخلال بالواجبات المهنية وأخلاقيات المهنة من جانب الوسطاء وكل مخالفات الأحكام التشريعية؛

- العقوبات التي تصدرها الغرفة تتمثل في الإنذار يحظر النشاط كله أو جزء منه سواء مؤقتا أو نهائيا. التوبيخ وسحب الاعتماد أو فرض غرامة مالية بمبلغ 10 ملايين دينار جزائري.

3-2- شركة إدارة بورصة القيم (SGBV): هي شركة ذات أسهم تقوم بتسيير المعاملات التي تجرى حول القيم المنقولة في البورصة يتمثل رأسمالها في الأسهم المخصصة لوسطاء في عملية البورصة ولا يصبح اعتمادا أي وسيط اعتمادا فعليا إلا بعد أن يكتب في قسط من رأس المال هذه الشركة كما أنها تتلقى عمولات من العمليات التي تجرى في البورصة. فمنذ نشأتها عكفت على القيام بكل التدابير العملية والتقنية اللازمة للتبادلات في القيم المنقولة، تتلخص مهامها في:

- تسهيل التبادلات بين الوسطاء في عمليات البورصة عن طريق: إنشاء قواعد وأحكام تنظيم سيرها، وإنشاء نظام يضمن التحكم والفصل في النزاعات، ورسم نظام و سلوك في التسوق.

- تطوير تجارة الأوراق المالية عن طريق السوق بتعريفه للجمهور على أنه هيئة تتمتع بالثقة اللازمة، فهو إطار عام ومنظم في خدمة وسطاء عمليات البورصة على أنهم محترفوا القطاع، بالسماح لهم بأداء مهامهم طبقا للأنظمة والقوانين المعمول بها، وفي هذا الإطار تتحمل الشركة على عاتقها: تنظيم عملية دخول القيم المنقولة إلى البورصة، والتنظيم العيني لحصص البورصة، تسيير نظام التداول و التسعير، وتنظيم عمليات تصفية المعلومات في القيم المنقولة، وأخيرا نشر المعلومات المتعلقة بالمعلومات في البورصة و نشر " الكشف الرسمي للتسعير.

3-3- الوسطاء (IOB): من المهام المخولة للوسطاء حسب المرسوم التشريعي رقم 03/96 المؤرخ في 3 جويلية 1996 المتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة و واجباتهم ومراقبتهم هي:

- عملية شراء أو بيع القيم المنقولة لحساب الغير أو لحساب الوسيط نفسه؛

- تسيير محفظة القيم المنقولة بموجب عقد توكيل؛

- الإرشاد في مجال توظيف القيم المنقولة؛

- حفظ القيم المنقولة وإدارتها.

و رغم أن القوانين والمراسيم التشريعية المتعلقة بالوسطاء في العمليات البورصة كانت جاهزة منذ نهاية 1993 إلا أن الوجود الفعلي لهؤلاء لم يتجسد على أرض الواقع إلا في بداية 1997، حيث أسندت هذه المهمة في البداية للبنوك و شركات التأمين، إذ منحت لهم إتمادات بصفة انتقالية لفترة 5 سنوات ابتداء من تاريخ صدور المرسوم

التشريعي رقم 93-10 بتاريخ 23-05-1993 شريطة أن تثبت هذه المؤسسات وجود بداخلها قسم مستقل يحقق ويضمن الفصل بين نشاط الوساطة و الأنشطة الأخرى.

إلى جانب الوسطاء المذكورين أعلاه هناك هيئات أخرى متدخلة ببورصة الجزائر هي:

- الشركات الحاصلة على تأشيرة لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة لإصدار أوراق مالية وعرضها على الجمهور؛
- وزارة المالية، حيث يتدخل وزير المالية لتعيين رئيس لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، والمصادقة على النظام العام للجنة؛

- بنك الجزائر الذي يتدخل في مسار معالجة المعاملات على الأوراق المالية لأن الوسطاء يستعملون حسابات شركاتهم الأم المفتوحة لدى بنك الجزائر لتبادل الموال المتعلقة بتداول الأوراق المالية.

3-4- **المؤتمن المركزي على السندات:** جاء بها قانون 04-03 المتعلق ببورصة القيم المنقولة والصادر في 17 فيفري 2003، حيث يعد هيئة أسست على شكل شركة ذات أسهم تم ترخيصها من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، وتمثل وظيفته الأساسية في مسك الحسابات وحفظ السندات المتداولة في البورصة، بعبارة أخرى تلخص مهامه في:

- الترقيم القانوني للسندات؛

- تسيير المعلومات المتعلقة بالسوق؛

- حفظ السندات الذي يمكن من فتح حسابات باسم المتدخلين المعتمدين؛

- متابعة حركة السندات من خلال التنقل من حساب إلى آخر؛

- إدارة السندات لتمكين المتدخلين المعتمدين من ممارسة حقوقهم المرتبطة بهم.

3-5- **هيئات التوظيف الجماعي في القيم المنقولة:** عبارة عن مؤسسة تهدف إلى تكوين محفظة للقيم المنقولة والمنتجات المالية الأخرى وتسييرها لحساب الغير وهي مؤهلة لجمع الادخار مهما كان حجمه لاستثماره في سوق الأوراق المالية حسب سياسة توظيف محددة، يمكن التمييز بين نوعين من هيئات التوظيف الجماعي هما:

- **شركة الاستثمارات ذات رأس مال متغير (SICAV):** هي شركة أسهم ذات رأس مال متغير تصدر أسهما تماشيا مع طلبات الاكتتاب ويصبح كل مستثمر يشتري أسهما مساهما وله أن يدلي برأيه في تسيير الشركة أثناء الجمعيات العامة؛

- **الصندوق المشترك للتوظيف (FCP):** عبارة عن ملكية مشتركة لقيم منقولة، لا يتمتع بالشخصية المعنوية عكس شركة الاستثمار ذات رأس المال المتغير ويصدر حصصا، وليس لحامل الحصص أي حق من الحقوق المخولة للمساهم.

4- **شروط الإدراج في بورصة الجزائر:** لقبولها إدراج ورقة مالية لمؤسسة ما في بورصة الجزائر توفر شروط تتعلق بالمؤسسة الراغبة في الانضمام وشروط تتعلق بالقيم موضوع القبول وهذا بعد تشكيل ملف يتضمن وثائق خاصة

بالمؤسسة (وثائق تتعلق برأس مال المؤسسة، وثائق قانونية، ووثائق عامة حول المؤسسة) والتي تشكل في مجملها القيد المادي، اختيار الوسيط المرافق:

4-1- شروط خاصة بالقيم محل طلب الإدراج: تتلخص في الشروط الآتية:

- أن تصدر القيم المنقولة من طرف شركة ذات أسهم؛
- أن تكون الأسهم محل طلب القبول مدفوعة بكاملها؛
- أن توزع الأسهم المعروضة على الجمهور بما يقل عن 300 مساهم؛
- أن تكون السندات موضوع القبول موزعة على 100 مكتب على الأكثر يوم إدخالها في مفاوضات البورصة.

4-1- شروط خاصة بالمؤسسة محل طلب الإدراج: تتمحور ضمن ما يلي:

- الحد الأدنى لرأس المال 100 مليون دينار؛
- إصدار 20% من رأس مالها في شكل قيمة منقولة على الأقل؛
- نشر الوضعية المالية لسنتي الأخيرتين قبل طلب الدخول إلى البورصة؛
- تقديم جملة من المعلومات تحددها لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة؛
- أن تكون هذه المؤسسة قد حققت أرباح خلال الدورة السابقة لتاريخ إيداع طلب الدخول؛
- إعلان شركة تسيير البورصة القيم في حالة قيامها بتحويلات أو التخلي عن بعض الأصول قبل دخولها إلى البورصة؛
- تقديم تقرير عن تقييم أصولها من طرف خبير محاسبي؛
- أن تقدم دليلا عن وجود هيئة الرقابة الداخلية بالهيكل التنظيمي لها.

5- نظام التداول في بورصة الجزائر: يتخذ نظام التداول في بورصة الجزائر شكلين هما:

- 5-1- العرض العمومي للبيع (OPV): هو إجراء إلزامي على أي مؤسسة تدخل البورصة والذي نصت عليه المادة 50 من نظام لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، إذ أنه يسمح لأصحاب القيم المنقولة بعرض قيمهم للبيع إلى الجمهور في فترة محددة مسبقا، كما يسمح هذا الإجراء في الجزائر بعملية الخوصصة من جهة وضمن التسعير الضروري للقيم في البورصة من جهة أخرى، ويكون العرض العمومي للبيع إما بسعر أدنى أو بسعر ثابت:
- العرض العمومي بسعر أدنى: يتمثل هذا الإجراء في وضع عدد معين من السندات يوم إدخالها بسعر أدنى يقبل به المتدخلون عند التنازل عنها، بحيث يكون سعر الإدخال موافقا لسعر آخر مدفوع؛
- العرض العمومي للبيع بسعر ثابت: الذي يعرض بموجبه عدد من السندات للبيع بسعر محدد سلفا بحيث يحدد البيان المتعلق بعملية إدخال نفس المعلومات المنصوص عليها في العرض العمومي بسعر أدنى مع استبدال السعر الأدنى بسعر مقترح.

6- أوامر بورصة الجزائر: تأخذ الأوامر في بورصة الجزائر نوعين هما:

- الأمر بالسعر الأحسن: للسماح الحرية الكاملة في تقرير نوعية الورقة واتجاه التصرف (بيع أو شراء) ويتم تنفيذ هذا النوع من الأوامر حسب مقتضى الأحوال؛

- الأمر بالسعر المحدد: يضع العميل سعر معين لا تنفذ الصفقة عند سعر سوق أقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع، وعادة ما يضع المستثمر حد أقصى لفترة زمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر.

المراجع المعتمدة:

- شمعون شمعون، بورصة، بورصة الجزائر، دارهومة للنشر، الجزائر، 1993
- mansour mansouri, la bourse des valeurs mobiliers d'Alger, houma, 2002.
- منير إبراهيم هندي، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.
- منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1993.
- مبارك سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة: الجزء الأول، الطبعة الأولى، كنوز إشبيليا، الرياض، 2005.
- عيساوي سهام، الأدوات المالية المشتقة أهميتها، أنواعها وإستراتيجيتها - بورصة EURONEXT PARIS، الطبعة الأولى، دارالحامد، عمان، 2017.
- بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006.
- عبو عمر، الأسواق المالية ودورها في تعزيز أداء صناديق الإستثمار- دراسة تجارب دولية-، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسية بن بوعلي، الشلف، 2016.
- عامر نعمان فهد، الوسيط في سوق الأوراق المالية (دراسة مقارنة)، مذكرة ضمن متطلبات الحصول على البكالوريوس في القانون، كلية القانون، جامعة القادسية، 2017.
- رشام كهينة، محاضرات في الأسواق المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة أكلي محند أوالحاج، البويرة، 2015-2016.
- بوعبدالله علي، الأسواق والأدوات المالية، مطبوعة في مقياس الأسواق والأدوات المالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة، 2015-2016.
- سمية صلعة، مطبوعة دروس في مقياس المؤسسة والأسواق المالية، معهد العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، المركز الجامعي نور البشير، البيض، 2017-2018.