## 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 بنكير 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 للمستمثرين لتوظيف مدخراتهم؛
- توفير المناخ المناسب لتأسيس شركات المساهمة؛
- تكمن من إعادة تقديم المؤسسات لإحتياجاتها التمويلية لتصحيح الخلل في هياكلها 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:

1-3-1-1- **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

1-3-1-2- **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 عطائه 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 تسبيقا 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 ببيعه للجمهور أو لعملاء البنك.

1-4- **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:

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

- تتيح للمؤسسين تنويع 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 سمسرة، 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 محفظتهم 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 إلتزام 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 تتبقى 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 للبت 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 الإعتراض 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 الأتية:

**أ- صالة التداول:** تعرف كذلك بالمقصورة وهي مكـــان يبنى في شكل مدرج، تعينـــه لجنـــة البورصة لتنفيذ أوامر البيـــع 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 بإعتبارهم 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 إجتياز 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 ولايجوز 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؛

- المسلّم: 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 او لحساب شريك في بيت السمسرة المقيد عنده، ولا يسمح له مزاولة عمله إلا بعد دفع تأمين لدى شركة السمسرة كضمان، ولا يجوز سواء للمسلم أو المندوب أن يجمع بين الصفتين ولا يحق لهما أن يعملا 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 المزايدة:** 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 مكملة 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 إنخفاضا محسوسا ولم يعد الطلب عليها يتزايد يحق لإدارة البورصة إلغاء التسجيل، وبمجرد قبول تسجيل الورقة المالية في البورصة يصبح لزاما 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 او المنشأة المسجلة للورقة المالية عدة مزايا نوجزها في التالي:

- التسجيل يعد في حد ذاته إعلانا مجانيا للشركة حيث يعطي انطباعا إيجابيا 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 قائما 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 موضعا للمنافسة بين هؤلاء السماسرة، خاصة إذا علمنا أنه بإمكان بيوت السمسرة اللجوء إلى سماسرة الصالة لتنفيذ معاملاتهم؛

**ب- سماسرة الصالة**: يطلق عليهم سمسار السماسرة يقدمون الخدمة لمن يطلبها ويدفعون رسم العضوية من أموالهم الخاصة وفي فترات الذروة يمكن أن يقدموا خدماتهم للسماسرة 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، ويحدد مجلس المحافظين المكان الذي يعمل فيه كل متخصص ويجمع نشاط المتخصص بين نشاط السمسرة والإتجار.

**هـ- تجار الطلبيات الصغيرة:** يقصد بهم التجار الذين يقومون بشراء أوراق مالية في طلبيات بكميات كبيرة (100 ورقة أو مضاعفاتها) 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 او غير كسرية:

- **الأوامر الكسرية:** يشمل فيها الأمر على 100 ورقة أو مضاعفاتها ( 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 الفيصل 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 محددا بيوم

واحد طالما أنه لا يحدد سعرا معينا للتنفيذ؛

- **أوامر محددة بأسبوع أو شهر**: ينتهي الأمر الذي مدته أسبوع 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 أمرا مفتوحا نظرا 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 سعرا معينا للتنفيذ غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوما أو شهرا 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 قليلا (أمر الشراء) أو أقل قليلا (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 تعداه 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 قريبا جدا من سعر السوق.

- مخاطر تحديد سعر الإيقاف بعيدا جدا 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 إستخدام 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 للسمار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه ملائما، 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 الاسلوب وما رافقه من الارتفاع الهائل في قيم الصفقات المالية المتبادلة فيه زاد من كفاءة تلك الاسواق، ووفقا لأسلوب الهامش بدلا من أن يقوم المستثمر بتسديد ثمن الصفقة بالكامل نقدا يطلب منه فقط بتسديد جزء من الثمن عند ابرام 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 اجمالي 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 صكا يعطي لحاملها الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما أو الحقين 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 نسبي 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 للشـــركة، وبالتالي فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المســـاهم فيه مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون، عموما 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 حقوقا وواجبات متساوية لمالكيها، 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، وأيضا الاحتياطات في حالة بيع الأسهم الجديدة بقيمة تقل عن القيمة الجارية؛
- حق الترشح لمجلس الإدارة وفقا 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 مطروحا 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، رأسمالها، 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 تلتزم 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 لحامليها في مواجهة الشركة وتعبر 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 نسبيا؛
- 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 تعاقديا 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.

للسندات 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 أرباحا 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 بخصم 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 عائده يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكورة.

وتتنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها، لذا يمكن أن التمييز بين السندات وفقا للعديد من المعايير يلخص الجدول التالي:

| المعيار | النوع |
|---|---|
| **الجهة المصدرة** | - **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.<br>- **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 مميزاتها 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. |
| **طريقة السداد** | - **سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها:** حيث تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حامليها عندما يصل تاريخ الاستحقاق.<br>- **سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها:** وذلك بهدف التقليل من ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات. |
| **الحقوق المقدمة لحامليها** | - **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.<br>- **سندات ذات علاوة:** لمالكها 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. |
| **معدل العائد** | - **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.<br>- **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. |

| | |
|---|---|
| **إرتباطها بما تحققه الشركة** | - **سندات عادية:** لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.<br>- **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. |
| **الضمانات المقدمة** | - **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 بالالتزامات اتجاههم.<br>- **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. |

**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، لايحق 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:

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

| | |
|---|---|
| 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 توزيعا للأرباح يخضع للضريبة. | 8- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة. |
| 9- للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرورة 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 كفء 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 بدفع مقابل هذه الورقة بالنظر إلى العائد الذي يمكن أن يتحقق منها، وعليه يمكن تقديم إعطاء مفهوم شامل لها ، يكون سوق الأوراق المالية كفء 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، صناع 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 أخر 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 وأخر ، 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 الكفء للمعلومات الواردة بشروط الكافية، وتعد هذه الشروط أحد مقومات كفاءة التسعير في البورصة وبتوفير 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 الكفء 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 الكفء 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 للسمسرة 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 يرتكز 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 الكفء 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 شراءا، لان المشتري يستطيع أن يتصرف بملكيته 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، وتتمثل 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 مسالة 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 الأخرين، 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 لمتعامل ما لابد 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 تتوافر 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 المؤتمن 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.