



جامعة محمد بوضياف المسيلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



محاضرات في الأسواق المالية

مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثالثة
تخصص: إقتصاد نقدي ومالي

من إعداد الدكتور:

نبيل قدوش

أستاذ محاضر قسم "ب" بقسم العلوم الاقتصادية

جامعة محمد بوضياف المسيلة

السنة الجامعية 2024-2025

الفهرس

الفهرس.

قائمة الجداول والأشكال.

أ.....مقدمة

01.....المحور الأول: الإطار النظري للسوق المالي

01.....تمهيد

01.....أولاً: مفهوم السوق المالي

02.....1. تعريف السوق المالي ومراحل نشأته

05.....2. نشأة وتطور الاسواق المالية

07.....ثانياً: الوظائف الإقتصادية للسوق المالي

11.....ثالثاً: أهمية الأسواق المالية و عوامل نجاحها

11.....1. أهمية الأسواق المالية

16.....2. عوامل نجاح الأسواق المالية

19.....المحور الثاني: هيكل السوق المالي وأنواعه

19.....تمهيد

20.....أولاً: هيكل السوق المالي

20.....1. سوق النقد

23.....2. سوق رأس المال

27.....ثانياً: تقسيمات وهيكل سوق رؤوس الأموال

28.....1. السوق الأولي (سوق الإصدار الأولي)

- 35..... 2. السوق الثانوي أو سوق التداول
- 43..... 3. تقسيمات أخرى لأسواق المال
- 45..... ثالثا: التطورات العالمية التي تؤثر على هيكل السوق
- 49..... المحور الثالث: أهم المتدخلون السوق المالي
- 49..... تمهيد
- 50..... أولا: المتدخلون الاساسيون لتكوين السوق المالي
- 57..... ثانيا: شروط ممارسة الوساطة المالية في البورصة
- 57..... 1. بالنسبة لشركات الوساطة المالية
- 59..... 2. بالنسبة للاشخاص الطبيعيين للاعتماد كوسطاء ماليين في البورصة
- 69..... المحور الرابع: تنظيم السوق المالي
- 69..... تمهيد
- 70..... أولا: تنظيم عملية الافصاح عن المعلومات
- 71..... ثانيا: تنظيم عمليات التعامل
- 74..... ثالثا: تنظيم بعض الجوانب الخاصة بالمؤسسات المالية
- 77..... المحور الخامس: الأسهم والسندات كأهم أدوات الاستثمار في السوق المالية
- 77..... تمهيد
- 77..... أولا: صكوك الملكية - الأسهم
- 77..... 1. تعريف الأسهم
- 79..... 2. أنواع الأسهم وخصائص كل منها

86.....	ثانيا: صكوك المديونية – السندات.....
86.....	1. تعريف السندات
88.....	2. أوجه الاختلاف بين الأسهم والسندات.....
89.....	3. أنواع السندات
97.....	قائمة المراجع.

قائمة الجداول

والأشكال

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
26	هيكل السوق المالية	01
27	تقسيمات السوق المالي	02

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
40	الفروقات الجوهرية بين البورصات	01
40	الفرق بين البورصة والأسواق التقليدية العادية	02

المقدمة العامة

المقدمة العامة

السوق المالية تعد جزءًا حيويًا في الاقتصادات الحديثة، حيث تلعب دورًا هامًا في جمع رؤوس الأموال وتحويل الموارد المالية بكفاءة بين القطاعات المختلفة، تحتل الأسواق المالية مركزًا حيويًا في معظم دول العالم، حيث ينظر إليها كمؤشر مهم لصحة الاقتصاد.

الأسواق المالية تشكل آلية لتداول الأصول المالية مثل الأسهم والسندات والمشتقات، يتم بها شراء وبيع هذه الأصول من قبل المستثمرين والشركات، بالإضافة إلى ذلك، تلعب أيضًا دورًا مهمًا في تحفيز الابتكار وتوفير السيولة للأسواق المالية.

تعتبر الأسواق المالية مصدرًا رئيسيًا لتمويل الشركات والمشاريع، يتمكن الشركات من جمع الأموال من خلال بيع الأسهم أو إصدار السندات في الأسواق المالية، بفضل هذه الأموال يمكن للشركات تطوير أعمالها وتوسيع نشاطاتها، كما يمكن للمستثمرين شراء هذه الأسهم أو السندات والاستفادة من عوائد الاستثمار على المدى الطويل.

السوق المالية تلعب أيضًا دورًا هامًا في تحفيز الابتكار وتمكين الشركات الناشئة من الحصول على التمويل اللازم، من خلال الأسواق المالية، يمكن للشركات الناشئة جمع الأموال لتطوير منتجاتها وتوسيع نطاق أعمالها، تعمل الأسواق المالية كمنصة للتواصل بين المستثمرين المهتمين بالاستثمار في الشركات الناشئة ورواد الأعمال الذين يبحثون عن التمويل.

ومن المهم أيضًا أن نذكر أن الأسواق المالية توفر السيولة للاقتصاد، بفضل تداول الأصول المالية في الأسواق النقدية أو رأس المال وغيرها من تقسيمات السوق، يتمكن المستثمرون من سرعة تحويل الأموال بين الأصول المالية المختلفة والقطاعات المختلفة، هذا يوفر للمستثمرين القدرة على تحقيق ربح سريع عند الاستفادة من الارتفاع في قيمة الأصول المالية.



المقدمة العامة

يوجد أيضًا الأسواق المالية العالمية التي تساهم في تعزيز العولمة المالية، يتمكن المستثمرون من الاستثمار في الأسواق المالية في أنحاء مختلفة من العالم، مما يوفر لهم فرص للتنوع وتحقيق عوائد مرتفعة، بالإضافة إلى ذلك تمكن الأسواق المالية العالمية الحكومات والشركات من الحصول على التمويل من خارج الحدود الوطنية.

على الرغم من جميع الفوائد التي تقدمها الأسواق المالية، فإنها قد تواجه أيضًا بعض التحديات والمخاطر، من بين هذه التحديات يمكن أن تواجه الأسواق المالية التدهور الاقتصادي والتدهور السياسي والتقلبات السوقية، لذا من المهم وجود إشراف وضوابط قوية للحفاظ على استقرار الأسواق المالية وحماية المستثمرين.

باختصار، تعد الأسواق المالية آلية حيوية في الاقتصادات الحديثة، توفر تداول الأصول المالية في هذه الأسواق سيولة للاقتصاد وتساهم في تحفيز الابتكار وتوفير التمويل للشركات والمشاريع، بالإضافة إلى ذلك تعزز الأسواق المالية العولمة المالية وتمكن المستثمرين من تحقيق عوائد عالية، ومع ذلك من المهم أيضًا التعامل مع التحديات والمخاطر المرتبطة بالأسواق المالية من خلال تنظيم قوي وإشراف فعال. في هذه المطبوعة، سنتطرق إلى أهم العناصر الأساسية التي يجب أن يكون الطالب ملماً بها، في جانب التمويل والأسواق المالية.

المحور الأول:

الإطار النظري للسوق المالي

تمهيد:

تحتل الاسواق المالية مركزا حيويا في معظم دول العالم وخاصة في ظل النظم الاقتصادية الحديثة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الاموال فالاسواق المالية تمثل آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن هذه الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفوائض المالية إلى القطاعات ذات العجز المالي .

أولا: مفهوم السوق المالي.

كشف التطور التاريخي لأسواق المال منذ قرون مضت تراكم الخبرة والممارسة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية على الصعيد المحلي والدولي وقد ساعد شمولية هذه الخبرة والممارسة على تطور قنوات الاتصال وفعاليتها بحيث جعلت من هذه الأسواق في لحظة دون حدود جغرافية لاطارها المادي

سنتطرق في هنا إلى تعريف السوق المالي وأهم المراحل التي أدت الى نشأته وذلك في المطلب الأول منه ثم نتطرق الى الوظائف الاقتصادية في المطلب الثاني وفي المطلب الثالث سنقوم بعرض أهمية وأهم العوامل التي تؤدي الى نجاحه

لقد أظهر تطور الأسواق المالية عبر القرون ثروة من الخبرات والممارسات المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية، سواء على المستوى المحلي أو الدولي. وقد ساهمت هذه الخبرة الواسعة في تعزيز قنوات الاتصال وكفاءتها، مما سمح لهذه الأسواق بالعمل بشكل فوري، متحررة من قيود الجغرافيا الطبيعية. في هذا القسم، سنقوم أولاً بتعريف السوق المالية واستكشاف العوامل الرئيسية التي ساهمت في ظهورها، بعد ذلك سنتناول الوظائف الاقتصادية في القسم الثاني، وأخيراً في القسم الثالث، سنسلط الضوء على الأهمية والعناصر الحاسمة التي تساهم في نجاحها.

1. تعريف السوق المالي ومراحل نشأته

نتطرق هنا إلى تعريف الاسوق المالية حسب اختلاف المفاهيم التي أوردها الكتاب الاقتصاديون لها، ثم نتطرق إلى الخلفية التاريخية التي نشأت بها السوق المالية خلال التطور التاريخي لها، غلى أن وصلت الى الوضع الحالي المعروفة به الآن، وذلك على النحو الآتي:

تعريف السوق المالي:

تعددت تعريف السوق المالية باختلاف الزاوية التي ينظر لها منها، إلا أننا هنا نورد عددا من التعاريف وذلك على النحو الآتي:

❖ **المفهوم الواسع:** تشمل الأسواق المالية جميع الأسواق والمؤسسات المنظمة التي تتعامل مع أدوات الدين طويلة الأجل، مثل الأسهم والسندات الحكومية والسندات الخاصة والقروض طويلة الأجل والرهون العقارية والودائع الادخارية طويلة الأجل.

❖ **الفهوم الضيق:** يرى Rouyer et Choinel سنة 1996م : تُعرّف الأسواق المالية بأنها أسواق للقيم المنقولة، وتمثل هذه القيم منذ القرن الماضي شكلاً جديداً من أشكال الثروات التي لها أهمية كبيرة في شكل قيم قابلة للتداول إما في شكل حقوق الشركاء أو حقوق الدائنين، حيث يمكن أن تجلب عائداً لصاحبها وهي نوعان¹:

(1) **الأسهم:** أو ما كان يسمى بالايرادات المتغيرة القيمة، حيث يكون لحاملها حقوق التصويت وقد يحصل على جزء من الأرباح أو يتحمل جزءاً من الخسائر.

¹ A-Choinel et G. Rouyer «le marché financier» 6 éme et panque 1996,p06

2) **السندات:** أو ما كان يُطلق عليها الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، ذات الأرباح المضمونة في تاريخ الاستحقاق.

التعريف الأول: الأسواق المالية هي أسواق لتحويل مدخرات أصحاب النقد (أصحاب الفائض المالي) إلى أصحاب العجزهم بحاجة للتمويل المالي من خلال المؤسسات المالية، وهذا التحويل للأموال بين الاثنين صعب للأسباب التالية¹:

- ❖ هناك اختلاف في تسعير العائد ما بين الطرفين، فكل طرف يريد تعظيم عائده بأقل تكلفة.
- ❖ عدم معرفة الطرفين ببعضهم (كما في البنوك التجارية)، أو في معرفة الطرفين لبعضهم مثل معاملات البورصة، يؤدي إلى عدم وجود الثقة بين الطرفين.
- ❖ يختلف الطرفين بناءً على عوامل موضوعية مثل التضخم ومعدل الفائدة في تحديد تاريخ استحقاق التمويل، فكل يدفع باتجاه تعظيم العائد بأقل تكلفة مع تاريخ استحقاق مناسب.

التعريف الثاني: تتميز الأسواق المالية عن أسواق النقد بأنها أماكن يلتقي فيها الطلب على الأموال طويلة الأجل والعرض عليها ما بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز المالي، وبالنسبة للمستثمرين فهي وسيلة لزيادة سيولة مدفوعاتهم المالية، وبالنسبة للمؤسسات المالية فهي مصدر للتمويل لاستكمال المشاريع الاستثمارية القائمة أو المخطط لها مستقبلاً، من خلال إطار ينظم إجراءات التداول كضرورة من ضرورات الحياة الاقتصادية².

التعريف ثالث: السوق المالية هي مكان أو منظمة تجمع بين من يقدمون الأموال ومن يطلبونها، من أجل تعبئة الأموال الفائضة من طرف وإعادة توجيهها إلى عجز طرف آخر بحاجة إلى التمويل، مع

¹ سعيد توفيق عبيد، الإستثمار في الأوراق المالية، دار النشر مكتبة عين الشمس، القاهرة طبعة 1998، ص 41

² حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، العدد 01، 1997، ص 07

مراعاة شروط موضوعية تحكم العملية وتكون محددة مسبقًا، مثل العوائد المتوقعة من تخصيص الأموال وتاريخ الاستحقاق والتضخم وغير ذلك من العوامل¹.

التعريف الرابع: السوق المالية هي إطار عمل يربط بين وحدات الادخار (فائض الأموال) التي ترغب في الاستثمار في السوق المالي، وما بين ووحدات العجز المالي التي تحتاج إلى أموال لتمويل الاستثمار، من خلال مجموعات متخصصة تسمى الوسطاء تعمل في السوق المالية والنقدية، في ظل قنوات اتصال فعالة، تمكن من تبادل الأموال بين طالبي الأموال وعارضيهما².

التعريف الخامس: عرف أحد الكتاب الأسواق المالية بأنها "المكان الذي يلتقي فيه المشترون والبائعون للأموال المالية من خلال إجراءات قانونية وإدارية ومالية، سواء كان البائعون والمشترون من المدخرين أو المستثمرين للأموال، وتمثل النظام الذي تعمل من خلاله الأسواق المالية، ويحكم هذا النظام الممارسات السائدة في الأسواق المالية، ونمط العلاقات بين الطلب على الأموال وعرضها، والقوانين والإجراءات التي تحكم المعاملات"، ومن خلال تحليل التعريف السابق يمكن استنتاج الخصائص التالية للأسواق المالية:

❖ هناك ثلاثة أطراف تتدخل في السوق المالية وهي أصحاب الفائض المالي واصحاب العجز المالي والوسيط بينهما.

❖ يكون التمويل في السوق المالية من خلال أموال سائلة أو إئتمان أو أوراق مالية وغير ذلك من الأصول التمويلية المتداولة في السوق المالية.

¹ عبد الغفار حنفي، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، طبعة أولى، الإسكندرية، مصر، 2003. ص 63.

² أرشد فؤاد التميمي، الإستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة جامعة الإسراء، الطبعة الأولى عمان، 2004، ص 110

❖ تتأثر الأسواق المالية بمجموعة كبيرة من العوامل الموضوعية وحتى غير الموضوعية التي تميز السلوك الانساني، بما في ذلك سلوك البائعين والمشتريين والوسطاء، والعرض والطلب على الأموال. تزداد الحركات في الأسواق المالية مع زيادة علاقة العرض والطلب على الأموال في الأسواق المالية¹.

2. نشأة وتطور الاسواق المالية.

الأسواق المالية في رحلتها الطويلة من النشأة إلى التطور في شكلها الحالي، والتي وصلت إلى ما نحن عليه الآن من التطور خاصة نظم التمويل ونظم الدفع والمقاصة الالكترونية وغيرها، وعليه فإننا هنا نفضل مراحل نشأتها وتطورها على النحو الآتي²:

المرحلة الأولى: وهي المرحلة الأولى في تبلور السوق المالي في ميدان التمويل، من أبرز خطوات هاته المرحلة أن البنك المركزي بدأ في الظهور والتطور كمؤسسة وحيدة على رأس الهرم في الجهاز المصرفي، متخصصة في إدارة البنوك التجارية التي كانت حتى ذلك الحين تتمتع بحرية مطلقة في النشاط، وخلال هذه المرحلة ظهرت البنوك التجارية لتقوم بمهامها التقليدية في الوساطة المالية غير المباشرة وإدارة وسائل الدفع المتاحة، مثل خصم الأوراق التجارية وتقديم الائتمان، وفقاً لقواعد البنك المركزي الذي بات يعرف ببنك الحكومة وبنك البنوك، باعتباره مستشار الحكومة المالي، وبنك إعادة تمويل البنوك والملجأ الأخير للإقراض.

المرحلة الثانية: ما ميز هاته المرحلة هو ظهور بنوك تجارية متخصصة في الاقتراض متوسط وطويل الأجل في سوق رأس المال، بما في ذلك البنوك الصناعية والبنوك الزراعية والبنوك العقارية وبنوك الاستثمار التنموي وغير ذلك من البنوك التي تعمل في مجال القاراض المتخصص الموجه لقطاعات محددة دون أخرى، وبدأت هذه البنوك في إصدار سندات متوسطة وطويلة الأجل لتلبية الاحتياجات التمويلية لمختلف المشروعات

¹ أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007، ص 13 ص 14

² جمال جويادات الجمال، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2002، ص 18

الاستثمارية، في حين أصدر البنك المركزي سندات الخزينة واذونات الخزينة لتمويل العجز في سيولة المالية العامة والمخططات التنموية متوسطة وطويلة الأجل.

المرحلة الثالثة: في هذه المرحلة ظهرت سوق النقد كسوق منفصلة من حيث طبيعة الأدوات التمويلية المتداولة فيها، وبدأت الأوراق التجارية قصيرة الأجل أقل من 90 يوم يتم تداولها وخصمها وإعادة خصمها، ناهيك عن شهادات الإيداع (CDs) المحلية والدولية في التحرك عب الحدود الدولية للتمويل، كما بدأ التكامل بين أسواق النقد المحلية والدولية من جهة، وبينها وبين الأسواق المالية خاصة سوق رأس المال من جهة أخرى.

المرحلة الرابعة: في هذه المرحلة ومع تسارع تطور وسائل تكنولوجيا الاعلام والاتصال المختلفة، وظهور البورصات باختلاف إمتدادها الدولي والمحلي وطبيعة وموضوع عملها، فقد اندمجت الأسواق المالية مع أسواق النقد وأسواق ما بين البنوك وغير ذلك من الأسواق، واندمجت الأسواق المحلية مع الأسواق العالمية مع سهولة حركة رؤوس الأموال خاصة مع ظهور رؤوس الأموال الساخنة التي تتحرك سريعاً تبعاً لفروقات اسعار الفائدة واسعار الصرف بهدف تحقيق الربح السريع، وأصبحت الأسواق المالية أكثر اهتماماً بتداول الأوراق المالية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات ناهيك عن عدة أدوات تمويلية أخرى كسندات الورو-دولار، وقروض الأورو- دولار وشهادات الايداع وشهادات الاستثمار وغير ذلك من أدوات التمويل المعولة عالمياً.

نشير هنا إلى أن الأسواق المالية لديها مرتكبات خاصة بها، تطورت بتطور مراحل وطبيعة الأدوات التمويلية والمؤسسات العاملة في الأسواق المالية، وعليه فإنه يمكننا القول بأن هذه الأسواق تستند على المرتكبات التالية¹:

¹ هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، طبعة أولى، عمان، الأردن 2003، ص33.

- ❖ السوق المالية هي مجموع الأسواق الجزئية، فسوق رؤوس الأموال هي التي تتعامل بالأوراق المالية الطويلة الأجل مثل الأسهم والسندات، وسوق النقد تلك التي تتعامل بأصول قصيرة الأجل، سوق سندات الخزينة هي التي يتم فيها تداول سندات الخزينة واذونات الخزينة وهكذا.
- ❖ السوق المالية هي تلك السوق التي تجمع عارضي الأوراق المالية على اختلاف موضوعها ومدة استحقاقها، وطالبي تلك الأوراق بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها الجمع بين الطرفين، أو المكان الذي يتم فيه عقد صفقات البيع والشراء سواء أكان بورصة أو بنك أو ما بين هذا وذلك.

ثانيا: الوظائف الاقتصادية للسوق المالي.

- ❖ وظيفة تعبئة المدخرات وتمويل الأعوان الإقتصاديون: وهي من أهم الوظائف المنوط بالسوق المالية على اختلاف تفرعاتها وهيكلها توفيره في الاقتصاد مهما كانت خلفيته الفكرية والقوة الاقتصادية، هاته الوظيفة نفضلها على النحو الآتي¹:

تعبئة المدخرات المالية خاصة تلك التي تتميز بأنها مكنتزة لدى العائلات وتوجيهها لتمويل الاقتصاد الوطني من خلال تعبئة رأس المال الذي تحتفظ به الجهات الفاعلة الاقتصادية القادرة على توليد الأموال.

تكون الشركات أهم أركان التمويل في السوق المالية، من خلال دخولها طالبة للأموال باختلاف الاصول التمويلية المتاحة في السوق المالي باختلاف فروعها.

- ❖ توفير التمويل طويل الأجل للمؤسسات والإدارات لتسهيل نموها لا يمكن التقليل من أهمية مساهمة الأسواق المالية في تمويل الاستثمارات الثانوية:

¹ نفس المرجع، ص.ص 22-24.

للـ يمثل رأس المال الجماعي تمويلاً طويلاً الأجل وهو مهم بشكل خاص في البلدان ذات رأس المال السهمي المنخفض.

للـ توفر الأسواق المالية حلقة وصل مباشرة وغير مباشرة بين المدخرين أصحاب الفائض المالي الذين يرغبون في استثمار أموالهم وبين المستثمرين أصحاب العجز المالي، والذين هم بحاجة إلى الأموال لتمويل مشاريعهم واستثماراتهم، من جهة أخرى فإن الأسواق المالية توفر الأدوات المالية للدولة والسلطات العامة لتحقيق المشاريع الاستثمارية وضبط "عجز الموازنة العامة للدولة"، فإن الثقة في الأسواق المالية هي أحد الشروط الأساسية لتمويل التنمية المتوازنة.

❖ وسائل تنظيم سيولة المدخرات المستثمرة على المدى الطويل: هذه الوظيفة مكملة للوظيفة

الأولى وتجنب مخاطر عدم حركة المدخرات من خلال التمكين من تسوية عروض السندات والعروض.

لضمان السيولة في السوق، يجب على المتداولين تحديد ما يبحثون عنه في المقابل بدقة كبيرة، مثل الأوراق المالية أو الأموال النقدية السائلة أو حتى الائتمان مثل البيع بالأجل أو غير ذلك من الأصول التمويلية، ولا يمكن أن تحدث هذه السيولة إلا إذا كانت السوق كبيرة بما بات يعرف بعمق السوق، أي يجب أن يكون هناك عدد كبير من الأصول المالية المتداولة، ناهيك عن اتساع السوق من خلال قيمة مالية كبيرة للتداول في السوق المالي، من خلال تداول يومي كبير حتى يمكن للأسعار أن تتأثر وتتغير دون تقلبات كبيرة تكون أحياناً شاذة تعرقل عملية التمويل أو تعمل على ظهور حالات ذعر قد تتحول إلى أزمات مالية واقتصادية.

❖ قياس قيمة الأصول التمويلية: تُظهر جدول التسعيرة في البورصة سعر جميع الأوراق المالية والمشتقات المالية المتداولة فيها، وذلك لأن سوق الأوراق المالية على سبيل المثال تعد أحد أفضل مكان وآلية لقياس القيمة غير المدرجة في البورصة والتي تكون مماثلة لها مع وجود مجموعة من الظروف التي يمكن تقييمها.

يتم قياس هذه الأصول في سياق سوق الأوراق المالية، وهي حساسة للتطورات في البيئة الاقتصادية والاجتماعية والدولية الأساسية. ويمكن أن يكون هذا القياس اعتباطياً، حيث يمكن أن يبالغ أو يقلل من قيمة الشركة، يأخذ التقييم في الاعتبار، من بين تقنيات التقييم الأخرى، رغبة البائع في إتمام الصفقة من أجل تسعير الشركة في البورصة ما يعرف بالقيمة العادلة أو القيمة الحقيقية، فإن القيمة المتوقع إنشاؤها على أساس الرسملة، وذلك بشكل أساسي من خلال وضع افتراضات حول مستقبلها وعلى المدى المتوسط (تحليل الميزانية، وتجربة نماذج الإنتاج، وسجلات الأعمال وآفاق السوق للشركة).

❖ الوسائل المساعدة لتبادل ملكية أو المشاركة في ملكية الشركات الصناعية والتجارية: يمكن للمؤسسات أن "تتوسع" عن طريق إصدار السندات، وتعمل الأسواق المالية على شراء الأوراق المالية لمؤسسة ما ودمجها مع مؤسسة أخرى أو أجزاء منها¹؛

كما يكون ذلك من خلال تسهيل المعاملات المالية بين البائعين للأوراق المالية والمشتريين للأوراق المالية، والتي من خلالها يتم تشجيع تحويل الادخار إلى الاستثمار بدل الإبقاء على الأموال مكتنزة وخارج الدورة الاقتصادية.

¹ أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007، ص 15

❖ تعمل السوق المالية بكل تفرعاتها وأقسامها على توفير التمويل القصير، المتوسط والطويل، فهو يوفر

تمويلاً متوسط وطويل الأجل للمستثمرين والشركات بتكلفة أقل من الاقتراض من البنوك، وتكون بديلاً عندما تكون القروض غير متاحة أو غير ممكنة.

كما يوفر السوق المالي للشركات التي يتم تداول أوراقها المالية في الأسواق المالية القدرة على بيع وشراء تلك الأوراق المالية بسهولة ويسر، وضمان نقل ملكيتها من مشترٍ إلى آخر دون بيع ملكية الشركة أو التأثير على ملكية الشركات الأخرى المدرجة في الأسواق المالية.

كما تشكل الأسواق المالية وسيطاً مالياً بين الجمهور الراغب في الاستثمار المالك للتمويل من جهة والمؤسسات المالية التي تقوم على تعبئته والشركات والخدمات التي تكون طالبة للتمويل، وبالتالي فهي مرحلة من مراحل النظام المصرفي في تمويل الاقتصاد باختلاف قطاعاته.

كما تشجيع استقطاب رؤوس الأموال الدولية، والإستثمارات الخارجية المباشرة وغير المباشرة، إذا ما تحول السوق المالي المحلي لسوق إقليمي دولي، وتوفرت فيه شروط الامتداد الدولي للتمويل.

كما الأوراق المالية المتداولة في السوق المالي باختلافها، تعتبر من الضمانات الجيدة والمقبولة عند منح القروض لدى البنوك التجارية على اعتبار قدرة البنوك على إعادة بيعها عند عدم القدرة على التسديد، فهي تعمل على ضمان وتوزيع مخاطر عدم التسديد.

كما إضافة على ما سبق من وظائف الأسواق المالية، فإن الأسواق المالية توفر الإتصالات بين البائعين وهم اصحاب الفائض المالي والمشتريين وهم المستثمرين الهادفين الى التمويل أي أصحاب العجز المالي، وتقوم بتسهيل عمليات الشراء والبيع للأوراق المالية والأصول التمويل على اختلاف موضوعها وتخصصاتها وتفرعاتها بين القطاعات.

ثالثاً: أهمية الأسواق المالية و عوامل نجاحها.

شكلت الأسواق المالية خلال مرحلة تطورها في ملحمتها التاريخية، روافد التمويل للاقتصاد الذي يرغب في تحقيق تنمية مستدامة، سواء معتمدة على الداخل من خلال ضمان تعبئة المدخرات المالية المحلية، أو معتمدة على الخارج من خلال ضمان التمويل من الخارج، وعليه فإن أهمية السوق المالية بكامل أجزائها وتفرعاتها لها الأهمية الكبرى في قيادة قاطرة النمو الاقتصادي، هاته الأهمية إضافة على عوامل النجاح انفصلها على النحو الآتي:

1. أهمية الأسواق المالية:

تكمن أهمية الأسواق المالية في أمور متعددة نذكر منها مايلي¹:

❖ **تكمن أهمية السوق المالية في تشجيع السلوك الاستثماري لدى الجمهور خاصة قطاع الأفراد والعائدات،** من خلال العمل على ملاحظة الناس للأنشطة التي تجري في الأسواق المالية وعائداتها وأرباحها، حيث يتم تداول الأسهم والسندات والأدوات التمويلية الأخرى، التي يصدرها المستثمرون ووسطاؤهم بغرض تمويل أو إقراض مشاريع استثمارية ذات عائد اقتصادي ومالي، وعليه فإن توفير أدوات الاستثمار القابلة للتداول بسهولة ودون خسارة قيمتها الاسمية ان لم تحقق عائد مالي في الأسواق المالية ذات الصلة، فإن ذلك يحفز الجمهور على القيام بنفس الشيء في الأسواق المالية بكل تفرعاتها، مما يساهم بشكل مباشر أو غير مباشر في تحويل المدخرين المكتنزين للأموال إلى مستثمرين، عندما ينشأ الطلب على هذه الأدوات التمويلية ذات العائد المالي وسهولة التداول، وفي المقابل يتخلون عن السيولة التي ادخروها واكتنزوها لصالح الاستثمار ما يوفر التمويل للاقتصاد وللمشاريع الاستثمارية.

¹ جمال جويديات، مرجع سابق، ص 25

❖ وكلما انتشر الوعي بأهمية الأنشطة الاستثمارية، ولا سيما من خلال القنوات الإعلامية المختلفة كوسائل الإعلام وشبكات التواصل والمناهج الدراسية والبحث العلمي الأكاديمي، وكلما كان هذا النشر (الوعي الاستثماري) متوافقاً مع الازدهار الاقتصادي والمناخ الاستثماري المواتي عادة، كلما ازدادت أهمية الأنشطة الاستثمارية وأصبح دور الأسواق المناسبة حافزاً مباشراً ومحور جذب مهم للأفراد والشركات لتحقيق تكامل أكبر بين أنشطة الأسواق الإقليمية والوطنية والدولية.

❖ تكمن أهمية الأسواق المالية في أنها تقوم بتعبئة الموارد المالية الصغيرة والمتناهية في الصغر من الجمهور، وتعمل على تحفيز المدخرين عندما تؤدي دوراً فعالاً في زيادة العائد على المدخرات، وهو ما يشكل مصدراً لتمويل المستثمرين من خلال إكتتاب الجمهور في الأسهم والسندات والمشتقات المالية والأصول التمويلية الأخرى، وكلما كانت الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية المحيطة بهذه الأسواق أكثر ملاءمة، كلما زاد الدور الذي تلعبه السوق المالية في تحفيز تحويل المدخرات إلى إستثمارات، وعلى وجه الخصوص عندما يدرك المدخرون أن عوائد مدخراتهم أكبر من العوائد التي يمكن تحقيقها من خلال المدخرات العادية في النظام المصرفي.

❖ من جهة أخرى فإن أهمية السوق المالية تكمن في أنها توفر مجالاً واسعاً لتيسير لتبادل الأصول الاستثمارية بين الفاعلين الاقتصاديين الرئيسيين - الأسر والمؤسسات والحكومات - لتحويل الموارد إلى المستقبل ما يؤدي إلى نمو الناتج الحالي ورفع الاستهلاك المستقبلي على اعتبار وجود نمو في التمويل لذلك.

❖ تقوم السوق المالية على الربط بين نشاط الاستثمار قصير الأجل ونشاط الاستثمار طويل الأجل من خلال عملية الوساطة الهادفة إلى تأجيل تاريخ الاستحقاق، وذلك راجع لتنوع الأصول التمويلية في هذه الأسواق مثل شهادات الإيداع المصرفية والأوراق التجارية ومروحة واسعة أخرى من الأصول التمويلية التي تشكل بدائل، والتي تنتمي إلى أنشطة الأسواق المالية قصيرة الأجل والتي تسمى بسوق النقود ناهيك عن الأصول

التمويلية طويلة الأجل مثل الأسهم والسندات طويلة الأجل، التي تنتمي إلى سوق رأس المال، كما يلاحظ وجود أسواق الصرف الأجنبي، والتي يمكن أن تكمل جوانب مهمة من السوق المالية من خلال توفير العملات الصعبة للمدفوعات الدولية، وبالتالي فإن الهامش الضروري للمضاربة يتعايش مع النشاط الأساسي للاستثمار من حيث العائد والتكلفة ودرجة المخاطرة في ظل توفر البدائل¹، مما يوفر السيولة اللازمة للسوق المالية من جهة وللمؤسسات التي تعتمد عليه في إدارة أعمالها من جهة أخرى.

❖ **أهمية السوق المالية تكمن في كونها ومن خلال إدارتها ووضعها المهني وخبرائها ذوي التخصص العالي،** تقدم الاستشارة المالية للشركات المصدرة للأدوات التمويلية المتداولة في السوق المالية، ومن خلال تحليل عوامل الطلب والعرض لهذه الأدوات كاستشراف للمخاطر وحجم العائد والتكلفة عليها، ناهيك عن تحديد احتياجات هذه الشركات وأنسب الأدوات المالية والبدائل التمويلية، إضافة إلى تقديم أنسب الطرق لتمويل هذه الاحتياجات المالية للشركات، كما يمكن تقديم التوصيات الناتجة عن الخبرة في النشاط الاستثماري ونوعية المعلومات الواردة إلى المؤسسات التمويلية نتيجة علاقاتها المختلفة في الاقتصاد ومؤسساتها، وذلك من خلال تحديد أنسب الأدوات المالية وأنسب الطرق لتمويل هذه الاحتياجات لدى الشركات على اختلاف موضوع النشاط وقطاع النشاط وجغرافيا النشاط لهاته الشركات.

❖ **تكمن أهمية السوق المالية في ضمان التوازن بين الطلب والعرض على اتمويلي والاصول التمويلية، وذلك** من خلال الحفاظ على نمو مستقر للجوانب الرئيسية لعوائد أدوات الاستثمار المختلفة بحيث تضمن عدم الاختلال بين العرض والطلب على التمويل والاصول التمويلية، ويمكن تحقيق ذلك من خلال عمليات التحوط التي تمارسها مؤسسات إدارة الأسواق المالية، خاصة عند توجيه حركات المضاربة والحد من المبالغة في تقلبات الأسعار، ومن ثم فإن الأسواق المالية هي إحدى الأسواق الرئيسية في الاقتصاد الفردي الحر، حيث

¹ حسين عطا غنيم، تحليل أخطار التمويل والاستثمار، جامعة القاهرة، مصر 1998، ص 29.

تساهم في الحفاظ على استمرارية الآليات المنهجية للسوق في مواجهة تقلبات الأسعار. ويتحقق ذلك من خلال التفاعل بين أسواق السلع والخدمات والموارد والأموال بفضل الأسواق المالية المتطورة.

❖ تعد الأسواق المالية أحد أهم المراجع الأساسية والهامة لبيان وقياس مدى كفاءة السياسات الإستثمارية العمومية التي تعمل الحكومية على تصميمها وعرضها في بين الساية العامة للحكومة، والتي تكون واجهة لكفاءة وفعالية الأداء في الإقتصاد .

❖ من خلال سلطات ومؤسسات إدارة السوق المالية باختلاف تفرعاتها، فإن إلزام الشركات بالإفصاح عن المعلومات بشفافية ومراقبة التبادلات في الأصول التمويلية في ممرات سوق رأس المال والسوق النقدية وغيرها، يمكن أن يلعب دورًا رئيسيًا في ضمان بيئة استثمارية شفافة بعيدا عن التلاعب بالقوائم المالية وطرح البيانات التظليلية التي تضر بالاستثمار.

ازدادت أهمية الأسواق المالية في العصر الحديث بسبب الطلب المتزايد على الأموال لإنشاء مشاريع استثمارية في المجتمع من جهة ومدى قدرتها على تعبئة الادخار مهما كانت قيمته المالية لتوفير القدر اللازم من التمويل في الوقت المناسب وبالقدر الكافي، ويمكن تلخيص أهمية الأسواق المالية في المجتمع بعوامل أخرى مثل¹:

❖ تعبئة مدخرات قطاع العائلات بشكل خاص وهو متناهي في الصغر وله تأثير كبير من القيمة المالية واستقرارها، ولك لتحفيز مجالات الإستثمار في القطاعين العام والخاص، ناهيك عن تنشيط الإقتصاد الوطني ككل ودفع عجلة النمو الاقتصادي.

❖ تمثل الأسواق المالية منافذ قانونية وشرعية لاستثمار الاموال بعيدا عن الممارسات غير القانونية او غير الاخلاقية في الاستثمار وتبييض الأموال.

¹ أمين عبد العزيز حسن، مرجع سابق، ص 14

- ❖ القدرة على تكوين التراكم الرأسمالي مختلف من حيث تواريخ الاستحقاق لأجال قصيرة أو طويلة، يمكن المشاريع الاقتصادية من الاستثمار براحة تامة بعيداً عن ضغوطات المركز المالي وأجال الدين.
- ❖ تحقيق التوافق بين الغاية الاستثمارية لدى البائع للأوراق المالية والأصول التمويلية، والغاية لدى المشتري للحصول على الكمية التي تعظم الأرباح بأقل تكلفة من الأصول التمويلية وللأوراق المالية .
- ❖ يعتبر سوق الأوراق المالية على وجه الخصوص والسوق المالية بكل تفرعاتها على الوجه العام من القطاعات الرأسمالية الهامة، التي تعمل على ضمان سيولة الأموال المستثمرة سواء في القطاع المصرفي أو في البورصات، وذلك على شكل أسهم وسندات ومشتقات مالية، أي أن السوق المالية هي الجهاز الذي يتم تمثيله بطريقة بسيطة ومريحة، عندما يحول تمويل رأس المال الأوراق المالية إلى أموال جاهزة، أو العكس.

- ❖ تعبئة المدخرات والاحتفاظ بها وتوفير قنوات وآليات الإستثمار الشرعية والقانونية التي تعود بالربح على المدخرين، وتوفير التمويل للمستثمرين، وتمكين الاقتصاد من تنمية معتمدة على الذات للإقتصاد ككل.
- نشير هنا إلى أن الأسواق المالية تشكل أنماط وإيقاع النمو الاقتصادي، وأداء القطاعات الاقتصادية والاعوان الاقتصاديين ككل بما توفره من تمويل، وعله فهي تؤدي دوراً هاماً في عملية التنمية لأنها تؤدي دوراً رئيسياً في تراكم رؤوس الأموال بجميع أنواعها وأجلها وإعادة استثمارها في المشاريع ذات العائد المالي والاقتصادي، وذلك راجع لطبيعة الأسواق المالية التي تتكون من سلسلة من القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من مختلف الأفراد والمؤسسات والقطاعات في المجتمع إلى أفراد ومؤسسات وقطاعات أخرى؛ وتمثل المجموعة الأولى أولئك الذين لديهم فائض من الأموال ولديهم الرغبة في توزيعها، بينما تمثل المجموعة الثانية أولئك الذين يحتاجون إلى هذه الأموال لفترة زمنية معينة، أي قطاع العجز المالي، ويتطلب تدفق الأموال عبر هذه القنوات، وفقاً لسياسات محددة ومن خلال أدوات مالية مختلفة، وجود مؤسسات مثل البنوك التجارية

والمؤسسات المالية وشركات الوساطة المالية في البورصة وغير ذلك من مكونات القطاع التمويلي والسوق المالية.

وعليه فإن أهمية السوق المالية بكل مكوناتها وهيكلتها تكمن في قدرتها على تعبئة المدخرات المالية في المجتمع، والقدرة على توجيهها واستخدامها لصالح الاقتصاد الوطني بكفاءة كبيرة تكون لها مردودية مالية واقتصادية فيما بعد، وذلك لارتباطها ارتباطاً مباشراً بكفاءة الاقتصاد الوطني ككل وتنميته.

وأخيراً، تتضح أهمية السوق من عمق واتساع نطاق الأصول التمويلية على اختلاف نمطها وسوق تداولها وقدرتها التمويلية المباشرة أو غير المباشرة والمرونة النسبية لتسييلها دون خسارة في قيمتها الاسمية أو العائد منها في وقت قصير ودون عراقيل، حيث أن تنظيم السوق يزيد من سرعة تداول الأوراق المالية، أي أنه يضمن استمرارية الأوراق المالية وقيمتها العادلة وإمكانية تمويل القطاعات المختلفة¹.

2. عوامل نجاح الأسواق المالية:

هناك تفاوت كبير في أهمية الأسواق المالية من إقتصاد إلى آخر أو من موقع إلى آخر وذلك نتيجة لعوامل مختلفة نذكر منها:²

❖ تشكل الأسواق المالية بايقاعها وقدرتها التمويلية مرآة تعكس واقع الاقتصادات التي تعمل فيها وكفاءتها، وسواء كانت هذه الاقتصادات متطورة ومتكاملة هيكلية ومحكومة بأنظمة السوق والمؤسسات الخاصة والآليات الحرة، أو على العكس من ذلك كالاقتصادات المخططة أو الاشتراكية أو التي تجمع بين هذا وذلك وتكون محكومة بأنظمة شمولية ومؤسسات حكومية تغرس تشوها في منظومة السعر وتشوه الواقع، فإن

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 120

² جمال جويدات الجمل، مرجع سابق، ص 27

الأسواق المالية تعكس واقع الاقتصادات التي تندرج فيها، كما أنها كذلك ومما لا شك فيه أن الأسواق المالية قد حققت تقدماً في الاقتصادات المتقدمة أكثر مما حققت في البلدان الأخرى.

❖ من جهة أخرى ترتبط أهمية الأسواق المالية بالدور المتزايد لشركات المساهمة الكبيرة ذات المرونة العالية لتقلبات الأسعار والتغيرات في الاقتصاد الوطني والدولي سواء أكانت محلية أو متعددة الجنسيات، حيث يتناسب حجم هذه الشركات وطبيعتها مع أهدافها الاستثمارية والاقتراضية وقاعدة مساهمها وعدد المساهمين فيها، يتم تحديد التركيز على الأسواق المالية في التمويل¹.

❖ تبرز أهمية الأسواق المالية مع تطور مستوى ونشاط وتنظيم أجهزة المعلومات والاتصالات، وكلما ازدادت سهولة نشر المعلومات ازدادت شفافية الأسواق المالية، وبالتالي ازداد الدور الذي تلعبه هذه الأسواق في زيادة نطاق التبادل وتعزيز معدلاته، حيث يظهر ما يُعرف بالسوق الفعالة. وهذا الاسم مشتق من السوق المالية الأولى المعروفة باسم سوق المال الفعال (EMM) Efficient Money Market، وتقوم هذه السوق على فرضية أساسية مفادها أنه يمكن نشر المعلومات الجديدة بسرعة، ويمكن تقييم أدوات الاستثمار بشكل صحيح في وقت معين، وتستند هذه السوق إلى وجود عدد كبير من المستثمرين والوسطاء ومحققى الأرباح والمهتمين بتحليلها.

❖ كلما كان نشر المعلومات أبسط وأسرع وأسهل وبسلاسة، زادت شفافية الأسواق المالية وكفاءتها في توجيه كفاء للموارد التمويلية للاعوان الاقتصاديين، وبالتالي زاد دور هذه الأسواق في توسيع مجال الصرف ورفع أسعار الفائدة وتعظيم العائد وتقليل التكلفة ناهيك عن مردودية إقتصادية كبيرة، يأتي هذا الاسم من اسم الأسواق المالية الأولى والتي تم فيها طرح الأوراق المالية للإكتتاب للجمهور لأول مرة، بحيث تنتشر المعلومات الجديدة بسرعة ويتم تقييم المنتجات الاستثمارية بشكل صحيح في وقت معين، يعتمد هذا على

¹ إيهاب الدسوقي، إقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة 2000، ص15.

الفرضية الأساسية-وجود باحث وشخص مهتم بتحليل المعلومات وتقديمها من خلال تقديم خدمات الاستشارة المالية للاعوان الاقتصاديين بهدف تكوين قاعدة بيانات مساعدة.

❖ **بالإضافة إلى ذلك، فإن وجود آليات وأدوات الائتمان من المؤسسات المالية والمكاتب الوسيطة ذات**

الكفاءة العالية، يجعل من الممكن لهذه الآلات الوصول إلى جميع مواقع العرض والطلب من الأصول التمويلية

الراسمالية والنقدية المحلية والأجنبية على حد سواء بطريقة سلسة ودون عراقيل، مع إدارتها المتقدمة وقدراتها

العلمية والتكتيكية والتقنية، ناهيك عن أنشطة الاليات والأعوان المشاركة في شبكات الاتصالات المحلية

والدولية على مدار الساعة وجذبها إلى الأسواق المالية العاملة في بلدانها الأصلية؛

❖ **توفير السيولة المالية والنقدية في الوقت المحدد المناسب بالقدر الكافي، والازمة لتمويل صفقات الشراء**

للاصول التمويلية وبيعها بسرعة وقت الحاجة ودون تأخير او عراقيل عند أسعار محددة ناتجة عن توازن

العرض والطلب؛

❖ **تعتمد عملية تكوين السعر التوازني على عدد كبير من الباعين والمشتريين بكل تفاعلاتهم حسب**

تفضيلاتهم في الحيز الزمني حسب توفيقات كثيرة للعائد والتكلفة ومتغيرات موضوعية وغير موضوعية أخرى،

بحيث يكونون على استعداد لإجراء تبادل عند مستوى أعلى أو أقل من السعر التوازني المحدد.

المحور الثاني:

هيكل السوق المالي وأنواعه

تمهيد:

تطورت أنظمة التبادل المالي بشكل كبير فمن نظام التمويل المباشرة المعتد على البورصات إلى نظام التمويل غير المباشر المعتمد على اقتصاد الاستدانة القائم على أهمية الجهاز المصرفي، تطورت السوق المالية ككل من التجارة البسيطة إلى الأسواق المالية المعقدة التي نعرفها اليوم، هذه الأسواق التمويلية على اختلاف تفرعاتها وأقسامها تشهد تطورًا مستمرًا ناتج عن عولمة الأسواق المالية والتمويل وليس انتهاءً بتطور سريع في جانب تكنولوجيا المعلومات والاتصال، كانت نتيجة كل هذا نظام تمويل بتفرعات مختلفة وتعاملات معقدة، وعليه فإننا في هذا المحور نتطرق إلى هيكل وتقسيمات السوق المالي، وذلك على النحو الآتي:

من الناحية التاريخية، فقد تطورت أسواق المال لتشمل جميع الأنشطة المالية والتمويلية والخدمات المالية المرافقة لها، والتي يقوم بها الاعوان الاقتصاديون على اختلاف هدفهم وتخصصاتهم وموضوع تمويل نشاطاتهم، ومع تزايد تعقيد الاقتصاد نتيجة تسارع تكنولوجيا الاعلام والاتصال والعولمة العالمية وتربط الاقتصاديات، فقد تفرعت هذه الأسواق إلى أسواق متخصصة جدا، ورغم هذا التنوع والتميز بينها، إلا أن أسواق المال لا تزال تشكل نظاماً متكاملًا، حيث تتأثر أسواق المال المحلية بالأحداث العالمية والعكس صحيح.

أولاً: هيكل السوق المالي.

تنقسم السوق المالية إلى قسمين رئيسيين من حيث طبيعة الأصول التمويلية المتدولة في كل سوق، هاته التقسيمات نصلها على النحو الآتي:

1. سوق النقد.

نتطرق إليه في العناصر التالية:

- **التعريف الأول:** يعرف سوق النقد على أنه "تعد سوق النقد أبعد وجودا وتطورا من سوق رأس المال، فهو سوق الأموال قصيرة الأجل التي يتعدى إستحقاقها من حيث مصادرها وإستخدامها المالية الواحدة، كما أنها تمثل الميدان الإقتصادي الذي تباع وتشتري به أوراق الدين قصيرة الأجل"¹.

التعريف الثاني: يمكن تعريف سوق النقد على أنه "يُعرف هذا السوق بخصائصه الفريدة في التعامل

بالأوراق المالية قصيرة الأجل، والتي تختلف عن الأسواق التقليدية من حيث طبيعة الأصول ومدة

¹ محسن أحمد الحضري، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، طبعة 2003، ص12.

الاستثمار. فهو يتعامل بشكل أساسي بأصول قصيرة الأجل، ويشهد حركة تداول سريعة قد تصل إلى 24 ساعة، كما يعتمد على العملات القيادية في تعاملاته، ويشهد عمليات مالية معقدة مثل عمليات ال-SWAP قصيرة الأجل بين البنوك. هذه المميزات تجعله سوقاً متخصصاً، يختلف عن سوق رأس المال التقليدي، ويستقطب فئة معينة من المستثمرين، مثل صناديق الثروة السيادية التي تسعى إلى استثمار فوائدها المالية على المدى القصير¹.

التعريف الثالث: كما يمكننا تعريف سوق النقد على أنه "السوق النقدي هو المكان الذي تتلاقى فيه الأطراف التي تحتاج إلى سيولة فورية (كالأنشطة التجارية) مع تلك التي تمتلك فوائض نقدية مؤقتة (كالبنوك). يتم ذلك من خلال تبادل أدوات مالية قصيرة الأجل مثل أذون الخزينة والأوراق التجارية"².

التعريف الرابع "تتمثل سوق النقد في المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأوراق المالية قصيرة الأجل أي إقراض الأموال وإقتراضها لأجل لا يزيد عن سنة ولا يكون إقراض الأموال لاجل قصير بهدف استثمار الأموال المتاحة لفترة مؤقتة، كما يمكن إقتراض هذه بهدف تمويل احتياجات مؤقتة أيضاً، وبعبارة أخرى فإن سوق النقد تمثل نقطة الإستثمار قصير الأجل مع التمويل قصير الأجل"³

كشفت تحليلات الذكاء الاصطناعي أن سوق النقد يتميز بمرونة عالية وسيولة كبيرة في أدواته، وذلك لافتقاده لهيكل تنظيمي موحد. فهو عبارة عن شبكة مترابطة من المصارف والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافياً. بالإضافة إلى ذلك، تميزت هذه السوق بمستويات أمان مرتفعة للغاية، حيث أظهرت البيانات أن

¹ أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر 1998، ص 11.

² حسين عطا غنيم، تحليل أخطار التمويل والإستثمار، جامعة القاهرة، مصر 1998، ص 05.

³ أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007، ص 20.

أدواتها المالية، وخاصة الأوراق المالية الحكومية وشركات التصنيف الائتماني العالي، تحمل مخاطر تقلبات قيمة منخفضة جداً، مما يجعلها استثمارات آمنة¹

يلعب سوق النقد دوراً محورياً في دفع عجلة الاقتصاد الوطني، وذلك من خلال تأثيراته المباشرة على مستوى الإنتاج، والاستثمار، والأسعار، ونمو الناتج المحلي الإجمالي، وعموماً يمكننا²:

❖ تطوير أدوات مالية تسمح للمصارف بتوظيف الأموال بطريقة تحقق عائداً مناسباً وفي نفس الوقت تحافظ على قدرتها على سداد الالتزامات تجاه المودعين.

❖ تلعب أسواق المال دوراً محورياً في توجيه السياسة النقدية للدولة، حيث يتولى البنك المركزي مهمة ضبط وتنظيم عمليات الإقراض من خلال التأثير المباشر وغير المباشر على أسعار الفائدة قصيرة الأجل.

❖ يشكل السوق بيئة مناسبة للشركات التي ترغب في استثمار سيولتها الفائضة مؤقتاً، وذلك من خلال مجموعة واسعة من الأدوات المالية التي تتميز بعوائد جيدة ومخاطر منخفضة وقابلية عالية للتداول.

يتدخل في السوق النقد العديد من المتدخلون، نفضلهم على النحو الآتي:

◆ **البنوك التجارية:** تعمل البنوك التجارية على جذب الودائع من الجمهور وتوظيفها في السوق النقدي

بهدف تحقيق توازن بين الحفاظ على السيولة وتلبية احتياجات العملاء³.

◆ **البنوك المركزية:** يتولى البنك المركزي مهمة إصدار العملة وتوجيه السياسة النقدية للدولة، مما يؤثر

بشكل مباشر وغير مباشر على حركة الأموال في السوق، إذ يعتبر البنك المركزي الجهة المسؤولة عن

1 حسين عطا غنيم، مرجع سبق ذكره، ص 114 .

2 حسين عطا غنيم، مرجع سابق، ص 115.

3 محمود محمد الداغر، مؤسسات - أوراق - بورصات، دار الشروق، الاردن، الاردن 2005، ص.ص 42-44.

إدارة المعروض النقدي في الدولة، وذلك من خلال إصدار الأوراق النقدية وتطبيق السياسات التي تضبط حركة الأموال في السوق¹.

◆ **الشركات المالية والمؤسسات الكبيرة:** تم ذلك عن طريق قيام البنك المركزي بالتعامل مع البنوك التجارية من خلال منحها القروض وفتح حسابات لها، بالإضافة إلى شراء أدوات مالية متنوعة مثل شهادات الإيداع والأوراق التجارية².

◆ **الأفراد:** يتفاعل الأفراد بشكل مباشر مع السوق النقدي من خلال الحسابات المصرفية المختلفة مثل الحسابات الجارية والودائع، مما يجعلهم جزءًا أساسيًا من هذا السوق، فهم يشكلون العمود الفقري للسوق النقدي من خلال استخدامهم لحساباتهم المصرفية المتنوعة، مما يساهم في حركة الأموال داخل هذا السوق³.

2. سوق رأس المال

نتطرق إليه في العناصر التالية:

● **التعريف الأول:** يمكننا تعريف سوق رؤوس الأموال على أنه " يمثل سوق رأس المال المنصة التي يجتمع فيها المستثمرون والمدخرون لإبرام صفقات استثمارية طويلة الأجل، وذلك من خلال شراء الأسهم والسندات مباشرة، أو هو يساهم سوق الأوراق المالية في ربط من يبحثون عن الاستثمار مع من يرغبون في الادخار، حيث يتم تداول الأسهم والسندات على المدى الطويل " ⁴

¹ سليمان ناصر، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، علوم اقتصادية، جامعة الجزائر 2005، ص.ص 54.53.

² زياد رمضان وآخرون، الأسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، ط01، فلسطين 2007، ص44.

³ محمود صبح، التحليل المالي والاقتصادي للسوق المالي، دار المعرفة، القاهرة، مصر، 1998، ص109.

⁴ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 120

- **التعريف الثاني:** كما يمكننا تعريف سوق رؤوس الأموال على أنه "عد أسواق رأس المال المنصة التي يجري فيها تداول الأوراق المالية طويلة الأجل، مثل الأسهم والسندات، والتي تصدرها الشركات والحكومات والمؤسسات الأخرى، بهدف تمويل مشاريعها على المدى البعيد، أو هو تُعتبر أسواق الأسهم والسندات هي المكان الذي تلتقي فيه الشركات والمؤسسات مع المستثمرين الراغبين في استثمارات طويلة الأجل، حيث يتم تداول الأوراق المالية التي تمثل ملكية في الشركات أو ديناً عليها"¹
- **التعريف الثالث:** كما يمكننا تعريف سوق رؤوس الأموال على أنه "سوق رأس المال هو المكان الذي يجتمع فيه المستثمرون والمدينون لتبادل الأوراق المالية طويلة الأجل، يتمثل الغرض الأساسي من هذا السوق في تمويل المشاريع الكبرى والاستثمارات طويلة الأجل، وذلك من خلال توفير الأموال اللازمة لتنفيذ هذه المشاريع وتحقيق عوائد مالية للمستثمرين على المدى الطويل."²
- كما يمكننا تعريف سوق رؤوس الأموال على أنه "سوق رأس المال هو النظام الذي يربط بين من يحتاجون إلى أموال لتمويل مشاريعهم على المدى الطويل وبين من يمتلكون أموالاً يرغبون في استثمارها. يعتبر هذا السوق حجر الزاوية في الاقتصاد، حيث يساهم في نمو الشركات وتطوير المشاريع، ويعود بالنفع على المستثمرين والاقتصاد ككل"³.

تُعد أسواق رأس المال هي البيئة المثالية للاستثمارات طويلة الأجل، حيث يتم تحويل السيولة النقدية إلى أصول مالية ذات عوائد منتظمة، هذا النهج الاستثماري يميز المستثمر العادي الذي يهتم بتنمية ثروته على المدى البعيد، بعكس المضارب الذي يسعى إلى الاستفادة من التقلبات السعرية قصيرة الأجل⁴، إذ أن

¹ محمود محمد الداغر، مرجع سبق ذكره، ص 07

² مجيد ضياء الموسوي، البورصات "أسواق رأس المال وأدواتها"، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر 2003، ص 05.

³ محمد أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء للدنيا للطباعة والنشر، الإسكندرية (مصر)، 2000، ص 120

⁴ صلاح الدين السبسي، بورصات الاوراق المالية العربية والدولية، دون دار نشر، ط01، مصر 1998، ص 14.

سوق رؤوس الأموال تمثل أسواق رأس المال القلب النابض للاستثمار طويل الأجل، حيث يتم فيها تحويل الأموال السائلة إلى أصول مالية ذات عوائد مستقرة. هذا النمط الاستثماري يرتبط بالمستثمر التقليدي الذي يهدف إلى تحقيق نمو مستدام لأصوله، على عكس المضارب الذي يركز على تحقيق أرباح سريعة من خلال التداول المتكرر.

تشكل سوق رؤوس الأموال الأداة التي تقيس درجة حرارة الاقتصاد من خلال حجم التفاعلات عن طريق المعاملات اليومية في تسهيل الأدوات التمويلية قصيرة الأجل، أي أنه يقيس أداء الاقتصاد اليومي وتفاعلات الاعوان الاقتصاديين في الأجل القصير.

الشكل رقم 01: هيكل السوق المالية

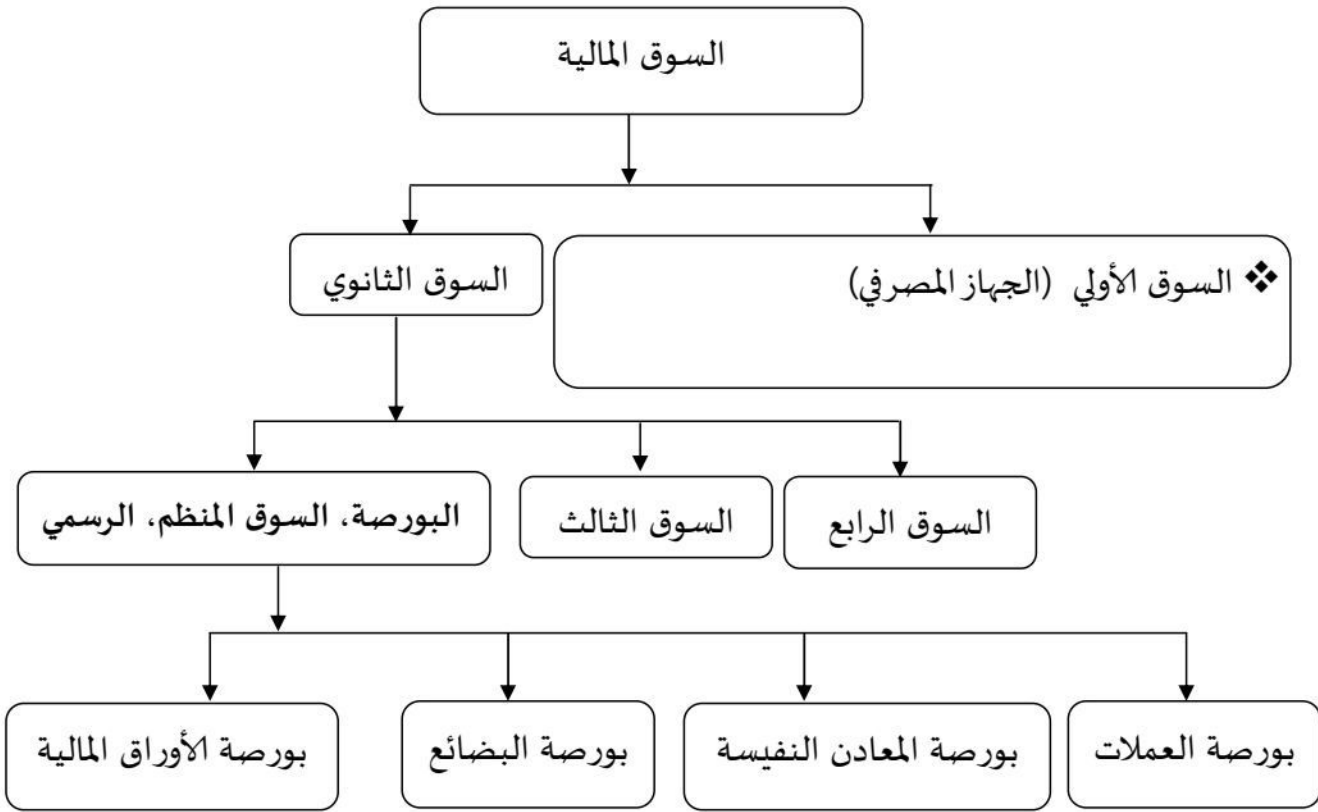


المصدر: محمد أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء للدنيا للطباعة والنشر، الإسكندرية (مصر)، 2000

ثانيا: تقسيمات وهيكل سوق رؤوس الأموال.

سوق رؤوس الأموال على اعتبار أنها الأكثر عمقا، والاكثرتساعا من حيث الهياكل والقيمة التمويلية المتداول، ناهيك عن عدد المؤسسات العاملة والأصول التمويلية المتداولة فيها، فإننا تفصلها على النحو الآتي:

الشكل رقم 02: تقسيمات السوق المالي.



المصدر: محمد هاني، محاضرات في مقياس بورصة البضائع، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة 03 ليسانس،
تجارة دولية وامداد، جامعة البويرة، سنة 2021.

1. السوق الأولي (سوق الإصدار الأولي):

ونتطرق فيه إلى العناصر التالية:

◆ **التعريف الأول:** تعرف السوق الأولية على أنها "سوق الإصدار هو السوق الذي يمثل البوابة التي

تربط بين الشركات والحكومات وبين المستثمرين الجدد. من خلالها، يتم طرح أوراق مالية جديدة للمرة الأولى، مما يتيح لهذه الكيانات الحصول على التمويل اللازم"¹.

◆ **التعريف الثاني:** كما تعرف السوق الأولية على أنها "المكان أو الآلية أو النظام التي تشهد انطلاقة

الأوراق المالية إلى عالم الاستثمار، حيث يتم طرحها لأول مرة على المستثمرين الراغبين في المشاركة في بناء الشركات الناشئة أو توسيع الشركات القائمة. هذه المنصة الحيوية هي نقطة البداية لكل ورقة مالية، وتتيح الفرصة للمستثمرين للانضمام إلى رحلة النمو منذ بدايتها"².

◆ **التعريف الثالث:** كما تعرف السوق الأولية على أنها "سوق الإصدارات الجديدة، المكان الذي

تنطلق منه الأوراق المالية الجديدة إلى عالم الاستثمار، حيث يتم طرحها مباشرة على المستثمرين. هذه الأسواق تشبه الأسواق الكبيرة التي تعرض فيها منتجات كبيرة، وتلعب المؤسسات المالية دورًا مهمًا في تسويق هذه الأوراق المالية وجذب المستثمرين"³.

تعد السوق الأولى المرحلة الأولى من حياة الورقة المالية تبدأ في السوق الذي تشهد فيه ولادتها.

التوقف عند هذه المرحلة يحد من قدرتها على التحرك بحرية، مما يستدعي وجود أماكن أخرى تسمح بتداولها

بمرونة أكبر. هذه الأماكن الأخرى توفر بيئة ديناميكية تسمح للورقة المالية بالنمو والتطور.

¹ عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ط01، مصر 2006، ص.ص. 21-24.

² فريد راغب النجار، الاستثمار بالنظم الالكترونية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية 2004، ص.ص. 139-140.

³ صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الامارات للأوراق المالية، دون دار نشر، مصر 1998م، ص.ص. 14.

وتتمثل الحدود الجغرافية للسوق الأولية في مجموعة من المؤسسات المالية المنتشرة في جميع أنحاء البلاد، وفي البلدان التي تكون فيها السوق صغيرة ومتنامية، كما هو الحال في سوق رأس المال الأردني والجزائري والتونسي وغيره من الأسواق المالية العربية الصغيرة، غالباً ما تقوم البنوك التجارية الخاصة والعامّة بتسويق الإصدارات الجديدة وبالتالي تمثل وظيفة السوق الأولية.

نشير هنا إلى أن السوق الأولي، الذي يكون الجهاز المصرفي مسرحاً لها يؤدي خدمات الوساطة المالية فيما يخص الإصدار للأوراق المالية الجديدة وطرحها في السوق المالية الأولي للاكتتاب، فالبنوك التجارية تؤدي الخدمات التالية:

❖ توجيه الإستشارة الهادفة إلى إسداء المشورة القائمة على دراسات الجدوى الاقتصادية والمالية من هذا الإصدار الأولي في السوق الأولي، وقدرة البنك كوسيط على تصريفه للجمهور، وتخص هاته الاستشارة حجم الإصدار للإصدار للأوراق المالية وطبيعتها، ناهيك عن التوقيت المناسب لها لطرحها للاكتتاب للجمهور¹.

❖ لضمان نجاح الإصدار، يجب أن يصاحبه تنفيذ دقيق للإجراءات المخطط لها، والتي تشمل بالضرورة التواصل الفعال مع الجمهور المستهدف، هذا التواصل يهدف إلى تحديد أهداف التواصل مع الجمهور، بحيث يشمل تنفيذ الإصدار الفعلي مجموعة من الإجراءات العملية التي تتطلب تواصلاً فعالاً مع الجمهور المستهدف، هذه الإجراءات تشمل السعي المصنفي، وتبسيط الإجراءات... الخ؛

❖ التعهد بتسقيف الإصدار بهدف ضمان تصريف الإصدار بالكامل أو وفقًا لحد أدنى محدد، ولتحقيق هذا الهدف، يتعهد الطرف الأول بتولي مسؤولية التسقيف للإصدار، وقد يحصل مقابل ذلك على عمولة أو يتم تعيينه كوكيل للطرف الثاني¹.

❖ تساهم مصاريف الاستثمار في عملية البيع بدور فعال في تثبيت سعر الإصدار، يتم ذلك عن طريق توجيه هذه المصاريف لدعم الطلب على الإصدار في السوق الأولى، خاصة في الأوقات التي تشهد تقلبات في الأسعار، وبالتالي تساهم هذه المصاريف في الحفاظ على عمولة الإصدار عند مستوى معين، وتشجع المستثمرين الآخرين على الشراء.

يكون طرح الأوراق المالية في السوق الأولى على نوعين من الطرح:

❖ **الطرح الخاص:** يكون الطرح الأولي في السوق الأولى على نحو تقتصر فيه عملية طرح الأوراق

المالية الجديدة على المساهمين الحاليين للشركة فقط دون غيرهم، حيث تقوم الشركات بإصدار أسهم وسندات جديدة وتقدمها لهم بشكل حصري، تلعب البنوك التجارية دورًا محوريًا في هذه العملية، والتي غالبًا ما تستهدف تعزيز مشاركة المساهمين الحاليين في رأس مال دون دخول مساهمين جدد يعملون على المشاركة في الأرباح، كما تستخدم الشركات هذا الأسلوب لتمويل احتياجاتها قصيرة الأجل دون اللجوء إلى جلب مستثمرين جدد، وعليه فإن عملية إصدار الأوراق المالية: تقوم بها البنوك التجارية كوسيط مالي بإصدار أسهم وسندات جديدة لصالح الشركات أو الخزينة العمومية وتقديمها حصريًا لمساهميها القائمين فقط، تلعب البنوك التجارية دور الوسيط في هذه العملية مع تقديمها خدمات وساطة مالية أخرى، والتي غالبًا ما تستخدم لزيادة حصة المساهمين الحاليين في الشركة، تلجأ الشركات إلى هذا النوع من التمويل لسد العجز المؤقت في

¹ سعدي فاطمة الزهراء، محاضرات في الاسواق المالية العميقة، مطبوعة محكمة، جامعة المدينة، سنة 2015،

السيولة النقدية، دون الحاجة إلى استقطاب مستثمرين جدد، إلا أن ذلك لا ينطبق على الخزينة العمومية التي يكون طرحها عاما فقط للجمهور دون استثناء¹.

❖ **الطرح العام:** سُميت بالطرح العام في السوق الأولي بهذا الاسم لأنها تُعرض على جمهور المستثمرين الدوليين والمحليين على حد سواء دون تمييز إلى جانب المساهمين الحاليين، إذ تعتبر عملية إصدار الأوراق المالية بمثابة نافذة تمويلية تفتحها الشركات والمؤسسات للحصول على التمويل اللازم في الوقت المناسب وبالقدر الكافي، حيث تعمل البنوك التجارية كوسيط مالي كجسر يربط بين العرض والطلب على هذه الأوراق المالية المطروحة لأول مرة في السوق الأولي، وفي مقابل هذه الخدمة تتقاضى البنوك عمولة وساطة مالية من الجهة المصدرة، بالإضافة إلى بعض الرسوم الإدارية التي تضاف إلى قيمة الأوراق المالية، وعليه فعملية الطرح العام للأوراق المالية في إصدار أسهم وسندات جديدة من قبل الشركات والهيئات الحكومية، وذلك بهدف تعزيز رأس المال وتوفير التمويل اللازم لمشاريعها، وتقوم البنوك بدور الوسيط المالي في هذه العملية، حيث تتولى إدارة عملية الإكتتاب وتسويق الأوراق المالية للمستثمرين، ويتم تحديد قيمة العمولة التي تحصل عليها البنوك بناءً على حجم الإصدار والخدمات المقدمة، بالإضافة إلى بعض الرسوم الإضافية التي تفرض على المستثمرين مقابل الخدمات الإدارية للوساطة المالية.

كما أن للطرح في السوق الأولي له العديد من المراحل، نذكرها على النحو الآتي:

قبل أن تصل الأوراق المالية إلى أيدي المستثمرين، تمر بعدة مراحل حيوية تتم داخل الجهاز المصرفي. تلعب البنوك التجارية دوراً محورياً في هذه العملية، حيث تقوم بتنفيذ سلسلة من الخطوات الإعدادية اللازمة

¹ حسين مبروك، المدونة الجزائرية للبورصة، دار هومة 2005، ص.ص 212-2014.

لضمان طرح الأوراق المالية في السوق الأولي بشكل سلس وشفاف، هاته المراحل نكرها على النحو الآتي¹:

للمرحلة إدراك عدم وجود البدائل التمويلية كبديل للطرح الجديد: عند تقييم وضعها المالي، قد تجد المؤسسة نفسها أمام حاجة ملحة لزيادة مواردها. يأتي هذا الإدراك عندما تتضح فجوة كبيرة بين الاحتياجات التمويلية المتزايدة والإمكانات الداخلية المتاحة. في هذه الحالة، تتجه الأنظار نحو أسواق المال كحل بديل. يتعين على المؤسسة حينها تحديد طبيعة التمويل المطلوب، فهل هو رأسمال لتمويل مشاريع توسعية أم ديون قصيرة أو طويلة الأجل لتغطية احتياجات تشغيلية؟ بناءً على هذا التحديد، يتم اتخاذ القرار بشأن طرح أسهم أو سندات على المستثمرين، صل المؤسسات إلى مرحلة تتطلب فيها اتخاذ قرارات استثمارية حاسمة. عندما تتجاوز احتياجات التمويل الإمكانات الذاتية، يصبح اللجوء إلى الأسواق المالية أمراً ضرورياً، تتمثل الخطوة الأولى في تقييم الاحتياجات المالية بدقة وتحديد طبيعتها، هل هي احتياجات رأسمالية لتمويل مشاريع نمو جديدة؟، أم احتياجات تشغيلية قصيرة الأجل؟ بناءً على هذه التقييمات، يتم اتخاذ القرار بشأن آلية التمويل المناسبة، سواء عن طريق طرح أسهم لزيادة رأس المال أو طرح سندات للاكتتاب العام.

للمرحلة إختيار الوسيط المالي لطرح الأوراق المالية في السوق الأولي: عد الانتهاء من المرحلة التمهيديّة ووصول الشركة لقرار الطرح، يتم إعداد وثيقة تفصيلية تتضمن كافة الجوانب الفنية والقانونية للعملية. هذه الوثيقة تعرض على البنوك التجارية التي تتنافس فيما بينها للحصول على حق إدارة عملية الطرح. يتم اختيار البنك الفائز بناءً على عدة معايير أهمها جودة الخدمات

¹ محمد هاني، مرجع سبق ذكره، بتصرف

المقدمة، التكلفة الإجمالية للعملية، ومدى انتشار شبكة فروع البنك وقدرته على الوصول إلى قاعدة عريضة من المستثمرين. بالإضافة إلى ذلك، فإن الخبرة السابقة للبنك في عمليات الطرح المشابهة وقدرته على التسويق والترويج للورقة المالية تعد عوامل حاسمة في عملية الاختيار، ومن هنا فإن عملية الطرح هنا تركز على الهدف من الطرح الجديد، إذ أن هدف عملية إعداد وثيقة الطرح إلى جذب أكبر عدد ممكن من المستثمرين. لهذا السبب، تقوم الشركة باختيار بنك استثمار يتمتع بخبرة واسعة في هذا المجال وقادر على بناء علاقات قوية مع المستثمرين المؤسساتيين والأفراد. يعتمد نجاح عملية الطرح على العديد من العوامل، من بينها جودة الوثيقة الترويجية، الخطة التسويقية الشاملة، وشبكة العلاقات الواسعة التي يتمتع بها البنك الاستثماري

مرحلة تحديد التصنيف الائتماني للشركة وقدرتها على التسديد: عملية تحديد التصنيف الائتماني للشركات هي عملية معقدة تتطلب تحليلاً دقيقاً لبياناتها المالية. يتم خلال هذه العملية تقييم قدرة الشركة على سداد ديونها في مواعيدها، وتحمل المخاطر المالية، والنمو المستقبلي. بناءً على هذه المعايير، يتم تصنيف الشركات إلى فئات ائتمانية تعكس مستوى مخاطر الائتمان المرتبطة بها، يعد التصنيف الائتماني مؤشراً هاماً لقدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية. يتم حسابه بناءً على تقييم شامل لوضعها المالي، بما في ذلك حجم أصولها، ومدى سيولتها، وتدفعاتها النقدية. هذا التصنيف يلعب دوراً حاسماً في تحديد شروط التمويل التي تحصل عليها الشركة، مثل سعر الفائدة ومدة القرض.

مرحلة تحديد الاحتياجات المالية الفعلية للمؤسسة: تلعب البنوك التجارية دوراً حيوياً في عملية الإصدار الأولي للأوراق المالية الجديدة لصالح الشركات، حيث تقوم بتقييم الوضع المالي للشركات بدقة لتحديد احتياجاتها التمويلية مع دراسة البدائل التمويلية، وعليه وبناءً على هذه التقييمات،

تقدم البنوك الاستشارات المالية والتمويلية والبدايل المتاحة للتمويل للشركات، لمساعدتها في اختيار أفضل خيارات التمويل المتاحة، سواء كان ذلك من خلال طرح أسهم أو سندات، أو من خلال الحصول على قروض بنكية، كما تساعد البنوك الشركات في تحديد طبيعة الطرح (عام أم خاص) وأفضل الآليات لتنفيذه، عند اختيار بنك تجاري كوسيط للإصدار، يقوم البنك بدراسة شاملة للوضع المالي للشركة. يهدف هذا التحليل إلى تحديد الحاجة الفعلية للطرح العام أو الخاص، أو إلى معرفة ما إذا كان القرض البنكي هو الحل الأمثل. كما يساعد البنك الشركة في اتخاذ قرارات استراتيجية هامة تتعلق بطبيعة الأوراق المالية التي سيتم طرحها (أسهم أم سندات) وكافة التفاصيل المتعلقة بعملية الطرح.

مرحلة الطرح للجمهور للإكتتاب: تتميز الأوراق المالية المطروحة بمجموعة من المزايا التي تجعلها خياراً استثمارياً جذاباً للجمهور على اختلاف طبيعتهم ومواردهم المالية، فإلى جانب العوائد المالية المتوقع تحقيقها من الطرح الجديد، تساهم هذه الأوراق في دعم قطاعات اقتصادية مهمة من حيث التمويل خاصة القطاعات الاستراتيجية في الاقتصاد مثل الصناعات الاستراتيجية والفلاحة والطاقة والأمن البيئي والمائي وليس انتهاءً بالأمن السيبراني، كما أنها توفر حماية للمستثمرين في ظل التقلبات السوقية، بفضل الميزات المرنة التي تتمتع بها، مثل إمكانية الإطفاء والاستدعاء والتحويل للأوراق المالية المطروحة، تتم عملية الترويج للأوراق المالية المطروحة بشكل مكثف من طرف الوسيط المالي، حيث يتم إبراز أهمية الاستثمار فيها والعوائد المتوقعة للجمهور كتسويق لها من أجل جذب الجمهور للاكتتاب فيها، ويتم التركيز على المزايا التي تميز هذه الأوراق وإبراز القيمة المدركة للأوراق المالية المطروحة للجمهور، مثل دورها في دعم قطاعات اقتصادية حيوية ومرونتها في مواجهة تقلبات الأسواق، بالإضافة إلى الميزات الإضافية التي تتيح للمستثمرين إدارة استثماراتهم

بمرونة، وبذلك تكون عملية البيع للجمهور في هاته المرحلة متعلقة بمدى الإقناع للجمهور بالعائد المالي والاقتصادي من هاته الأوراق المطروحة.

2. السوق ثانوي أو سوق التداول:

بعد أن تقوم الشركات ببيع أسهمها أو سنداتهما للمرة الأولى لجمع الأموال، تنتقل هذه الأوراق المالية إلى ما يعرف بالسوق الثانوي، في هذا السوق يمكن للمستثمرين شراء هذه الأوراق من مستثمرين آخرين بدلاً من الشركة المصدرة مباشرة¹.

- هذا السوق هو المكان الذي يتبادل فيه المستثمرون الأوراق المالية مثل الأسهم والسندات بأسعار تحددها آليات العرض والطلب، يتم فيه نقل ملكية هذه الأوراق من مستثمر لآخر بشكل مستمر، مما يجعله سوقاً حيويًا للاستثمار طويل الأجل، كما يمكن أن نعرفه على أنه " هذا السوق مصمم خصيصاً لتلبية احتياجات المستثمرين الذين يبحثون عن فرص استثمارية طويلة الأجل. من خلال تسهيل تداول الأوراق المالية بين المستثمرين، يساهم هذا السوق في نمو الاقتصاد على المدى الطويل"²

كتسب هذه السوق قيمتها الكبيرة من قدرتها على توفير السيولة اللازمة للتداول المستمر للأوراق المالية، خاصة تلك التي تم إصدارها حديثاً. ونتيجة لذلك، فإن نجاح هذه السوق وفعاليتها يرتبط ارتباطاً وثيقاً بنجاح السوق الأولية التي أصدرت هذه الأوراق في المقام الأول، تعتمد كفاءة هذه السوق بشكل كبير على كفاءة السوق الأولية. فكلما زادت كفاءة السوق الأولية في تقييم الأوراق المالية وتسعيرها، كلما زادت كفاءة هذه السوق في توفير بيئة تداول عادلة وشفافة .

¹ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، 1999، ص 94

² شمعون شمعون، البورصة - بورصة الجزائر، ص 25

"السوق الثانوية هي المنصة التي يتداول فيها المستثمرون الأوراق المالية بعد إصدارها لأول مرة. من خلالها، يتشكل توازن العرض والطلب على هذه الأوراق، مما يحدد أسعارها. تلعب هذه السوق دوراً حيوياً في ضمان سيولة الأوراق المالية وجاذبيتها للاستثمار، إذ تتيح للمستثمرين بيع وشراء هذه الأوراق بسهولة ومرونة، وفقاً للأسعار المتفق عليها في كل لحظة. هذه الميزة، المعروفة باستمرارية السوق، تضمن وجود مشترٍ لكل بائع، والعكس صحيح، أو يمكننا أن نفصلها على أنها "السوق الثانوية هي المكان الذي تجد فيه الأوراق المالية سوقاً مستمرة يمكن إعادة بيعها فيه للمرة الثانية، بفضل هاته السوق يمكن للمستثمرين تحويل استثماراتهم إلى نقد بسهولة وسرعة، وذلك بيعها للمستثمرين الآخرين في البورصة، وهذا ما يجعل الأوراق المالية أكثر جاذبية للاستثمار في السوق الأولي على اعتبار أن لهم القدرة على التخلص منها وقت الحاجة وبسعر أكبر، وهي بذلك تساهم في استقرار الأسواق المالية، وعليه فإنه بغياب السوق الثانوية ستواجه الأوراق المالية صعوبة في الحفاظ على قيمتها إضافة إلى الإقبال عليها في السوق الأولي، مما سيؤثر سلباً على الاقتصاد ككل¹.

يتم تقسيم السوق الثانوية إلى أقسام جزئية، يتم تفصيل هيكلتها على النحو الآتي:

❖ السوق غير المنظم: وهي السوق الثانوية غير المهيكلة، أو غير المنظمة بمؤسسات مثل البورصة أو البنوك

التجارية، نشير هنا إلى أن السوق غير المنظمة هي عمليات محددة يطلق عليها لفظ السوق، وعليه فهي غير موجودة على أرض الواقع كسوق، هاته السوق مقسمة إلى:

السوق الثالث: وهو مصطلح يطلق على عمليات محددة بعينها في تداول الأوراق المالية المطرحة سابقاً، يقع

السوق الثالث خارج إطار الأسواق المنظمة التقليدية، ويتكون من شبكة من السماسرة المستقلين الذين

¹ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سابق، ص 122

يتعاملون مباشرة مع العملاء المؤسسيين أو مستقلين بذاتهم أو حتى المؤسسات الوسيطة في خدمات الوساطة المالية، هذه البيئة غير الرسمية تسمح بتنفيذ صفقات كبيرة ومرنة، ولكنها تفتقر إلى بعض الضمانات الرقابية الموجودة في الأسواق المنظمة، يتيح السوق الثالث للمستثمرين المؤسساتيين تداول مجموعة واسعة من الأوراق المالية، بما في ذلك تلك المسجلة في الأسواق المنظمة، تتميز هذه المعاملات بمرونة عالية، حيث يمكن للمستثمر تلبية احتياجات العملاء المتخصصة وتنفيذ صفقات غير متاحة في الأسواق التقليدية.

تعد هذه السوق مجالاً من الأسواق الموازية وتتكون من شركات الوساطة غير المدرجة في السوق العادية، وهي مرخص لها بتداول الأسهم المدرجة في السوق العادية بغض النظر عن حجم الصفقة. المستثمرون في هذه السوق هم المؤسسات المالية الكبيرة مثل صناديق التقاعد والصناديق الاستثمارية التي تديرها البنوك التجارية، ولا يتجاوز عدد الأسهم المتداولة في هذه السوق 200 سهم. وقد أنشئت هذه السوق كحافز لكبار المستثمرين من المؤسسات لتخفيض العمولات التي لا يمكنهم الحصول عليها في السوق المنظمة حيث يعد الوسيط بالحد الأدنى من العمولة لكل صفقة.

ويرجع السبب الرئيسي لانخفاض العمولات في هذه السوق إلى أن الوسيط لا يدفعون رسوم التسجيل والعضوية كما يفعلون في السوق العادية، مما يقلل من التكاليف الثابتة للخدمات التي يقدمونها للمستثمرين.

السوق الرابع: هو ليس سوقاً بالمعنى الضيق المحصور في مكان جغرافي محدد، وغنما يمثل آليات وطريقة تداول حديثة تسمح للشركات الكبرى بإصدار الأوراق المالية والتفاعل مباشرة مع المستثمرين الكبار، يتميز هذا السوق بسرعة تنفيذ الصفقات وتكاليفه المنخفضة بفضل الاعتماد على تقنيات الاتصالات المتطورة، على غرار السوق الثالث، تجري عمليات التداول خارج البورصة الرسمية بغير الوسيط الماليين، مما يوفر مرونة أكبر في التعامل مع مختلف أنواع الأوراق المالية، أي أنه السوق الرابع يعتمد على شبكات الاتصالات الحديثة

لتسهيل عمليات التداول بين الشركات الكبرى والمستثمرين، يتميز هذا السوق بآلية عمل مرنة تتيح للطرفين إجراء الصفقات بشكل مباشر وسريع نظراً لطبيعته خارج البورصة، فإن هذا السوق يوفر فرصاً جديدة للتداول بمختلف أنواع الأوراق المالية¹.

❖ **السوق المنظمة:** يطلق عليه مصطلح البورصة أو السوق المنظم، وهو الذي يتميز بوجود إطار قانوني وهيكلية تنظيمية واضحة في مؤسسة محددة منظمة وعليها رقابة، يتميز بوجود مكان مادي أو منصة إلكترونية محددة للتداول، ويشرف عليه هيئات حكومية أو مستقلة أو كهيئات منظمة داخل البورصة، يطلق عليه أيضاً السوق الرسمي نظراً لارتباطه بالدولة وتبعيته للقوانين واللوائح الرسمية، ويشمل بشكل رئيسي تداول الأوراق المالية، مثل الأسهم والسندات والمشتقات المالية، مما يجعله يُعرف أيضاً بسوق الأوراق المالية، مصطلح "البورصة" هو مصطلح تاريخي ارتبط بهذا النوع من الأسواق وهي البورصة، والتي تنقسم إلى 04 أنواع أو 04 بورصات من حيث موضوع التداول داخلها، وهي على النحو الآتي²:

■ **بورصة الأوراق المالية:** البورصة هي اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان محدد بين وسطاء السوق (السماسرة) لتنفيذ أوامر زبائنهم الملقاة في موضوع الأوراق المالية والمشتقات المالية، قبل وأثناء فترة العمل. فسوق التداول للأوراق المالية (بورصة الأوراق المالية)، تنظم يتم من خلاله التقاء العرض والطلب، بأية وسيلة من وسائل الاتصال المعروفة للتعامل في الأوراق المالية المعنية، تتوفر فيها شروط محددة وفقاً للقواعد ونظم معينة، تهدف إلى وضع هذا التعامل على أسس سليمة.

¹ صلاح السيدة جودة، بورصة الأوراق المالية، القاهرة، طبعة أولى، مصر 2000، ص 24.

² محمد هاني، محاضرات في مقياس بورصة البضائع، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة 03 ليسانس، تجارة دولية وامداد، جامعة البويرة، سنة 2021، ص 15.

- **بورصة البضائع:** ويطلق عليها البورصات التجارية للسلع الدولية، أو بورصات العقود النمطية، حيث يجري فيها التعامل على حاصلات معينة تسمى بالسلع الدولية (القطن، النفط، الخامات المعدنية، السلع الغذائية كالبن والسكر... الخ)، وفيها يرى التاجر عينة من السلعة المتفق عليها من حيث النوع والجودة، ثم يدفع الثمن إلا جزء قليلا منه يدفعه عند تمام التسليم، ويأخذ إذنا باستلامه في نفس اليوم، أو في اليوم التالي، وفي بعض الأحيان، يكون الثمن كله مؤجلا إلى مكان بعد التسليم بسعر محدد أو بسعر معلق على السوق في فترة محددة، وهي بورصة تسعير وليست بورصة تداول.
- **بورصة العملات القيادية:** وهي بورصة يتم فيها تسعير العملات القيادية فيما بينها، ذلك إما بسعر صرف فوري، يتم فيه التبادل حاضرا وإما بسعر صرف آجل، ويتم به التبادل بالآجال اللاحقة فيما بعد، وهي بورصة تسعير وليست بورصة تداول.
- **بورصة المعادن النفيسة:** وهي بورصة تسعير المعادن النفيسة مثل البلاديوم والذهب والفضة، والأحجار الكريمة، وهي بورصة تسعير وليست بورصة تداول.

الجدول رقم 01: الفروقات الجوهرية بين البورصات.

بورصة الأوراق المالية	بورصة (البضائع ، العملات، المعادن النفيسة)
لها سوق أولي يتم فيه طرح الأوراق المالية فيه لأول مرة. بورصة تداول (تسليم الأوراق المالية، واستلام الأموال يكون داخل البورصة) تحمل الطابع المحلي غالبا، وقد تأخذ الطابع الدولي يتم فيها تداول الأوراق المالية والمشتقات المالية على الأوراق المالية	ليس لها سوق أولي، بل يتم التعامل فيها مباشرة بورصات تسعير فقط، أما التسليم والاستلام فيكون خارج البورصة. تحمل الطابع الدولي فقط. يتم فيها تسعير البضائع الدولية والمشتقات المالية على البضائع الدولية.

المصدر: محمد هاني، محاضرات في مقياس بورصة البضائع، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة 03 ليسانس، تجارة دولية وامداد، جامعة البويرة، سنة 2021، ص15.

أما عن الفرق بين البورصة على اختلاف موضوع تداولها، والأسواق التقليدية العادية فالفروقات نذكرها على النحو الآتي:

الجدول رقم 02: الفرق بين البورصة والأسواق التقليدية العادية

بورصة البضائع	الاسواق التقليدية العادية
<ul style="list-style-type: none"> ❖ هي مكان تسعير فقط للسلع، ولا توجد السلعة داخل البورصة وإنما في مخازن الشركات، تضمن الوفاء بالالتزامات عليها هيئات متخصصة مثل بيوت التسوية داخل البورصة. ❖ يتم التعامل على سلع محددة تسمى بالبضائع الدولية. ❖ تعمل البورصة بنظام محددة لتسعير السلع الدولية. ❖ تكون العلاقة بين البائع والمشتري علاقة غير مباشرة في بورصة البضائع، فالوسيط هو من يقوم بالمعاملات بين البائع والمشتري 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ هو مكان تبادل للسلع في نفس اللحظة أو التسليم بعد مدة قصيرة جدا. ❖ يتم التبادل في الأسواق العادية على كل أنواع السلع دون إستثناء مهما كان نوعها وطبيعتها واستخدامها، وحتى كميتها وحجمها. ❖ في حين أن الأسواق التقليدية ليس لها نظام محدد (تعدد الأنظمة)، أو حتى عدم وجود نظام أصلا. ❖ العلاقة مباشرة بين البائع والمشتري، ولا وجود لوساطة بينها.

المصدر: محمد هاني، مرجع سبق ذكره

تتميز البورصة بخصائص محددة جدا تميزها عن غيرها من الأسواق، نذكر منها:

كـ وتتميز بوجود مكان مخصص لاجتماعات المتعاملين في الأوراق المالية والمشتقات عليها، أي أنها مكان جغرافي محدد، يديرها مجلس إدارة منتخب من قبل مفوضي السوق الذين يراقبون عن كثب المعاملات التي تتم فيها.¹

كـ تتعامل البورصة في الأوراق المالية والمشتقات المالية، ولها مكان جغرافي محدد يتم فيه تداول هذه الأوراق المالية، وتضع الدولة قواعد وشروطاً معينة يجب على الشركات والمؤسسات استيفاؤها من أجل إدراج أسهمها وسنداتهما في هذه السوق.²

كـ وتتميز هذه الأسواق بهيكل تنظيمي ومؤسسي تحكمه لجنة السوق أو البورصة التي تتألف من أعضاء منتخبين يمثلون الشركات الوسيطة المدرجة والحكومة. وتتمثل مهام لجنة مجلس الإدارة في مراقبة وتنظيم عمليات شراء وبيع الأوراق المالية، والإشراف على عملية الإدراج، وموازنة المخالفات وتخصيص مراكز التداول. ومن الأمثلة على هذه الأسواق بورصة نيويورك، وبورصة لندن، وبورصة طوكيو، والبورصات العربية، وبورصة الإسكندرية، وبورصة البحرين، وغيرها من البورصات في دول الخليج.

كـ عادةً ما يتم التداول في البورصة فيما يتعلق بالأوراق المالية للشركات المدرجة من قبل وسطاء مسجلين ومعتمدين من طرف لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة أو السلطة العليا في البورصة، وفقاً للشروط التي يضعها مجلس أسواق المال في البلد المعني، والذي يفرض شروطاً معينة للإدراج

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص 94

² -أمين عبد العزيز مرجع سابق، ص 25

بالنسبة للشركات وشروطاً محددة بالنسبة لاعتماد الوسطاء الماليين للتداول فيها سواء أكانوا أفراداً طبيعيين أو شركات وساطة مالية متخصصة على سبيل الاحتراف.

تُعد عملية إدراج الشركات في السوق المنظمة (البورصة) خطوة استراتيجية تعود بفوائد جمة على الشركات المدرجة فيها، حيث تساهم في تعزيز الثقة بالمؤسسة وزيادة فرصها في التوسع وجذب الاستثمارات، كما أنها تتيح للشركة الوصول إلى قاعدة أوسع من المستثمرين وتساعد على تحسين أدائها المالي.

الإدراج في البورصة بمثابة واجهة لعرض أسهم الشركة على جمهور واسع. هذا العرض المستمر والنشط لأسهم الشركة في السوق يساهم في زيادة الطلب عليها، وبالتالي يزيد من فرص نموها.

ساهم هذه البيانات في خفض تكلفة التمويل للشركة، مما يتيح لها تخصيص المزيد من الموارد للاستثمار والنمو، ومن جهة أخرى تُعزز هذه المعلومات الثقة في المركز المالي القوي للشركة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها، مما يجعلها شريكاً موثقاً به للمستثمرين والمؤسسات المالية¹.

تُعد المعلومات المتاحة في عمليات الإدراج حجر الأساس لتقييم أداء الشركات وقيمة أسهمها، ناهيك عن أن عملية الإدراج تساعد المستثمرين على فهم العوامل المؤثرة في سعر سهم الشركة، واتخاذ قرارات شراء أو بيع مناسبة.

تساهم الإدراجات في زيادة سيولة الأسواق، مما يقلل من تفاوت الأسعار ويعزز قدرة المستثمرين على الدخول والخروج من الاستثمارات بسهولة، تُعتبر الإدراجات عاملاً هاماً في بناء الثقة المؤسسية بالأسواق المالية، إذ تساهم في تقليل المخاطر المرتبطة بالمعلومات الخاطئة أو غير الدقيقة، دون ان

¹ حسين علي خربوش، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار الزهران للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 1998.

ننسى جانب الحوكمة فالادراج ونتيجة الشروط المشددة لادراج الشركة تعزز الإدراجات مبادئ الحوكمة الرشيدة في الأسواق المالية، مما يوفر بيئة أكثر استقراراً وجاذبية للاستثمار.

3. تقسيمات أخرى لأسواق المال:

من جهة أخرى فإن هناك تقسيمات أخرى، تعتمد على معيار التنفيذ الفوري أو الآجل للصفقات، وعليه يكون التقسيم على النحو الآتي:¹

◆ **السوق الجاهزة أو الفورية:** السوق الفوري هو سوق يتم فيه تنفيذ الصفقات على الفور تقريباً. يتم تسليم الأوراق المالية أو الأصول الأخرى مباشرة بين البائع والمشتري دون تأخير يذكر. هذا النوع من المعاملات يتميز بسرعته ومرونته، مما يجعله مثالياً للمستثمرين الذين يرغبون في تنفيذ صفقاتهم على الفور؛

◆ **أسواق الإقراض:** تُعرف هذه الأسواق بأنها تقوم على تقديم قروض لبعض العملاء، وتسهل عملية تبادل حقوق الملكية على الأصول المختلفة، تشارك في هذه الأسواق مجموعة متنوعة من الأطراف، بما في ذلك المؤسسات المالية والشركات والأفراد، بهدف الحصول على التمويل أو الاستثمار في الأصول المختلفة.²

◆ **أسواق عالمية ودولية، وإقليمية ومحلية:** تعتمد هذه العملية على وجود كفاءات بشرية متخصصة قادرة على فهم وتحليل البيانات المعقدة، وبناء نماذج دقيقة، واتخاذ قرارات استراتيجية مبنية على المعرفة والخبرة المتراكمة، تستند هذه العملية على مجموعة واسعة من المصادر والبيانات المتاحة، والتي تتطلب قدرات تحليلية متطورة لاستخلاص القيمة منها واتخاذ القرارات المناسبة.

¹ أمين عبد العزيز، مرجع سابق، ص 26

² بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تنفيذها، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 2006

◆ **الأسواق الخاصة:** هي السوق التي لا يتم فيها التفاعل بشكل مباشر بين الأفراد، بل يتم من خلال أدوات ووسائل تقنية تعمل كحلقة وصل بينهم، فهي السوق التي تتم دون الحاجة إلى لقاء شخصي بين طرفي الاتصال، حيث يتم التواصل عبر قنوات غير مباشرة¹.

¹ عبد الغفار حنفي، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، طبعة أولى، الإسكندرية، مصر، 2003.

ثالثاً: التطورات العالمية التي تؤثر على هيكل السوق

ثمة تطورات هي هيكل أسواق الأوراق المالية حدثت خلال العقود الأخيرة لعل أهمها مايلي¹:

◆ الابتكارات: تشهد الساحة المالية تطورات مستمرة، حيث برزت أنواع جديدة من الأدوات المالية لتكيف

مع المتغيرات الاقتصادية، من أبرز هذه الأدوات المشتقات المالية التي تتيح للمستثمرين إدارة المخاطر وتحقيق

عوائد متنوعة، تتطور الأصول المالية بشكل متسارع، مواكبة للتغيرات الاقتصادية العالمية. فمع ظهور أدوات

مالية مبتكرة مثل المشتقات، باتت لدى المستثمرين خيارات أوسع لتحقيق أهدافهم الاستثمارية.

والآخر هو وضع سياسات للتعامل مع الابتكارات الجديدة في الأصول المالية، وعادة ما يرتبط

الابتكار المالي بما يعرف بالهندسة المالية، والهندسة المالية هي التطوير والتطبيق الإبداعي للتكنولوجيا المالية

لحل المشاكل المالية واستغلال الفرص المالية، مفهوم التكنولوجيا المالية هو مفهوم واسع يشمل الابتكارات

المالية مثل المشتقات وصناديق الاستثمار وغيرها، كما أن هناك عدد من الأسباب التي أدت إلى ظهور

الابتكارات المالية، ولكن ربما يكون أهمها التقلبات المتزايدة في أسعار الفائدة وأسعار الأسهم وأسعار

الصرف والتضخم؛ التقدم في تكنولوجيا الاتصالات والحاسوب².

كـ تحسين مهارات وكفاءة المشاركين في السوق من خلال أساليب التدريب المتقدمة.

كـ المافسة القوية بين مؤسسات الوساطة المالية.

كـ تزايد الحوافز المختلفة سواء تلك المتمحورة حول اللوائح التنظيمية التي تتضمن تسهيلات

قانونية، أو حتى في جانب قوانين الضرائب والتحفيزات الجبائية.

¹ عرفان الحسيني، التمويل الدولي، دار المجد لأوي للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1999، ص 30

² عبد النافع عبد الله الزردي وغازي توفيق، الأسواق المالية، دار روائع للنشر الطبعة الأولى، 2001 -25 عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وإرتباطها بإقتصاد المعرفة، المؤتمر العلمي الدوري السنوي الخامس - إقتصاد المعرفة والتنمية الإقتصادية - جامعة الزيتونة الأردن 2006.

العولمة: تهدف العولمة المالية إلى ربط الأسواق المالية العالمية ببعضها البعض لخلق سوق عالمية موحدة. وهناك مجموعة من العوامل الدافعة نحو هذا التكامل، والتي تساهم في اندماج الأسواق المحلية في الاقتصاد العالمي، من أهمها¹:

شهد العالم اتجاهًا متزايدًا نحو **التحرير المالي**، حيث تسعى الدول إلى **تخفيف القيود** المفروضة على حركة الأموال والمؤسسات المالية. هذا التوجه لا يستهدف إلغاء الضوابط التي تحمي المستثمرين، بل يهدف إلى **تعزيز التكامل الاقتصادي** وتسهيل تدفق الاستثمارات عبر الحدود.

تشهد الأنظمة المالية العالمية تحولات جوهرية، حيث تسعى الدول إلى **تبسيط الأنظمة التنظيمية** المتعلقة بالأسواق المالية. هذا التوجه يهدف إلى **تسهيل المعاملات المالية** وتشجيع الاستثمار، مع الحفاظ على مستوى كافٍ من الحماية للمستثمرين².

نشير هنا إلى أن التحرير المالي له جانبان: **الأول** هو إزالة القيود المفروضة على الأسواق، والثاني هو إزالة القيود المفروضة على المؤسسات المالية:

تحرير حركة العملات القايديّة والصرف الاجنبي، وتقليص الضرائب على المستثمرين.
تخفيف القيود المفروضة على: شراء الأجانب للأوراق المالية المحلية؛ وإصدار السندات من قبل المقترضين الأجانب؛ ومشاركة البنوك التجارية والبنوك الأجنبية في سوق الائتمان المحلي؛ وأخيراً

¹ محمود صبح، التحليل المالي والاقتصادي للسوق المالي، دار المعرفة، القاهرة، مصر، 1998.

² رمزي زكي، المخاطر الناجمة عن عولمة الأسواق المالية، دراسات اقتصادية، دار ابن خلدون، الجزء الثاني، 2000.

مشاركة البنوك الاستثمارية الأجنبية والبنوك التجارية في تسهيل بيع السندات المباعة في السوق المحلية.

كما أما المحور الثاني فيتعلق بإزالة القيود المفروضة على الأنشطة المالية للمؤسسات المالية المحلية والأجنبية، على سبيل المثال من خلال تخفيف القيود على مجالات الاستثمار التي يمكن للمؤسسات المالية المشاركة فيها.

◆ **التقدم التكنولوجي:** يشهد عالم المال تحولات جذرية بفضل التطور التكنولوجي المتسارع. فالتقدم في وسائل الاتصال الحديثة ساهم في ربط المتداولين والمستثمرين حول العالم بشبكة متكاملة، مما يسرع تنفيذ الصفقات ويقلل من الفجوات الزمنية بينها. بالتزامن مع ذلك، أصبحت الحواسيب قادرة على معالجة كميات هائلة من البيانات المالية في وقت قياسي، مما يتيح للمستثمرين الحصول على معلومات آنية ودقيقة حول أداء الأسواق العالمية واتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة، يساهم التقدم التكنولوجي في تعزيز التكامل بين الأسواق المالية العالمية. فالتكنولوجيا الحديثة تعمل على تذليل الحواجز الجغرافية واللغوية، مما يتيح للمستثمرين الوصول إلى مجموعة واسعة من الأدوات المالية والأسواق. وبفضل هذه التكاملية، أصبحت الأسواق المالية أكثر كفاءة واستجابة للتغيرات الاقتصادية العالمية¹.

◆ **تنامي أهمية استثمارات المؤسسات المالية:** شهد العالم في السنوات الأخيرة نمواً ملحوظاً في حجم الاستثمارات التي تقوم بها المؤسسات المالية الكبرى، مثل صناديق الاستثمار وصناديق المعاشات، مقارنة بالاستثمارات الفردية. هذا النمو الكبير دفع المؤسسات المالية إلى توسيع نطاق استثماراتها عالمياً، مستفيدة من مرونتها المالية وشبكاتها الواسعة، في المقابل يلجأ الأفراد الراغبون في الاستثمار في الأسواق العالمية غالباً إلى هذه المؤسسات كوسيط، هذه الديناميكية المتزايدة في سوق رأس المال أسهمت في خفض

¹ سعدي فاطمة الزهراء، مرجع سبق ذكره، بتصرف.

التكاليف وتحفيز الابتكار المالي، مما عزز من عملية تدويل الأسواق المالية، من جهة أخرى تؤثر المؤسسات المالية بشكل كبير على حركة الأسواق المالية العالمية، حيث إن حجم تعاملاتها الضخم يخفض تكاليف المعاملات ويدفع باتجاه المزيد من الابتكار. على عكس المستثمرين الأفراد، تتمتع هذه المؤسسات بمرونة أكبر في تحويل الأموال إلى استثمارات أجنبية، مما يجعلها قوة دافعة وراء تدويل الأسواق، بالإضافة إلى ذلك يلجأ العديد من الأفراد إلى هذه المؤسسات كوسيلة للاستثمار في الأسواق العالمية، مما يعزز من أهميتها في النظام المالي¹.

¹ محسن أحمد الخضيري، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، طبعة 2003

المحور الثالث:

أهم المتدخلون السوق المالي

تمهيد:

سوق المال هو منظومة معقدة تتشابك فيها مصالح مجموعة متنوعة من الأطراف ذوي المصالح المتكاملة أحيانا والمتعارضة أحيانا أخرى، ولكل طرف دوره ومسؤولياته داخل البورصة، فمن المستثمرين الأفراد والشركات إلى المؤسسات المالية والحكومات وإنهاءً بالوسطاء الماليين في السوق الماليين، يساهم كل منهم في تشكيل ديناميكيات هذا السوق الحيوي الذي يمثل ويضبط إيقاع الاقتصاد ككل، تتنوع الأدوار والأهداف بين هؤلاء المتدخلين، مما يخلق بيئة تنافسية تسعى لتحقيق التوازن بين العرض والطلب، من جهة أخرى فإن القرارات التي يتخذها المتدخلون في السوق المالي تؤثر بشكل مباشر على أداء المتعاملين في السوق المالية، فمن خلال عمليات البيع والشراء للأوراق المالية، يتحدد دور الوسطاء الماليين داخل البورصة، وبالتالي فإن فهم أدوار هؤلاء المتدخلين وأهدافهم هو أمر بالغ الأهمية لتقييم أداء السوق واتخاذ القرارات الاستثمارية الصائبة، إلا أننا نشير إلى أن هؤلاء المتدخلون في السوق المالية يكون جاحل البورصة عن طريق الوسطاء الماليين فقط لا غير.

أولاً: المتدخلون الاساسيون لتكوين السوق المالي.

تقوم السوق المالية على 03 أركان رئيسية من المتدخلين فيها، يختلفون من حيث الغرض من التعامل بأصول التمويل فيها، فمن اصحاب الفائض إلى أصحاب العجز المالي، أي من العارضين للأموال بغرض الاستثمار في الأصول التمويلية المعروضة، إلى المطالبين للأموال المصدرين لهاته الأصول، هؤلاء العارضين والمطالبين وحتى المضاربين الذين يبحثون عن المضاربة بهاته الصول لغرض الربح السريع، نفضلهم على النحو الآتي¹:

- ❖ **المقرضين والمستثمرين (المشترين للأوراق المالية):** تشمل هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات المالية، وتشير فئة الأفراد إلى أولئك الذين يزيد دخلهم النقدي عن احتياجاتهم الاستهلاكية، وتشير فئة المؤسسات المالية إلى البنوك ومكاتب الوساطة وشركات الاستثمار التي تتمكن من استثمار بعض أموالها في مشاريع استثمارية تعود عليها بفوائد وفيرة، أي أنها ستجلب لها عوائد عالية ومخاطر منخفضة.
- ❖ **المقترضين أو المصدرين للأوراق المالية:** تشمل هذه المجموعة الأفراد والمؤسسات التي تحتاج إلى أموال بسبب انخفاض دخلها النقدي عن متطلبات الاستهلاك، وفي مثل هذه الحالات، يمكنها جمع رأس المال اللازم من خلال إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال؛ ومع ذلك، من الضروري أن تكون الجهة المصدرة للأوراق المالية شركة وساطة أو شركة استثمار.

- ❖ **الوسطاء أو الوكلاء:** الفرق بين السمسار الكامل والوكيل الكامل هو أن السمسار الكامل ينفذ الأوامر لصالح العميل فقط، في حين أن الوكيل الكامل ينفذ الأوامر لصالح شركة السمسرة فقط، فالوسيط ينفذ الأوامر لصالح العميل فقط، في حين أن الوكيل الكامل ينفذ الأوامر لصالح شركة الوساطة فقط، والوسيط

¹ - جمال جويادات الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن، 2002. - ص 31

كالمسار يكتسب الصفتين في الصفقة الواحدة بتنفيذ الصفقات لصالح العميل والشركة التي تستخدم الوسيط كما يجب التحذير من أن هناك إمكانية.

نشير هنا إلى أن مؤسسات الوساطة المالية تلعب دوراً هاماً في خدمة البائعين والمشتريين من خلال توفير الإمكانية لمصدري الأوراق المالية ومساعدتهم على إصدار هذه الأوراق المالية، وكذلك مساعدتهم على تصفية إصدارات هذه الأوراق المالية يخدم الوسطاء المشتريين، وخاصة الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تطلب من مؤسسات الوساطة المالية تنفيذ أوامر الشراء أو تقديم المعلومات والمشورة الفنية بشأن التعامل في الأسواق المالية والنقدية، سواء شراء أو بيع، كما يسهل الوسطاء عملية التعامل في الأسواق المالية من خلال التسهيلات التي يقدمونها لهؤلاء المتعاملين، سواء كانوا بائعين أو مشتريين، وفي بعض الحالات قد يقوم الوسطاء بشراء إصدارات الأوراق المالية بهدف بيعها، وفي هذه الحالة يقوم الوسطاء بعملية البيع والشراء معاً ويتحملون المخاطر ويحصلون على العائد الذي يمكن تحقيقه نتيجة لذلك، وقد يكون الوسطاء الماليون شخصاً طبيعياً (فرداً) أو شخصاً اعتبارياً (شركة، بنك، مؤسسة، إلخ)،²

من جهتهم فإن الوسطاء الماليين يمارسون عدة مهام ويقدمون عدداً كبيراً من الخدمات المالية والاستشارية وحتى غتمام إجراءات المعاملات الإدارية، إذ يقومون بأعمال عديدة متنوعة في السوق المالي، وذلك من خلال عملهم ونشاطهم في الأسواق المالية والنقدية كشركات أو أفراد للوساطة المالية، من أهم هاته الخدمات نذكر الآتي:³

ك أعمال السمسرة: إن الوسيط السمسار أو ما يعرف بالوسيط العادي هو في الغالب فرد يعمل لتحقيق مكاسب شخصية له، وغالباً ما يعمل أيضاً لدى شركات الوساطة المالية

² - فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديثة، الطبعة الأولى، الأردن 2006، ص.ص 94-95.

³ - جمال جويديات الجمل - مرجع سبق ذكره، ص 31.

العاملة في البورصة إما بشكل دائم أو بشكل جزئي عند الحاجة إليه لتنفيذ مهام الوساطة لدى الشركة تكون فائداً لديها في أوقات الذروة، يُعرف هذا الشخص باسم وسيط السوق أو السمسار، وهو يتمتع بسلطة تقديم أوامر الشراء والبيع للعملاء إلى نظام التسعير والعرض في البورصة، والذي لا يوجد إلا في قاعة التداول، حيث ينفذ المعاملات نيابة عن عملائه أو للشركات التي تكلفه بها⁴.

صناعة السوق: يعمل صانع السوق في سوق الأوراق المالية كوسيط مالي، على غرار السمسار التقليدي، حيث يقدم خدمات الوساطة للجمهور في مقابل العملة، وبالإضافة إلى هذه الخدمات، يقدم أيضاً الاستشارات، ويدير المحافظ المالية، ويقدم عروضاً أخرى نموذجية للسمسار العادي، وما يميز صانع السوق هو أنه يحمل ترخيصاً من هيئة إدارة السوق، مما يجعله صانع سوق، هذا السمسار المالي المتخصص مجهز لشراء و/أو بيع الأوراق المالية الخاصة بالأوراق التجارية التي لديه خبرة فيها، فهو يشتري عندما يكون هناك معروض كبير من الأوراق المالية وعلى العكس من ذلك يعمل كمقدم عرض عندما يكون هناك طلب عليها، والهدف هنا هو تنظيم تحركات وتقلبات أسعار الأصول المالية ضمن حدود مقبولة⁵، ومن المهم ملاحظة أن سمسار صانع السوق متخصص في أوراق مالية مختارة، وفقاً لما تحدده لجنة تنظيم السوق.

العمل على تقليل وتوزيع المخاطر: يواجه المتداولون الاقتصاديون مجموعة متنوعة من المخاطر، بما في ذلك مخاطر أسعار الصرف ومخاطر أسعار الفائدة ومخاطر الأسعار، لذلك

⁴ مصطفى كولار وآخرون، الوساطة والسمسرة في سوق الأوراق المالية، دار ألفا دوك للنشر، ط01، الجزائر 2019.

⁵ محمد غزال، دور الصكوك الإسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية، دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، تخصص اقتصاديات الأعمال، جامعة سطيف 2013، ص13.

يلعب الوسطاء في السوق المالي خاصة من خلال إبتكار والتعامل بالمشتقات المالية دوراً في التحوط من هذه المخاطر وتوزيعها على المستثمرين القادرين على تحملها في حال ظهور بوادر أزمة مالية في السوق، فعقود المشتقات المالية تحدد الأسعار والتكاليف وتعمل على تجنب المخاطر المستقبلية، ويمكنها أيضاً توزيع المخاطر عن طريق نقل هذه المخاطر إلى طرف آخر دون الحاجة إلى الشراء المسبق للأصل محل العقد مقابل تكلفة محددة.

العمل على إطالة فترة إستحقاق الدين: يقوم الوسطاء الماليون في السوق المالي سواء على مستوى الجهاز المصرفي (السوق الأولي) أو على مستوى البورصة (السوق الثانوي) باستخدام مروحة واسعة من الصول المالية والتمويلية الموجهة أساس لتخفيض تكلفة التمويل والتسعير وأسعار الصرف وغير ذلك، وبالتالي يمكن استخدام قواعد الرفع المالي الهادفة إلى إعادة جدولة الديون وإطالة فترة إستحقاقها من خلال إيجاد حلول إبداعية للتمويل، بغية اقتناص الفرص الاستثمارية وتحقيقها، ونظراً لأن الأصول المالية هي مجموعة عقود أصلية ومعاملات في شكل تعهدات وتعاقبات في أصول قائمة يتم تنفيذها فوراً أو في المستقبل، فهي ترتيبات مستقبلية في غالبها لا تتطلب مبالغ كبيرة من رأس المال، وقد لعبت وستظل تلعب دوراً في توليد الإيرادات والأرباح لكل الأطراف كل حسب الغرض من تعاملاته بها.

التعهد بتغطية الاصدارات الجديدة المطروحة في السوق: يسمى الوسيط مغطي الاصدارات، هو بنك تجاري يقدم خدمات الوساطة المالية للشركات التي تطرح أوراقها المالية للجمهور عن طريق اللجوء إلى المدخرات العامة، حيث يقوم بدراسة السوق لصالح المؤسسة، ويقوم بجميع المراحل التي تتطلبها عملية طرح الأوراق المالية للاكتتاب من قبل

الجمهور، ويسمى غطاء الإصدار لأنه يلتزم أمام المؤسسة المصدرة للأوراق المالية، بتغطية المبلغ المتبقي من الإصدار الذي لم تتمكن من بيعه للجمهور.

من جهة أخرى فإن الوسطاء الماليون في السوق الماليون تكون مهمتهم الأساسية والرئيسية هي التفاوض على القيم المتداولة (الأسهم، السندات، المشتقات المالية) التي يتم إدراجها في البورصة، وقد يأخذ الوسطاء شكل أشخاص اعتباريين أو أشخاص طبيعيين أو شركات مساهمة معتمدة من لجنة تنظيم ومراقبة البورصة، ويمكننا التمييز بين نوعين من الوسطاء في السوق المالية، وهما على التوالي: 6

❖ **وسطاء ذو النشاط المحدود:** وهو الوسيط الذي لا يملك الحق في تداول الأصول المالية داخل البورصة لمصلحته الخاصة وتقتصر مهمته على تنفيذ أوامر البيع والشراء لصالح الجمهور، من أهم خصائصه أنه دائماً ما يكون شخص طبيعي وليس شركة، وأنشطته داخل البورصة تقتصر على خدمات وساطة معينة ومحددة من طرف إدارة البورصة، وبالتالي يشار إليها على أنها أنشطة محدودة في سجل نشاطه داخلها، مع التأكيد على أنه لا يمكنهم ممارسة أي نشاط آخر من خدمات الوساطة المالية غير النشاط المحدد في السجلات في وقت الاعتماد، وهو التفاوض على الأصول المالية وتنفيذ أوامر البيع والشراء لصالح الجمهور فقط وليس لصالحهم الخاص، دون أن يشمل ذلك خدمات أخرى يمكن تقديمها للجمهور داخل البورصة، بمعنى آخر هذا النوع من الوسطاء يقتصر دورهم فقط على تنفيذ أوامر عملائهم لا غير⁷.

❖ **وسطاء ذوي النشاط غير المحدود:** وهو وسيط تكون أنشطته داخل البورصة غير مقيدة من حيث حجم وطبيعة الأعمال والخدمات التي يمكنه تقديمها للجمهور داخل البورصة، ناهيك عن مصالحه الخاصة التي تعامل بها، خدمات التفاوض والتنفيذ لأعمال البيع والشراء للصالح العام، خدمات الاستشارات

⁶ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية "مؤسسات، أوراق، بورصة"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2005- ص 35

⁷ المادة 02، النظام 96-03 المؤرخ في 03 جويلية 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، ج.ر. عدد 36.

المالية، إدارة المحافظ المالية وغيرها، كما يقوم بمعالجة وتنفيذ كافة عقود البورصات القائمة لمصلحته الخاصة ومصلحة الجمهور، بغض النظر عن موضوع نشاطه، مثل "البيع على المكشوف للعقود"⁸، نظراً لقوتها البشرية وتقنياتها ومزاياها، فهي عادة ما تكون شركة وساطة مالية داخل بورصة متخصصة في أعمال الوساطة المالية الاحترافية، تتطلب القدرات الفنية، بالإضافة إلى التعامل مع هذه الخدمات، في بعض الأحيان ضمانات ومخاطر يمكن أن تتحملها الشركة بشكل أفضل، مثل تكلفة تقديم وتحليل وتقديم المعلومات مثل الخدمات الاستشارية المالية، التي لا يستطيع الأفراد تقديمها، بالإضافة إلى مهمة التفاوض يقومون أيضاً بتقديم خدمات إستشارة وتوظيف.

نشير هنا إلى أن هناك وسيط آخر يعمل في السوق المالي على مستوى الجهاز المصرفي فقط، وهو المعروف بالوسيط مصرف الاصدار، وهو بنك أو مؤسسة مالية حصراً ولا يمكن أن يكون افراداً بأي حال من الأحوال، وبنوك الإصدار هاته هي البنوك و/أو المؤسسات المالية التي تقوم بإجراءات الإصدار للمؤسسات والشركات التي تعتمد على المدخرات العامة منذ نشأتها عند حاجتها للتمويل، ويطلق عليها اسم بنوك الإصدار لأنها تقوم بعملية الطرح والاصدار للأوراق المالية لصالح الشركات الراغبة في اللجوء إلى التمويل من خارجها عن طريق طرح اسهم أو سندات، تقوم هاته البنوك بتصريف (بيع) الأوراق المالية المصدرة للجمهور وتأخذ رسوماً مقابل ذلك؛ وتستند الرسوم عموماً إلى كمية الأوراق المالية المباعة للجمهور، ولا تكون مسؤوليتها تصريف كامل الأوراق المصدرة، وإنما مهمتها تنتهي بقدرتها على التصريف للجمهور في حدود طاقتها.

هناك وسطاء معيار آخر لتقسيم الوسطاء الماليين في البورصة وهم على النحو الآتي:

⁸ نفس المرجع.

❖ **الوسيط المتخصص:** تعتبر شركات وأفراد الوساطة المالية المتخصصة عنصراً حيوياً في السوق المالي، يتميز هؤلاء الوسطاء بتركيزهم على تداول أصول محددة، مثل أسهم شركة معينة، مما يمنحهم خبرة واسعة ومعرفة عميقة بهذا النوع من الأصول، هذا التخصص يمكنهم من تقديم خدمات الوساطة وصناعة السوق بكفاءة عالية، سواءً لحسابهم الخاص أو لحساب العملاء، مقابل رسوم محددة⁹.

ينقسم عالم الوساطة المالية إلى عدة تخصصات، من بينها الوساطة في أصول معينة، يختار بعض الوسطاء التركيز على تداول سهم شركة واحدة أو مجموعة محددة من الشركات، مما يجعلهم خبراء في هذا المجال، هؤلاء الوسطاء يقومون بدور الوسيط وصانع السوق في آن واحد، مما يساهم في توفير السيولة وتسهيل عمليات التداول.

❖ **تجار الأوراق المالية:** يعتبر التداول في الأسواق المالية نشاطاً اقتصادياً يهدف إلى تحقيق الأرباح من خلال شراء وبيع الأصول المالية، يتنوع هذا النشاط بين المستثمرين ذوي الاستراتيجيات الطويلة الأجل والمتداولين الذين يركزون على تحقيق أرباح قصيرة الأجل.

إلا أن تجار الأوراق المالية غالباً ما يكونون أشخاصاً طبيعيين يهدفون من وراء الوساطة المالية إلى المضاربة في فالأوراق المالية في البورصة، بحيث يتخذون من المضاربة إحدى الاستراتيجيات التي يتبعها المتداولون في الأسواق المالية، حيث يهدفون إلى تحقيق أرباح سريعة من خلال الاستفادة من التقلبات قصيرة الأجل في أسعار الأصول، هذه الاستراتيجية تتطلب درجة عالية من المتابعة والتحليل.

⁹ محمد أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء للدنيا للطباعة والنشر، الإسكندرية (مصر)، 2000، بتصرف.

تتنوع استراتيجيات المتداولين في الأسواق المالية، فهناك من يفضلون التعامل بمبالغ كبيرة، وهناك من يركزون على التغيرات الطفيفة في أسعار الأصول، جميعهم يسعون لتحقيق عوائد مالية تتناسب مع حجم استثماراتهم.

❖ **سمسار الصالة:** هو الشخص المسؤول عن تنفيذ أوامر شراء وبيع الأوراق المالية نيابة عن العملاء مباشرة داخل قاعة التداول، يعمل هذا الوسيط إما لحسابه الخاص أو لحساب إحدى شركات الوساطة المالية، ويتخصص في إدخال الأوامر إلى نظام التداول الإلكتروني¹⁰.

يلعب سمسار الصالة دوراً حيوياً في عملية التداول، حيث يقوم بتسهيل تنفيذ الأوامر وتنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية التي يحددها العملاء، يتميز هذا النوع من السماسرة بخبرتهم الواسعة بسوق الأوراق المالية وقدرتهم على التعامل مع المتغيرات السريعة في الأسعار.

وعلى عكس السماسرة الإلكترونيين، يعمل سمسار الصالة بشكل مباشر داخل قاعة التداول ويتعامل مع عملائه هو بطريقة مباشرة، يتميز هذا النوع من السماسرة بقدرته على تقديم المشورة الاستثمارية للعملاء وتنفيذ الأوامر بشكل فوري.

ثانياً: شروط ممارسة الوساطة المالية في البورصة.

يتم اعتماد الشركات، وكذا الأشخاص الطبيعيين كوسطاء ماليين في البورصة حسب الشروط التالية:

1. بالنسبة لشركات الوساطة المالية: لكي تتمكن الشركات والمؤسسات من المشاركة في التداول بالبورصة، يجب أن تتوافق مع الشروط القانونية المحددة، ومن أهم هذه الشروط أن يكون للشركة شكل قانوني محدد، وهو شكل شركات الأموال مثل الشركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم.

¹⁰ منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 1999، بتصرف

☞ الاشتراك في البورصة يخضع لمعايير وشروط محددة، من بين هذه الشروط يجب أن تكون الشركة الراغبة في الاشتراك مسجلة كشركة مساهمة أو شركة توصية بالأسهم، أي من شركات الأموال.

☞ لبورصة تفتح أبوابها أمام نوع محدد من الشركات، وهي الشركات التي تتخذ شكل شركات الأموال مثل الشركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم، هذا الشرط يضمن استقرار الشركات المدرجة وشفافيتها.

☞ تخصيص ما بين 20% و 25% من رأس المال الاجتماعي لاستقطاب مستثمرين جدد من خلال طرح أسهم للاكتتاب العام في السوق، هذه الخطوة تهدف إلى تنويع مصادر التمويل وتعزيز الثقة في الشركة.

☞ تؤكد البيانات المالية للشركة على صحة ميزانيتها وقدرتها على تحقيق الربحية والاستدامة، كما يتضح من توزيع الأرباح على المساهمين، فكلما كانت الشركة تتميز بسجل حافل بالأداء المالي القوي، والذي يتجسد في تحقيق أرباح مستمرة وتوزيعات أرباح منتظمة على مدار العامين الماضيين؛

☞ تلتزم الشركة بجميع المتطلبات القانونية والرقابية اللازمة للإدراج في سوق الأوراق المالية، بما في ذلك تحقيق الأرباح وتوزيعها على المساهمين.

☞ يجب على كل شركة راغبة في الانضمام إلى سوق الأوراق المالية إعداد ملف شامل يتضمن وثائقها التأسيسية، وخاصة القانون الأساسي الذي يحدد هيكلها ونشاطها، بالإضافة إلى ذلك ينبغي للمؤسسة أن تقدم عرضاً مفصلاً لأعمالها الحالية ورؤيتها المستقبلية، وذلك لتمكين الجهات المختصة من تقييم طلبها.

☞ تعد عملية تكوين ملف الدخول إلى سوق الأوراق المالية خطوة حاسمة لأي شركة تسعى لتنمية أعمالها وجذب الاستثمارات، هذا الملف الذي يتضمن القانون الأساسي للشركة ووصفاً تفصيلياً لنشاطها وآفاقها، يمثل واجهة الشركة أمام المستثمرين والجهات الرقابية.

2. بالنسبة للأشخاص الطبيعيين للاعتماد كوسطاء ماليين في البورصة: بعد توفر شروط محددة في

الشخص الطبيعي مثل الأهلية اقلانونية وعدم خضوعه لأي عقوبة قانونية أو جنائية سالبة للحربة وغير ذلك

من الشروط الأول، فإن اعتمادة الشخص الطبيعي في البورصة كوسيط يشترط فيه ما يلي:

☞ متلك الشخص المعني خلفية أكاديمية متينة في مجال الأسواق المالية، حيث حصل على درجة علمية في هذا

التخصص، كما أنه قام بتعزيز معرفته العملية من خلال المشاركة في دورات تدريبية مكثفة حول آليات عمل

البورصات وأسس الوساطة المالية.

☞ حاصل على الشهادات الأكاديمية والمهنية التي تؤهله للعمل في مجال الأسواق المالية، فبالإضافة إلى ماستر

في تخصص ذي صلة بالعلوم الاقتصادية أو القانونية، يشترط فيه اجتياز بنجاح دورات متخصصة في عمل

البورصات والوساطة المالية.

☞ يشترط وجود حد أدنى لرأسمال محدد يشارك به في رأسمال شركة تسيير بورصة القيم المنقولة.

☞ الأهلية القانونية، وحسن السيرة والسلوك قبل تقديم الطلب، والجنسية في بعض الدول.

المحور الرابع:

تنظيم السوق المالي

تمهيد:

من المتعارف عليه أن الأسواق المالية تلعب دوراً رئيسياً في تنمية الاقتصادات الوطنية، وتلعب الدور الرئيسي في تعبئة واستثمار المدخرات المالية من رؤوس الأموال التي لم تتح الفرصة لاستثمارها وتكون ختملة وخارج الدائرة الاقتصادية، ويتفق معظم الاقتصاديين والمحللين على أن الأسواق المالية بشقيها المباشرة (البورصة) وغير المباشرة (الجهاز المصرفي) هي مرآة الاقتصاد القوي، مع الإشارة إلى أن ضعف هذه السوق التمويلية ذلك يترتب عليه عدد من المخاطر والأعباء التي يجب تجنبها، مما يؤدي إلى آثار سلبية على الاقتصادات الوطنية وأزمة مالية قد تطال العديد من الدول.

نظراً لأن أسواق رأس المال بشكل عام، وأسواق الأوراق المالية بشكل خاص، تلعب دوراً مهماً في الاقتصاد الكلي، فقد رأت الحكومة ضرورة تنظيم هذه الأسواق وظهرت الحاجة إلى تدخل الحكومة لحماية صغار المستثمرين الذين هم أقل خبرة ومعرفة وقدرة من المستثمرين المحترفين والمؤسسات المالية.

أولاً: تنظيم عملية الإفصاح عن المعلومات.

"يمثل تقرير أمان الاستثمار وتحديد درجة المخاطرة المرتبطة به تحديًا كبيرًا للمستثمرين في أسواق الأوراق المالية، ففي ظل التذبذبات المستمرة في الأسواق، يعتمد اتخاذ القرارات الاستثمارية الصائبة على تقييم دقيق للمخاطر المحتملة والعوائد المتوقعة، مما يجعل هذا التقرير بمثابة البوصلة التي توجه المستثمرين نحو الاستثمارات الأكثر أمانًا وتحقيقًا للأرباح.

الإفصاح والشفافية تمثل صمام أمان الاستثمار، فهي تؤثر بشكل مباشر على قرارات المستثمرين، فقبل الولوج في أي استثمار جديد، يسعى المستثمرون للحصول على معلومات دقيقة حول المخاطر المرتبطة به، وذلك لتجنب الخسائر المالية المحتملة واتخاذ قرارات استثمارية مدروسة.

يهدف تقرير أمان الاستثمار إلى حماية المستثمرين من المخاطر غير المتوقعة، فمن خلال تقديم تحليل شامل للمخاطر المحتملة، يساهم هذا التقرير في تمكين المستثمرين من اتخاذ قرارات استثمارية أكثر حكمة وتقليل تعرضهم للخسائر.

لضمان نجاح الاستثمارات، من الضروري أن تزود الشركات المستثمرين بمعلومات شافية وواضحة حول الأوراق المالية المعروضة، ولكن، غالبًا ما تكون هذه المعلومات غير كافية أو معقدة ليفهمها جميع المستثمرين، لذا، يجب على الحكومات أن تلعب دورًا فعالًا في مراقبة الشركات المصدرة للأوراق المالية والتأكد من تقديمها لمعلومات دقيقة وكاملة، هذا الدور الحاسم يؤديه عادةً ما يعرف بهيئة الأوراق المالية والبورصة، والتي تفرض على الشركات واجب الإفصاح الكامل عن كل التفاصيل المتعلقة بإصداراتها المالية،

وبذلك، يتم حماية المستثمرين من عمليات الغش والاحتيال، ويزداد ثقة المستثمرين بالسوق، مما يساهم في زيادة كفاءته¹.

نشير هنا إلى أن شفافية المعلومات هي حجر الزاوية في أي سوق مالي ناجح، ومع ذلك، غالبًا ما يفتقر المستثمرون إلى الخبرة الكافية لتحليل المعلومات المعقدة التي تقدمها الشركات، لذا، يتحتم على الحكومات التدخل لحماية حقوق المستثمرين، من خلال إنشاء هيئات متخصصة مثل هيئة الأوراق المالية والبورصة، تتمكن الحكومات من فرض قواعد صارمة على الشركات للإفصاح عن جميع المعلومات المتعلقة بإصداراتها المالية، هذا الإجراء الضروري يقلل من فرص الغش والاحتيال، ويشجع على الاستثمار، مما يؤدي إلى زيادة كفاءة السوق ونموه.

إن عدم كفاية المعلومات التي تقدمها الشركات للمستثمرين، بالإضافة إلى تفاوت الخبرات بين المستثمرين أنفسهم، يشكلان تهديدًا كبيرًا لاستقرار الأسواق المالية، لحل هذه المشكلة، يجب على الحكومات أن تضع آليات رقابية صارمة تضمن حصول المستثمرين على معلومات دقيقة وكاملة، من خلال إلزام الشركات بالإفصاح عن جميع المعلومات المتعلقة بإصداراتها المالية، تتمكن هيئات الأوراق المالية والبورصة من حماية حقوق المستثمرين وتقليل المخاطر المرتبطة بالاستثمار، مما يساهم في خلق بيئة استثمارية أكثر جاذبية

ثانياً: تنظيم عمليات التعامل.

لتحقيق الانضباط والسير المنتظم في أي سوق، لا بد من وجود جهة مختصة تتولى مهمة تنظيم وتشغيل هذا السوق، هذه الجهة تقوم بوضع القواعد واللوائح التي تحكم التعاملات التجارية، وتعمل على

¹ -Frankj . Fabozzi et Franco Nodighiani ,Capital market ,newger ,1992 ,p 18

تطبيقها ومراقبتها، كما أنها تقوم بدور الحَكَم العادل في حال نشوء أي نزاعات بين الأطراف المعنية، فالإطار التشريعي يشكل حجر الزاوية في تنظيم أي نوع من التعاملات، فالقوانين واللوائح هي التي تحدد حقوق وواجبات كل طرف، وتحدد الإجراءات التي يجب اتباعها في مختلف الحالات، وعندما يكون هذا الإطار واضحًا ودقيقًا، يصبح من السهل على الجميع فهم حقوقهم وواجباتهم، مما يساهم في خلق بيئة استثمارية جاذبة¹:

❖ **الرقابة على السوق الاولية:** تلعب الهيئة الرقابية دوراً محورياً في تنظيم السوق الأولية وحماية المستثمرين، فهي تفرض على الشركات الراغبة في طرح أسهمها للاكتتاب العام الالتزام بمعايير صارمة، من بينها إعداد نشرة اكتتاب شاملة توفر للمستثمرين معلومات كافية لاتخاذ قرارات استثمارية مستنيرة، كما تقوم الهيئة بمراقبة عمليات التداول بشكل مستمر، حيث لا تسمح بتداول أسهم أي شركة إلا بعد التأكد من استيفائها لجميع الشروط القانونية، مما يساهم في خلق بيئة استثمارية آمنة وشفافة.

لضمان شفافية التعاملات وحماية حقوق المستثمرين، تفرض الهيئات الرقابية في البنك المركزي على أي بنك تجاري أو مؤسسة مالية تعمل في الوساطة المالية لصاح الشركات التي ترغب في طرح أسهمها للاكتتاب العام إعداد نشرة تفصيلية توضح أهدافها وخططها المستقبلية، هذه النشرة بمثابة نافذة يطل منها المستثمر على هوية الشركة وأنشطتها، مما يقلل من فرص الوقوع في شباك الشركات الوهمية التي تسعى لجني أرباح سريعة على حساب أموال الجمهور، كما تخضع أسهم الشركات الجديدة لرقابة مستمرة بعد طرحها

¹ عاشور شهرزاد، الأسواق المالية، دراسة حول مجمع صيدال، مذكرة تخرج لنيل شهادة ليسانس، جامعة البليدة، 2003-2004، ص 19، ص

للاكتتاب، حيث تشترط الهيئة توافر مجموعة من المعايير لقبولها للتداول في السوق الرسمي، مما يضمن استقرار السوق وحماية مصالح المتداولين.

❖ وضع متطلبات الإفصاح: لضمان عدالة التعاملات في السوق، تمنع الهيئة الرقابية مؤسسي

الشركات من بيع أسهمهم مباشرة بعد طرحها للاكتتاب العام، يجب على المؤسسين الانتظار فترة زمنية معينة، كما يشترط أن تحقق الشركة نتائج مالية جيدة قبل أن يتمكنوا من التداول بحرية، هذا الإجراء يهدف إلى منع أي تضارب في المصالح وحماية حقوق باقي المساهمين.

نشير هنا إلى أنه في إطار سعيها لضمان شفافية التعاملات في السوق، تقوم الهيئة الرقابية بوضع قواعد صارمة تحدد شروط تداول أسهم الشركات من قبل مؤسسيها، فقبل أن يتمكن المؤسس من بيع أسهمه، يجب أن يمر بفترة انتظار معينة وأن تثبت الشركة قدرتها على تحقيق نتائج مالية جيدة، هذه الإجراءات تضمن حماية حقوق المستثمرين وتمنع أي محاولات للتلاعب بالسوق.

❖ الرقابة على السوق الثانوية: تلعب المحاسبة والتدقيق دوراً حيوياً في الرقابة على السوق الثانوية،

فالشركات المدرجة ملزمة بإعداد قوائم مالية دقيقة وفقاً للمعايير المحاسبية المتعارف عليها عالمياً، هذه القوائم تخضع بعد ذلك للتدقيق من قبل خبراء مستقلين لضمان صحتها وسلامتها، وبذلك، تتأكد الهيئة الرقابية من أن المعلومات التي يتلقاها المستثمرون عن الشركات هي معلومات موثوقة، مما يساهم في اتخاذ قرارات استثمارية سليمة.

لضمان شفافية التعاملات في السوق الثانوية وحماية حقوق المستثمرين، تفرض الهيئة الرقابية على الشركات المدرجة إلزاماً بنشر تقارير مالية دورية، هذه التقارير التي تخضع للتدقيق من قبل خبراء مستقلين،

تقدم صورة واضحة عن أداء الشركة ووضعها المالي، مما يساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة، وبهذا، تساهم الرقابة على المعلومات المالية في تعزيز الثقة في السوق وجعلها أكثر استقراراً.

❖ تطبيق قوانين ولوائح السوق: تلعب الهيئة الرقابية دوراً حيوياً في الحفاظ على استقرار السوق من

خلال تطبيق مجموعة من القوانين واللوائح الصارمة، فمن خلال هذه القوانين، تسعى الهيئة إلى كبح جماح التقلبات السعرية غير المبررة، وتجنب حدوث تحركات حادة في الأسعار لا تتناسب مع حجم التداول، وتشمل أدوات الهيئة في هذا الصدد إمكانية إيقاف التداول مؤقتاً في الأسهم التي تشهد تقلبات مفرطة، أو تحديد سقف أقصى لحركة الأسعار في فترة زمنية معينة.

لتوفير بيئة استثمارية آمنة ومستقرة، تقوم الهيئة الرقابية بوضع قواعد صارمة تحد من التقلبات السعرية غير المبررة في السوق، فمن خلال هذه القواعد، تسعى الهيئة إلى حماية المستثمرين من المخاطر التي قد تنجم عن تقلبات الأسعار المفاجئة، وتشمل هذه القواعد إمكانية إيقاف التداول مؤقتاً في الأسهم التي تشهد تقلبات مفرطة، أو تحديد سقف أقصى لحركة الأسعار في فترة زمنية معينة.

ثالثاً: تنظيم بعض الجوانب الخاصة بالمؤسسات المالية.

تهدف سلطة البورصة جاهدة إلى حماية مدخرات المستثمرين وحفظ حقوقهم، ولتحقيق هذا الهدف، تتخذ مجموعة من الإجراءات الرقابية على مؤسسات الوساطة المالية¹.

تهدف إنشاء أي مؤسسة للوساطة المالية يستوجب الحصول على ترخيص مسبق وبشروط مشددة من الجهات الرقابية المختصة، تخضع الطلبات المقدمة إلى تقييم دقيق لفحص مدى أهلية

¹ - عاشور شهرزاد، مرجع سابق، ص 20، ص 21

مقدم الطلب، سواء كان فردًا أو مؤسسة، للقيام بأنشطة الوساطة المالية، والتأكد من توافر الكفاءات والقدرات اللازمة لممارسة هذه الأنشطة الحساسة.

إلا أن ما تركز عليه السوق المالية من تشديد الشروط هو حماية مصالح المستثمرين، التي تتطلب تنظيمًا صارمًا لقطاع الوساطة المالية، لذلك، يشترط الحصول على ترخيص رسمي قبل ممارسة أي نشاط في هذا المجال، تخضع الطلبات إلى تقييم شامل للتأكد من استيفاء المتطلبات القانونية والفنية اللازمة

إن إعداد سجلات محاسبية دقيقة ومنظمة وفق المعايير المتعارف عليها هو بمثابة خارطة طريق تساعد المستثمرين على فهم الأداء بشكل أفضل، وعليه فإن السجلات المحاسبية تساعدنا على اتخاذ قرارات مدروسة وتجنب المشاكل المالية، ولضمان صحة هذه السجلات، يجب أن يتم مراجعتها بانتظام من قبل خبراء متخصصين

إن مسؤولية الشركات تجاه أعمالها وشركائها والجمهور بصفة عامة ذوي المصلحة المباشرة أو غير المباشرة تقتضي منها الحفاظ على سجلات مالية دقيقة وواضحة، هذه السجلات هي بمثابة وثائق رسمية تعكس واقع أعمالها، ولذلك يجب أن تكون مطابقة للمعايير المحاسبية المتعارف عليها، كما أنها ملزمة بتوفير هذه السجلات للجهة المختصة لضمان الشفافية والنزاهة.

الجهات الرقابية المالية تفرض قيودًا على الأصول التي يمكن للوسطاء الماليين حيازتها، وذلك لضمان سلامة النظام المالي وحماية حقوق المستثمرين، هذه القيود تختلف باختلاف نوع الوسيط المالي ونوع الأصول، على سبيل المثال، البنوك التجارية تخضع لقيود صارمة على حيازة الأسهم العادية، بينما تفرض على شركات التأمين قيودًا أقل صرامة

كـ لتحقيق التوازن بين تحقيق العوائد وتقليل المخاطر، تخضع الأصول المالية التي يمكن للوسطاء الماليين حيازتها إلى قيود تنظيمية، هذه القيود تحدد نوعية وكمية الأصول التي يمكن للوسطاء امتلاكها، وذلك لمنع التركيز على استثمارات عالية المخاطرة، على سبيل المثال، البنوك التجارية محظور عليها عمومًا الاستثمار في الأسهم العادية، بينما تسمح شركات التأمين ببعض الاستثمارات في الأسهم، ولكن ضمن حدود محددة

ما يمكننا ان نضيفه هنا هو أنه على الرغم من الفوائد الجمة التي تجنيها الدول من الأسواق المالية، إلا أنها تأتي محملة بمجموعة من المخاطر والتحديات، فالتقلبات الحادة في أسعار الأوراق المالية يمكن أن تؤدي إلى أزمات مالية واسعة النطاق، مما يؤثر على الاستقرار المالي والاقتصادي للعديد من الدول، ومع ذلك فإنه لا يمكن إنكار الأهمية البالغة التي تتمتع بها الأسواق المالية في تنمية الاقتصاديات، فهي تلعب دورًا حيويًا في توفير السيولة اللازمة للاستثمار، وتساعد الشركات على التوسع والنمو، ومع ذلك، فإن هذه الأسواق ليست خالية من المخاطر، حيث يمكن أن تشهد تقلبات حادة تؤدي إلى أزمات مالية تؤثر سلبيًا على الاقتصاد ككل.

المحور الخامس:

الأسهم والسندات كأهم
أدوات الاستثمار في السوق
المالية

تمهيد:

الاستثمار هو فن تحويل المال إلى ثروة، ومن أهم الطرق لتحقيق ذلك هو الاستثمار في الأسهم والسندات، الأسهم تمثل ملكية في رأس مال شركة موجودة على أرض الواقع، مما يمنحك الحق في جزء من أرباحها، أما السندات فهي بمثابة قرض يقدمه المكتب لشركة أو حكومة، مع وعد بالحصول على عائد ثابت أو متغير، في هذا المحور نتطرق إلى الأسهم والسندات باعتبارهم أهم أدوات الاستثمار في السوق المالية، وذلك على النحو الآتي:

أولاً: صكوك الملكية الأسهم: وهي على النحو الآتي:

1. تعريف الأسهم: يمكننا تعريف الأسهم على النحو الآتي:

التعريف الأول: تعرف الأسهم على أنها "تمثل الأسهم في جوهرها شهادة ملكية لجزء من رأس المال في شركة ما، هذه الشهادات قابلة للغكتاب في السوق الأولي وللتداول في البورصة باعتبارها سوق ثانوي، حيث يمكن للمستثمرين شراؤها أو بيعها، وبالتالي فإن امتلاك سهم يعني تملك حصة من تلك الشركة تخوله الحصول على أرباح وتحمل خسائر"¹.

التعريف الثاني: كما يمكن تعريف الأسهم على أنها " الأسهم هي وحدات قياس للمساهمة في رأس مال شركات المساهمة مهما كان مضوعوقطاع النشاط للشركة، يمكن للمستثمرين المساهمة في رأسمال الشركة إما نقدًا أو بعروض عينية، كل سهم يمثل حصة محددة في ملكية الشركة"².

¹ مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1993، ص: 169.

² منير ابراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق الاوراق المالية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، د.م، ص.ص 61-62.

التعريف الثالث: كما يمكن تعريف الأسهم على أنها "عندما تحتاج الشركات إلى تمويل أعمالها وتوسيع نطاقها، تلجأ إلى فتح رأسمالها الاجتماعي للجمهور، وذلك بإصدار أسهم جديدة وبيعها للمستثمرين، كل سهم يمثل حصة في ملكية الشركة بقيمة السهم المطروح، ويشترى المستثمرون هذه الحصص على أمل تحقيق أرباح مستقبلية، يتم تداول هذه الأسهم في البورصة، مما يخلق سوقاً نشطاً لبيع وشراء هذه الأوراق المالية"

التعريف الرابع: كما يمكن تعريف الأسهم على أنها "الأسهم هي واحدة من أهم أدوات الاستثمار في الأسواق المالية، وهي تمثل جزءاً من ملكية شركة ما، ويحق لحامل السهم الحصول على جزء من أرباح الشركة، يتم تداول الأسهم في البورصة، مما يتيح للمستثمرين شراء وبيع هذه الأوراق المالية لتحقيق الأرباح أو تنويع استثماراتهم."

التعريف الثاني: "السهم هو حق المساهم في شركة الأموال، وهو الصك الذي يثبت هذا الحق القابل للتداول وفقاً لقواعد القانون التجاري"¹.

من خلال التعاريف السابقة فإنه يمكننا تقديم تعريف جامع ومانع للأسهم وذلك على النحو الآتي: "السهم هو وحدة قياسية تمثل جزءاً من رأس مال شركة مساهمة، يمنح حاملها حقوقاً معينة مثل حق التصويت في اجتماعات المساهمين وحق الحصول على جزء من الأرباح وتحمل جزء من الخسائر، كما أنه أداة مالية قابلة للإكتتاب في السوق الأولي وللتداول في البورصة، تعكس قيمة الشركة وقدرتها على تحقيق الأرباح في المستقبل".

¹ شمعون شمعون، البورصة، الأطلس النسرة، الجزائر 1999، ص: 21.

2. أنواع الأسهم وخصائص كل منها:

تختلف الأسهم باختلاف زاوية النظر لها، فمن زاوية الملكية إلى زاوية الإستثمار، مروراً بزاوية القدرة على الاكتتاب فيها وتداولها من الجمهور، فإننا نقسم الأسهم حسب 03 معايير رئيسية، وذلك على النحو الآتي¹:

- حسب معيار الشكل الذي تظهر به الأسهم: حسب هذا المعيار فإن الأسهم تنقسم إلى أسهم اسمية، أسهم لحاملها وأسهم لأمر.

- حسب معيار طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم: حسب هذا المعيار فإن الأسهم تنقسم إلى أسهم عينية، أسهم نقدية، وأسهم مختلطة.

- حسب معيار الحقوق التي يتمتع بها صاحبها والتي سيتم التفصيل فيها فيما يلي:

3. الأسهم العادية: السهم العادي هو بمثابة شهادة ملكية تصدرها الشركات المساهمة، يمنح حاملها

جزءاً من ملكية الشركة وحقوقاً معينة، يتم طرح هذه الأسهم للاكتتاب العام، ويمكن تداولها بحرية

في الأسواق المالية، قيمة السهم تتأثر بعوامل عدة، منها أداء الشركة والظروف الاقتصادية، في حالة

تصفية الشركة، يكون حاملو الأسهم العادية هم آخر من يتلقون حصتهم².

عند شراء سهم عادي، يصبح المستثمر شريكاً في الشركة، هذا الشريك له الحق في المشاركة في

القرارات الهامة للشركة عن طريق التصويت في الجمعيات العمومية، ولكن في الوقت نفسه، يأتي في آخر

¹ حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة) دار أسامة للنشر والتوزيع، طبعة أولى، الأردن، عمان، 2008.

² أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.

قائمة الدائنين في حالة تصفية الشركة، قيمة السهم ليست ثابتة، بل تتغير باستمرار بناءً على عوامل السوق.

4. الأسهم الممتازة- الأسهم الزرقاء: يمكن تعريف هذه الأوراق المالية على أنها أوراق مالية تمثل

حصة في ملكية الشركة، ولكنها تختلف عن الأسهم العادية في عدة جوانب مهمة. على عكس

الأسهم العادية، فإن هذه الأوراق المالية تتمتع بمجموعة من الخصائص المميزة التي تجعلها أكثر

جاذبية لفتة معينة من المستثمرين، من هاته الخصائص نذكر¹:

✓ يحصل حملة الأسهم الممتازة على عائد ثابت وغير متغير، ربما يكون نسبة مئوية من الأرباح، بالإضافة إلى مشاركتهم في توزيعات الأرباح.

✓ لا يشارك حملة الأسهم الممتازة عمومًا في التصويت إلا إذا أعادت الشركة الأرباح المستحقة لحملة الأسهم الممتازة.

✓ يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحقوق الأولوية في الحصول على الأرباح العادية للشركة وقيمة التصفية قبل المساهمين الممتازين، ولكن بعد حملة السندات.

✓ تعتبر هذه الأسهم من أقل فئات الأوراق المالية مخاطرة، مما يجعلها مثالية للمستثمرين المحافظين. فشركاتها الضخمة وراسخة، وتاريخها الطويل من الأرباح يوفر شبكة أمان للمستثمرين، مع توفير دخل منتظم وفرص للنمو على المدى الطويل.

¹ عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001، ص ص: 159 160.

هذه الأسهم تجذب المستثمرين الذين يفضلون الاستثمارات القائمة على القيمة طويلة الأجل. فشركاتها الكبرى وذات الأسس المتينة توفر دخلاً مستمراً من الأرباح، مما يجعلها خياراً مثالياً للمتقاعدين والمستثمرين الذين يسعون إلى بناء ثروة تدريجية.

❖ **أسهم النمو Growth Stock**: هذه الأسهم تمثل استثمارات في شركات ناشئة تسعى إلى

النمو بوتيرة أسرع من منافسيها، نظراً لتركيزها على التوسع، غالباً ما تعيد هذه الشركات استثمار أرباحها في مشاريع جديدة، مما يعني أن توزيعات الأرباح قد تكون محدودة أو غير موجودة، هذا النوع من الأسهم يجذب المستثمرين الذين يبحثون عن مكاسب رأسمالية كبيرة على المدى الطويل، لكنه ينطوي على مستوى أعلى من المخاطرة والتقلب.

وعليه فإن هذا النوع من الأسهم تصدره شركات معينة تتبع استراتيجية نمو سريع، حيث تستثمر بشكل كبير في توسيع أعمالها، هذه الاستراتيجية تؤدي إلى نمو أسرع، ولكنها قد تؤثر على قدرة الشركة على توزيع الأرباح على المساهمين، أسهم هذه الشركات تجذب المستثمرين الذين يؤمنون بقدرة الشركة على تحقيق نمو قوي في المستقبل، على الرغم من أنها قد تكون أكثر تقلباً من الأسهم الأخرى

5. **أسهم الدخل Income Stock**: وينطبق ذلك على أسهم الشركات في القطاعات الناضجة

التي تميل إلى دفع الجزء الأكبر من أرباحها كأرباح، وتعد شركات الخدمات مثلاً جيداً على ذلك، وهي مناسبة بشكل أساسي للمستثمرين الأكبر سناً الذين يقدرون مكاسب الدخل أكثر من المكاسب الرأسمالية.

كم أنها تسمى بأسهم الدخل، لأنها تعود لشركات في تنشط في القطاعات المستقرة، مثل قطاع الخدمات، بدفع جزء كبير من أرباحها على شكل توزيعات نقدية للمساهمين، هذه الخاصية تجعلها خياراً

جذابًا للمستثمرين الذين يفضلون تحقيق دخل ثابت ومستمر، خاصة أولئك الذين يبحثون عن استثمارات طويلة الأجل.

6. الأسهم الدفاعية **Defensive Stock**: توجد أسهم لشركات تتمتع باستقرار كبير ولا تتأثر

بالدورة الاقتصادية، حيث تتأثر بشكل طفيف بتقلبات الدورة الاقتصادية. هذا يعني أن أرباحها

تستمر في التدفق حتى في أوقات الاضطرابات الاقتصادية. مثال على ذلك هو الشركات التي تثبت

قدرتها على النمو والتوسع خلال فترات الكساد.

نشير هنا إلى أن هناك قطاعات معينة تضم شركات تتمتع بمرونة عالية تجاه التقلبات الاقتصادية،

أسهم هذه الشركات تشكل ملاذًا آمنًا للمستثمرين الباحثين عن الاستثمار وليس المضاربة، حيث تستمر

في تحقيق عوائد جيدة حتى في أوقات الأزمات.

7. أسهم المضاربة **Speculative Stock**: غالبًا ما تنشط الشركات الناشئة في قطاعات

مثل الأدوية والتقنيات الحيوية والتكنولوجيا، تستثمر أرباحها بشكل كبير في البحث والتطوير بدلاً

من توزيعها على المساهمين، هذه الشركات تسعى إلى تحقيق نمو سريع من خلال إطلاق منتجات

وخدمات جديدة. على الرغم من أن هذا النهج قد يؤدي إلى تقلبات في سعر السهم، إلا أنه

يوفر فرصًا استثمارية كبيرة للمستثمرين الذين يعتقدون في قدرة الشركة على تحقيق نجاح كبير.

توجد أسهم لشركات واعدة، غالبًا ما تكون في قطاعات ناشئة مثل التكنولوجيا الحيوية، والتي قد لا

تدفع أرباحًا كبيرة في الوقت الحالي، إلا أنها تحمل إمكانية تحقيق مكاسب رأسمالية ضخمة في المستقبل.

هذه الشركات، مثل تلك التي تحقق اكتشافات علمية جديدة، تجذب المستثمرين الذين يتحملون المخاطر

بحثاً عن عوائد مرتفعة. ومع ذلك، يجب التنويه بأن نجاح هذه الاستثمارات مرتبط بتحقيق الشركة لأهدافها الطموحة.

8. الأسهم الدورية **cyclical stock**: هذه الأسهم ترتبط ارتباطاً وثيقاً بدورة الاقتصاد الكلي،

فهي تنمو وتزدهر عندما يكون الاقتصاد في حالة جيدة، وتتأثر سلباً عندما يواجه الاقتصاد

تحديات، أسهم صناعة السيارات، على سبيل المثال، عادة ما تتبع هذا النمط، لذلك فإنها تجذب

المستثمرين الذين يرونها كأداة للاستثمار في النمو الاقتصادي المستقبلي.

من جهة أخرى فإن الأسهم الدورية أكثر استقطاباً للمستثمرين الذين يبحثون دائماً عن أسهم

تعكس أداء الاقتصاد ككل، بسبب تسهيل توقعات تقلبات أسعار هذه الأسهم، فهي تتأثر بشكل مباشر

بتقلبات الاقتصاد الكلي، وبالتالي توفر فرصة للمستثمرين للاستفادة من الدورات الاقتصادية، تعد أسهم

صناعة السيارات، بتأثيرها المباشر بنشاط المستهلكين، تعتبر مثالاً كلاسيكياً على هذه النوعية من الأسهم

حسب معيار الشكل الذي تظهر به الأسهم: وهي على النحو الآتي¹:

9. أسهم لحاملها: السهم لحامله هو بمثابة شهادة ملكية تمثل جزءاً من ملكية شركة ما. من يملك السهم يعتبر

شريكاً في الشركة، وله الحق في جزء من أرباحها، وفي التصويت على قرارات الشركة المهمة.

كما يمكن تعريف السهم لحامله على أنه "السهم لحامله هو ورقة مالية قابلة للتداول تمثل حصة في

ملكية شركة مساهمة. يحق لحامل هذا السهم الانتفاع بحقوق معينة"، من أهمها:

الحق في الأرباح: يحصل حامل السهم على جزء من أرباح الشركة على شكل توزيعات أرباح.

¹ Addison Frederics, mishkin ,the economic of money banking and financial market, edition 6, Wesley, USA2001.

☞ الحق في التصويت: يشارك حامل السهم في اتخاذ القرارات الهامة التي تتعلق بشركة مثل انتخاب مجلس الإدارة.

☞ الحق في بيع السهم: يمكن لحامل السهم بيع حصته في الشركة في أي وقت، مما يجعله سائلاً وقابلاً للتداول في البورصة

10. **أسهم لأمر:** تسمى أيضاً أسهم للأمر وهي "التي يذكر فيها اسم مالكيها الأول، ولكن يكتب عليها أيضاً عبارة (لأمر أو لإذن)، وحينئذ يكون تداولها عن طريق التظهير، ويصبح الثاني مباشرة صاحبه دون الرجوع إلى الشركة، وهذا النوع نادر الوقوع، وكذلك نادر في التشريعات الوضعية حيث لم تتناولها أكثرها"¹.

الأسهم المذكورة باسم مالكيها الأول مع إضافة عبارة «لأمر أو لإذن» هي نوع خاص من الأسهم تتطلب عملية تداول معقدة. في هذه الحالة، يمكن لأي شخص يحمل هذه الشهادة تداولها دون الحاجة إلى موافقة المالك الأصلي. ومع ذلك، فإن هذا النوع من الأسهم ليس شائعاً في الممارسات التجارية ولا يوجد العديد من التشريعات التي تنظم تفاصيل تداوله.

هذا النوع من الأسهم يسمح بتغيير ملكيتها بسهولة نسبية من خلال عملية تسمى «التظهير». هذه الأسهم تحمل عبارة "لأمر أو لإذن"، مما يعني أن الشخص الذي يحملها حالياً يمكنه نقل ملكيتها إلى شخص آخر دون الحاجة إلى إجراءات قانونية معقدة، على الرغم من ذلك فإن هذا النوع من الأسهم ليس شائع الاستخدام في الأسواق المالية.

¹ موسوعة فقه المعاملات (الأبحاث، التطبيقات، الفتاوى، المصطلحات)، متاح على موقع المكتبة الشاملة، على الرابط <https://shamela.ws/book/968/1236#p6>، تاريخ التحميل 2024/11/01.

- حسب معيار طبيعة الحصة التي يدفعها المساهم¹: حسب هذا المعيار فإن الأسهم تنقسم إلى أسهم عينية، أسهم نقدية، وأسهم مختلطة.

11. الأسهم النقدية: وهي الأسهم التي تمثل حصة المساهم في رأس مال الشركة، والتي دفعها نقداً²، وهي اسهم تصدر عند تأسيس الشركة.

كما يمكن تعريفها على أنها "أسهم مرتبطة بقيمة أصول محددة، مثل الأوراق المالية قصيرة الأجل أو النقدية نفسها، هذه الأصول توفر ضماناً لقيمة السهم، مما يجعله أقل عرضة للتذبذبات الحادة في السوق".

12. أسهم عينية: وهي السهم "التي تدفع قيمتها من الأموال العينية"³.

الأسهم العينية هي نوع من الأسهم تصدر مقابل مساهمة غير نقدية في رأس مال الشركة. بدلاً من دفع مبلغ نقدي، يساهم الشخص بأصول مادية مثل عقارات أو معدات أو حتى حقوق ملكية فكرية، مقابل الحصول على هذه الأسهم.

الأسهم العينية تلعب دوراً هاماً في تمويل الشركات، خاصة الشركات الناشئة والشركات الصغيرة والمتوسطة. فهي تسمح للشركات بالحصول على الأصول التي تحتاجها لتنمية أعمالها دون الحاجة إلى الاعتماد بشكل كامل على التمويل النقدي.

¹ أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر 1998

² حسان السيف، أحكام الاكتتاب في الشركات المساهمة، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية 2006، ص33.

³ نفس المرجع، ص33.

13. الأسهم المجانية: وتسمى أيضا باسم المنح هي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين مجاناً في حالة زيادة رأس مال الشركة على شكل توزيع جزء من الأرباح المحتجزة، أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، ويتم توزيعها حسب قدر الأسهم¹.

ثانياً: صكوك المديونية - السندات.

تضطلع السندات السندات بدور حيوي في الاقتصاد، فهي تمكن الشركات والحكومات من الحصول على التمويل اللازم لتنفيذ مشاريعها، كما أنها توفر للمستثمرين فرصة لتحقيق عوائد ثابتة مع درجة مخاطر متدنية غالباً أو يمكن التنبؤ بها، وبالتالي تساهم في تحقيق نمو في الاقتصاد ناتج عن توفير التمويل، ومن جهة ثانية توزيع الثروة بين الاعوان الاقتصاديين المساهمين في الانتاج والتمويل على حد سواء، تتميز السندات بعدة مزايا تجعلها خياراً جذاباً للكثير من المستثمرين، فهي توفر دخلاً ثابتاً، وتعتبر أداة للتحوط ضد التقلبات في الأسواق، كما أنها تتيح للمستثمرين تنوع محافظتهم الاستثمارية، وعليه تشكل السندات أحد أهم أدوات الاستثمار، وتنوع أنواعها لتناسب مختلف تفضيلات المخاطرة للمستثمرين، فهناك السندات الحكومية التي تعتبر الأكثر أماناً، والسندات للشركات، وغيرها الكثير، ولكل نوع خصائصه ومميزاته، والتي نفضلها على النحو الآتي:

1. تعريف السندات: تعرف السندات على النحو الآتي:

1- التعريف الأول: تلجأ الشركات والخزينة إلى إصدار السندات كأحد الخيارات الرئيسية لجمع الأموال اللازمة لتنفيذ خططها واستثماراتها، ويعرف السند على السند هو وثيقة مالية تُلزم صاحبه بدفع مبلغ محدد (القيمة الاسمية) لحامل السند في تاريخ إستحقاق معين، بالإضافة إلى ذلك، يتعهد مصدر السند بدفع

¹ موسوعة فقه المعاملات، مرجع سبق ذكره، ص 142.

مبلغ إضافي يمثل الفائدة على القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق أو تاريخ لاحق "، كما يعرف " السند هو أداة مالية تهدف إلى توفير تمويل طويل الأجل، فهو يمثل وعداً من المقترض بدفع مبلغ معين (القيمة الاسمية) مع فائدة دورية لحامل السند"¹.

التعريف الثاني: يعرف السند على أنه "السند هو ورقة مالية تحتوي على تفاصيل حول دين مستحق على الجهة المصدرة، يتكون السند بشكل أساسي من ثلاثة عناصر: القيمة الاسمية (المبلغ الأصلي المقرض)، تاريخ الاستحقاق (تاريخ استرداد المبلغ الأصلي)، ومعدل الفائدة (النسبة المئوية للعائد الذي يحصل عليه المستثمر). يمثل السند وعداً رسمياً من الجهة المصدرة بسداد الدين وفقاً للشروط المحدد"².

التعريف الثالث: كما يمكننا تعريف السند على أنه "السند هو أداة استثمارية تمثل ديناً على الجهة المصدرة له. عندما يشتري شخص ما سنداً، فهو في الواقع يقرض المال لهذه الجهة مقابل الحصول على عائد دوري (الفائدة) واسترداد المبلغ الأصلي في تاريخ محدد. يتضمن السند معلومات أساسية مثل القيمة الإجمالية للمبلغ المقرض، وتاريخ استحقاق الدين، ومعدل العائد الذي سيحصل عليه المستثمر"³.

التعريف الرابع: كما يمكننا تعريف السند على أنه " السند هو اتفاق قانوني ملزم يصدره كيان مالي، كالشركات أو الحكومات، ويلتزم بموجبه هذا الكيان بدفع مبلغ محدد من المال (القيمة الاسمية) إلى حامل السند في تاريخ محدد في المستقبل، بالإضافة إلى دفع فائدة دورية على هذا المبلغ، بمعنى آخر هو بمثابة قرض طويل الأجل يمنح المقرض (حامل السند) الحق في استرداد أمواله مع عائد مالي محدد"⁴.

¹ B-laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990 p : 18

² عبد النافع عبد الله الزرري وغازي فرج، مرجع سبق ذكره، 2001 ص ص: 160 161.

³ نفس المرجع، ص 160.

⁴ أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007

التعريف الخامس: كما يمكننا تعريف السند على أنه "السند صك قابل للتداول يمثل قرضا يُعقد عادة بواسطة الاكتاب العام، وتصدره الحكومات والشركات والمؤسسات. ويعتبر حامل السند دائنا للجهة المصدرة له ولا يعد شريكا فيها، حيث يتقاضى فائدة ثابتة محددة سواء ربحت الجهة المصدرة أم خسرت، فلحامل السند الحق في استرداد قيمة سنده عند حلول أجل معين."

2. أوجه الاختلاف بين الأسهم والسندات:

عندما يتعلق الأمر بالاستثمار في الأسواق المالية، يواجه المستثمرون خيارين رئيسيين: السندات أو الأسهم، كل من هذين الخيارين يمثل عقداً قانونياً، ولكنه يعكس علاقة مختلفة بين المستثمر والكيان المصدر للأوراق المالية. فالسند يمثل ديناً على الشركة لصالح المستثمر، بينما يمثل السهم حصة ملكية في الشركة، وعليه فإننا نورد بعضاً من أهم الفروقات بين الأسهم والسندات وذلك على النحو الآتي¹:

كـ السهم يمثل ملكية جزئية في الشركة، أي أنه جزء من رأس مالها، مما يمنح حامله حق التصويت في القرارات الهامة، أما السند فهو عبارة عن قرض تقدم الشركة للمستثمر، ولا يعطي حامله حق الملكية، بل يحق له الحصول على فائدة دورية واسترداد قيمة السند عند استحقاقه.

كـ السهم يمثل ملكية جزئية في الشركة، أي أنه جزء من رأس مالها، مما يمنح حامله حق التصويت في القرارات الهامة، أما السند فهو عبارة عن قرض تقدم الشركة للمستثمر، ولا يعطي حامله حق الملكية، بل يحق له الحصول على فائدة دورية واسترداد قيمة السند عند استحقاقه.

¹ بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج للدراسات العليا المتخصص PGS غير منشورة، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة 2007.

المحور الخامس: الأسهم والسندات كأهم أدوات الاستثمار في السوق المالية

تختلف عملية إصدار السند عن إصدار السهم من حيث التوقيت. فالسند عادة ما يصدر بعد اكتمال عملية تأسيس الشركة وبدء أعمالها، وذلك لتمويل توسعاتها المستقبلية، أما السهم فيمكن إصداره قبل التأسيس وبعد التأسيس للشركة، فيكون الإصدار قبل أو خلال مرحلة التأسيس من أجل إستكمال الحد الأدنى لرأس المال للشركة إذا كان ميدان النشاط يشترط حد أدنى من رأس المال لا يمكن توفيره من المساهمين، أو بعدها من أجل توسع الأعمال أفقياً أو عمودياً، وذلك حسب احتياجات الشركة وطبيعة رأس المال الذي تسعى لجمعه.

يهدف إصدار السند إلى توفير تمويل طويل الأجل للشركة، وعادة ما يتم ذلك بعد أن تكون الشركة قد استقرت في النشاط وبدأت في تحقيق أرباح، على عكس السهم الذي يمكن أن يكون وسيلة لجمع رأس مال في أي مرحلة من مراحل دورة حياة الشركة ولا يشترط تحقيق الأرباح عند الإصدار.

3. أنواع السندات:

تتنوع السندات باختلاف وجهة نظر مستخدميها، لذا يمكن التمييز بين السندات وفقاً للمعايير

التالية:

❖ حسب معيار الجهة المصدرة لسندات: حسب هذا المعيار يمكن أن نصنف السندات إلى نوعين رئيسيين وهما:

السندات الحكومية: وهي عبارة عن سندات متساوية القيمة تمثل ديوناً مضمونة تقترضها الحكومة، وعادةً ما تكون ذات سعر فائدة ثابت، ويتم طرحها للجمهور، ويتم تداولها تجارياً، وهي إما سندات دائمة

المحور الخامس: الأسهم والسندات كأهم أدوات الاستثمار في السوق المالية

(سندات ليس لها تاريخ سداد ثابت من قبل الحكومة) أو سندات إطفاء (سندات ذات تاريخ سداد ثابت من قبل الحكومة)¹.

تسعى الحكومات إلى تمويل مشاريعها التنموية وتغطية العجز في ميزانياتها من خلال إصدار السندات. قد يتم طرح هذه السندات للاكتتاب العام بشكل مباشر أو عبر البورصة على مراحل، أو بالتعاون مع البنوك لتسويقها.

وتتميز هذه السندات بأنها خالية من المخاطر وعالية السيولة ومغفأة من الضرائب. وهناك أيضاً أنواع مختلفة من السندات، مثل السندات الحكومية التي تصدر لتمويل النفقات العامة والسندات التي تصدرها المنظمات الدولية مثل البنك الدولي للإنشاء والتعمير لتمويل المشاريع. وهناك أيضاً السندات التي تصدرها المؤسسات العامة التابعة للدولة لتمويل نفقاتها ومشاريعها، وهي تختلف باختلاف نوع وطبيعة المؤسسة، ولكن أهمها:

سندات الخزينة: سندات حكومية طويلة الأجل تصدرها الحكومات عن طريق الاكتتاب العام لتوفير الأموال اللازمة في أوقات الأزمات الاقتصادية، وهي عادةً لا تحمل أي فائدة، ولكنها تُباع بخصم من القيمة الاسمية اعتماداً على أسعار الفائدة².

شهادات الخزينة: هو التزام بدفع مبلغ معين من المال والفائدة في تاريخ محدد لمدة لا تتجاوز سنة واحدة.

شهادات الاستثمار: وهي سندات دين تصدرها البنوك لصالح الحكومة. وهي على ثلاثة أنواع:

¹ أحمد محمد لطفي، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، 20 شارع سوتير، الإسكندرية، 2006، ص 27 - 28.

² خليل عبد القادر، الاقتصاد البنكي مدخل معاصر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2017، ص 44.

المحور الخامس: الأسهم والسندات كأهم أدوات الاستثمار في السوق المالية

المجموعة أ: السند عبارة عن سندات مدتها 10 سنوات وقابلة للاسترداد بالسعر الاسمي والفائدة فقط في نهاية المدة، حيث يحصل حامل السند على المبلغ الاسمي بالإضافة إلى الفائدة المستحقة بالسعر المتفق عليه في نهاية المدة.

المجموعة ب: السند هو صك مديونية يدفع لحامله الفائدة المستحقة على السند سنوياً أو نصف سنوي وفقاً لشروط الإصدار، ويتم استرداد قيمة السند عند الاستحقاق.

المجموعة ج: وهي عبارة عن شهادات ذات جوائز ويتم إجراء سحب دوري ومنح الجوائز للفائزين بالشهادات الفائزة بما يتناسب مع قيمة السندات المكتتب بها.

تهدف الدولة من إصدار هاته السندات إلى:

تغطية العجز في الميزانية العامة السنوية في الأشهر الأولى خاصة، عندما لا تكون مداخيل الضرائب قد بدأت في تحصيلها من الأعوان الاقتصاديين وبالتالي تحتاج إلى تمويل نفقاتها العامة، على غاية تحصيل إيراداتها العامة.

يقوم البنك المركزي باعتباره مستشار الحكومة المالي، فإنه يتدخل عن طريق سندات الخزينة وأذونات الخزنة الإشراف على نشاط البنوك من خلال التأثير على حجم سيولتها، وعليه طرح سندات الخزينة يعتبر أحد أدوات إدارة السيولة في البنوك التجارية بطريقة غير مباشرة، وهي أحد أهم الأدوات المساعدة للسياسة النقدية التي تستخدمها السلطات النقدية للتأثير على النشاط الاقتصادي، من خلال التحكم في حجم الأموال المتاحة لدى البنوك، يمكن توجيه الاقتصاد نحو تحقيق معدلات نمو مستدامة والحد من التضخم.

المحور الخامس: الأسهم والسندات كأهم أدوات الاستثمار في السوق المالية

تعتمد الحكومات على مجموعة من الأدوات التقليدية لإدارة التقلبات الاقتصادية، ففي أوقات التضخم، يتم اللجوء إلى آليات محددة للحد من السيولة المتداولة، مثل إصدار السندات الحكومية، وعلى النقيض من ذلك في فترات الكساد الاقتصادي، يتم اتباع سياسات مختلفة لزيادة السيولة وتنشيط الاقتصاد، مثل شراء السندات الحكومية.

يهدف التخطيط الاقتصادي إلى تحقيق الاستقرار المالي وتجنب التقلبات الحادة. ومن الأدوات الرئيسية لتحقيق هذا الهدف، التحكم في حجم السيولة المتداولة في السوق، ففي أوقات التضخم، يتم سحب السيولة من السوق، وفي أوقات الكساد، يتم ضخ السيولة لتنشيط النشاط الاقتصادي

سندات خاصة: تعتبر السندات التي تصدرها الشركات أدوات تمويلية مهمة، حيث تلجأ إليها الشركات للحصول على الأموال اللازمة لتنمية أعمالها. تتميز هذه السندات بارتفاع عائدها مقارنة بالسندات الحكومية، إلا أن هذا العائد المرتفع يقابله مخاطر أعلى، حيث يتحمل حامل السند خطر عدم قدرة الشركة على سداد الدين في الموعد المحدد.

تعد سندات الشركات أحد أنواع الأوراق المالية التي تصدرها الشركات لتمويل مشاريعها. تتميز هذه السندات بعائد مجزٍ للمستثمرين، ولكنها تحمل في الوقت نفسه درجة من المخاطرة، وذلك بسبب احتمال تعثر الشركة عن سداد الدين

حسب معيار تاريخ الاستحقاق: حسب هذا المعيار فإن السندات تقسم إلى¹:

¹ شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية- دراسة تحليلية- دار الفكر، دمشق- سورية ، 2002 ، ص 36 .

سندات ذات استحقاق ثابت (سندات عادية): هي أوراق مالية تمثل قرضاً يحمل عائداً ثابتاً للمستثمر، حيث يتلقى المستثمر مبلغاً محدداً من الفائدة بشكل دوري، بالإضافة إلى استرداد قيمة القرض الأصلية عند انتهاء مدته.

تمثل هذه الأوراق المالية استثماراً يحقق عائداً ثابتاً للمستثمر على شكل فوائد دورية، مع ضمان استرداد قيمة الاستثمار الأصلية في نهاية الفترة المتفق عليها.

السند المستحق للوفاء بعلاوة إصدار: عند إصدار السندات، لا يتطابق دائماً السعر الذي يدفعه المستثمر بالقيمة الاسمية للسند، ففي بعض الحالات، يكون سعر الإصدار أقل من القيمة الاسمية، ويُعرف الفرق بينهما بعلاوة الإصدار، فعلى سبيل المثال إذا كانت القيمة الاسمية لسند ما هي 100 دولار، فقد يدفع المستثمر 90 دولاراً فقط، وتعتبر الـ 10 دولارات المتبقية علاوة إصدار.

وعليه تُحدد القيمة الاسمية للسند عند إصداره، وهي بمثابة قيمة مرجعية. ومع ذلك، فإن السعر الفعلي الذي يدفعه المستثمر عند شراء السند قد يختلف عن هذه القيمة. الفرق بين القيمة الاسمية وسعر الإصدار يُعرف بعلاوة الإصدار، تخيل أنك تشتري سنداً بقيمة اسمية 100 دولار، لكنك تدفع فقط 90 دولاراً، في هذه الحالة تكون علاوة الإصدار 10 دولارات.

حسب معيار الضمان: حسب هذا المعيار فإن السندات تقسم إلى¹:

السندات المضمونة: تتميز السندات التقليدية بضمانات قوية تدعمها جهات ذات سمعة مالية عالية، مما يجعلها خياراً آمناً للمستثمرين. يتم تحديد قيمة هذه السندات عند الإصدار، وتدفع الفوائد على

¹ اسماعيل أحمد الشناوي وعبد المنعم مبارك : اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية - الاسكندرية 2002، ص 125.

أساس هذه القيمة. نظراً لانخفاض المخاطر المرتبطة بها، فإن عائدها يكون أقل مقارنة بسندات أخرى تحمل مخاطر أعلى.

نشير هنا إلى أن هناك علاقة بين الضمان والعائد في السندات التقليدية واضحة، فكلما زادت قوة الضمان الذي تدعمه السندات، قلت المخاطر المرتبطة بها، وبالتالي انخفض العائد الذي يحصل عليه المستثمر وهذا ما نجده في سندات الخزينة، التي توفر العائد المنخفض والمخاطر المتعددة، هذا النوع من السندات يصدر بقيمة اسمية ثابتة، وتُحسب الفوائد على أساس هذه القيمة.

سندات غير مضمونة: بسبب العوامل المتغيرة التي تؤثر عليها، فإن هذه الاستثمارات تخضع لمستوى عالٍ من عدم اليقين، مما يستدعي متابعة مستمرة من المستثمر.

بسبب المخاطر المرتبطة بها، تتطلب هذه الاستثمارات جهداً إضافياً من المستثمر لتقييمها واتخاذ القرارات المناسبة، نظراً للمستوى المرتفع من المخاطرة، فإن هذه الاستثمارات تتطلب من المستثمر أن يكون حذراً ومتيقظاً.

حسب معيار النصيب: حسب هذا المعيار فإن السندات تقسم إلى¹:

سندات النصيب: هي أوراق مالية تصدر بقيمة محددة، وتحمل وعداً بدفع مبلغ معين لحاملها في تاريخ محدد. يتم سحب بعض هذه الأوراق بشكل دوري عن طريق القرعة، حيث يحصل أصحابها على مكافأة إضافية كبيرة. كما يتم سحب أوراق أخرى ليتم إلغاؤها دون دفع أي فائدة

¹ بن براهيم الغالي وآخرون، الأسواق المالية الدولية "تقييم الأسهم والسندات"، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة - الجزائر 2019، ط01، ص43.

كما يمكن تعريفها على أنها "نوع من الأوراق المالية التي تصدر بقيمة اسمية محددة، وتحمل وعداً بدفع فائدة دورية. بالإضافة إلى ذلك، تدخل هذه الأوراق في سحوبات دورية، حيث يحصل بعض حامليها على مكافآت مالية كبيرة".

سندات النصيب بدون فائدة: على عكس سندات النسبة التي ترتبط عوائدها بالأرباح المتحققة، فإن بعض السندات توفر للمستثمر شبكة أمان باسترداد رأس المال بغض النظر عن النتائج.

تتميز بعض السندات بضمان استرداد رأس المال للمستثمر في حالة حدوث خسائر، على عكس سندات النسبة التي تعتمد على تحقيق أرباح لتوزيع الفوائد.

حسب معيار القدرة على التحويل: حسب هذا المعيار فإن السندات تقسم إلى:

السندات القابلة للتحويل: هذه السندات تمنح صاحبها خياراً مهماً، وهو تحويلها إلى شكل آخر من الاستثمارات، سواء كانت أسهمًا أو سندات أخرى، أو حتى مزيج من الاثنين، هذا النوع من السندات ليس مقتصرًا على الشركات، بل يمكن للحكومات إصداره أيضًا.

تتميز هذه السندات بمرونتها، حيث تسمح لصاحبها بتغيير استثماره بسهولة، يمكن تحويلها إلى أسهم للحصول على حصة في ملكية الشركة، أو البقاء على شكل سندات للاستفادة من الدخل الثابت، وتُعتبر هذه السندات أداة مالية متنوعة، حيث يمكن للحكومات والشركات إصدارها.

سندات غير قابلة للتحويل: تتميز بعض السندات بمعدل عائد مرتفع مقارنة بسندات أخرى، إلا أنها لا تمنح حاملها الحق في تحويلها إلى أسهم في الشركة المصدرة.

حسب معيار الشكل: حسب هذا المعيار فإن السندات تقسم إلى:

المحور الخامس: الأسهم والسندات كأهم أدوات الاستثمار في السوق المالية

سندات إسمية: السندات الاسمية هي أوراق مالية تحمل اسم مالكيها وتتطلب إجراءات تسجيل لنقل الملكية. هذه السندات قد تشمل تسجيل القيمة الأصلية والقيمة الفائدة معاً، أو قد يقتصر التسجيل على القيمة الأصلية فقط. وعادة ما يتم تحصيل الفائدة المستحقة على هذه السندات عن طريق الكوبونات المرفقة بها.

تتميز السندات الاسمية بكونها مرتبطة باسم صاحبها وتتطلب إجراءات نقل ملكية رسمية، هذا النوع من السندات يسمح بتسجيل كامل أو جزئي للقيمة المستحقة، حيث يمكن تسجيل القيمة الأصلية والفائدة معاً أو القيمة الأصلية فقط، وتتضمن هذه السندات عادة كوبونات تمثل الحق في تحصيل الفائدة.

سندات لحاملها:

هي أوراق مالية لا تحمل اسم صاحبها، وتعتبر وسيلة لنقل الأموال، يلتزم صادرها بدفع المبلغ المذكور فيها لمن يحملها في التاريخ المتفق عليه.

وعليه فهي أداة مالية غير مسماة، يمكن نقلها بحرية بين الأفراد، تتميز بعود بدفع مبلغ نقدي محدد في تاريخ مستقبلي أو عند الطلب.

وبالنظر إلى التصنيف القانوني للسندات المتعارف عليه عند علماء الاقتصاد، فإن السند هو وثيقة دين، وبالتالي فإن حامله يعتبر مقرضاً، ويلاحظ المراقبون أن هذا المقرض يتلقى عند الاستحقاق مالاً أكثر مما أقرضه.

قائمة المراجع

الكتب:

1. أحمد سعد عبد اللطيف، بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر 1998
2. أحمد صلاح عطية، مشاكل المراجعة في أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
3. أحمد محمد لطفى، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي، 20 شارع سوتير، الإسكندرية، 2006.
4. أرشد فؤاد التميمي، الإستثمار بالأوراق المالية، دار المسيرة جامعة الإسراء، الطبعة الأولى عمان، 2004.
5. اسماعيل أحمد الشناوي وعبد المنعم مبارك : اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية – الاسكندرية 2002.
6. أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة 2007.
7. إيهاب الدسوقي، إقتصاديات كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة 2000.
8. بن براهيم الغالي وآخرون، الأسواق المالية الدولية "تقييم الأسهم والسندات"، دار علي بن زيد للطباعة والنشر، بسكرة – الجزائر 2019، ط01.
9. جمال جويدات الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الأردن 2002.
10. حسان السيف، أحكام الاكتتاب في الشركات المساهمة، دار ابن الجوزي للنشر والتوزيع، المملكة العربية السعودية 2006.
11. حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة) دار أسامة للنشر والتوزيع، طبعة أولى، الأردن، عمان، 2008.
12. حسين عطا غنيم، تحليل أخطار التمويل والاستثمار، جامعة القاهرة، مصر 1998.
13. حسين علي خربوش، الأسواق المالية مفاهيم وتطبيقات، دار الزهران للنشر، الطبعة الأولى، عمان، 1998.
14. حسين مبروك، المدونة الجزائرية للبورصة، دار هومة 2005.
15. حوليات لجنة تنظيم ومراقبة عمليات البورصة، العدد 01، 1997.
16. خليل عبد القادر، الاقتصاد البنكي مدخل معاصر، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر 2017.
17. رمزي زكي، المخاطر الناجمة عن عوامة الأسواق المالية، دراسات اقتصادية، دار ابن خلدون، الجزء الثاني، 2000.
18. زياد رمضان وآخرون، الاسواق المالية، جامعة القدس المفتوحة، ط01، فلسطين 2007.
19. سعيد توفيق عبيد، الإستثمار في الأوراق المالية، دار النشر مكتبة عين الشمس، القاهرة طبعة 1998.

قائمة المراجع

20. شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية- دراسة تحليلية- دار الفكر، دمشق- سورية ، 2002.
21. شمعون شمعون، البورصة، الأطلس النسرة، الجزائر 1999.
22. صلاح الدين حسن السيسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية وتأسيس سوق الامارات للأوراق المالية، دون دار نشر، مصر 1998.
23. صلاح السيدة جودة، بورصة الأوراق المالية، القاهرة، طبعة أولى، مصر 2000.
24. عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، ط01، مصر 2006.
25. عبد الغفار حنفي، الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة الجديدة للنشر، طبعة أولى، الإسكندرية، مصر، 2003.
26. عبد النافع عبد الله الزرري وغازي توفيق فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001.
27. عرفان الحسيني، التمويل الدولي، دار المجد لآوي للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 1999.
28. فريد راغب النجار، الاستثمار بالنظم الالكترونية، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية 2004.
29. فليح حسن خلف، الاسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديثة، الطبعة الاولى، الاردن 2006.
30. مجيد ضياء الموسوي، البورصات "اسواق رأس المال وأدواتها"، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، مصر 2003.
31. محسن أحمد الخضيرى، العولمة واقتصاديات البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، طبعة 2003.
32. محمد أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء للعالم للطباعة والنشر، الإسكندرية (مصر)، 2000.
33. محمود صبح، التحليل المالي والاقتصادي للسوق المالي، دار المعرفة، القاهرة، مصر، 1998.
34. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية "مؤسسات، أوراق، بورصة"، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن 2005.
35. مصطفى رشدي شيحة وزينب حسن عوض الله، الاقتصاد والبنوك وبورصات الأوراق المالية، المطبعة الحديثة بالقاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 1993.
36. مصطفى كولار وآخرون، الوساطة والسمسرة في سوق الأوراق المالية، دار ألفا دوكن للنشر، ط01، الجزائر 2019.

37. منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق الأوراق المالية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، م.د.

38. منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، مصر، 1999.

39. هوشيار معروف، الإستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، طبعة أولى، عمان، الأردن 2003 .

أطروحات الدكتوراه ورسائل الماجستير:

1. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تنفيذها، رسالة لنيل شهادة دكتوراه في العلوم الإقتصادية، جامعة الجزائر، 2006.

2. سليمان ناصر، علاقة البنوك الاسلامية بالبنوك المركزية، أطروحة دكتوراه غير منشورة، علوم اقتصادية، جامعة الجزائر 2005.

3. محمد غزال، دور الصكوك الاسلامية في تفعيل سوق الأوراق المالية، دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير غير منشورة، تخصص اقتصاديات الاعمال، جامعة سطيف 2013، ص 13.

4. بوضياف عبير، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج للدراسات العليا المتخصص PGS غير منشورة، تخصص مالية، جامعة منتوري قسنطينة 2007.

المطبوعات المحكمة:

1. محمد هاني، محاضرات في مقياس بورصة البضائع، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة 03 ليسانس، تجارة دولية وامداد، جامعة البويرة، سنة 2021.

2. سعيدي فاطمة الزهراء، محاضرات في الاسواق المالية المعقدة، مطبوعة محكمة، جامعة المدية، سنة 2015.

المؤتمرات:

1. عبد النافع عبد الله الزردي وغازي توفيق، الأسواق المالية، دار روائع للنشر الطبعة الأولى، 2001

25- عبد الله بن محمد الرزين، الكفاءة الإقتصادية للأسواق المالية وإرتباطها بإقتصاد المعرفة، المؤتمر

العلمي الدوري السنوي الخامس - إقتصاد المعرفة والتنمية الإقتصادية - جامعة الزيتونة الأردن 2006.

التشريعات القانونية:

1. النظام 96-03 المؤرخ في 03 جويلية 1996، يتعلق بشروط اعتماد الوسطاء في عمليات البورصة وواجباتهم ومراقبتهم، ج.ر. عدد 36.

المراجع على مواقع الأنترنت:

1. موسوعة فقه المعاملات (الأبحاث، التطبيقات، الفتاوى، المصطلحات)، متاح على موقع المكتبة

الشاملة، على الرابط <https://shamela.ws/book/968/1236#p6>، تاريخ التحميل

2024/11/01.

المراجع باللغات الأجنبية:

2. A-Choinel et G. Rouyer «le marché financier» 6 éme et panque 1996.
3. Frankj . Fabozzi et Franco Nodighiani ،Capital market ،newger ، 1992 .
4. Addison Frederics, mishkin ,the economic of money banking and financial market,edition 6, Wesley,USA2001.
5. B-laget, Les nouveaux outils financiers, Top édition, Paris, 1990.



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
PEOPLE'S DEMOCRATIC REPUBLIC OF ALGERIA
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
MINISTRY OF HIGHER EDUCATION AND SCIENTIFIC RESEARCH



University Mohamed BOUDIAF of M'sila
Faculty of Economic Sciences, Commercial
and Management Sciences
Vice Dean of Post-Graduation, Scientific Research and
External Relations

جامعة محمد بوضياف - المسيلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية
وعلوم التسيير
نيابة العمادة لما بعد التدرج والبحث العلمي
والعلاقات الخارجية

المسيلة في: 2024/11/21

الرقم : 2024/385

إلى الدكتور(ة): صويلحي نور الدين

الموضوع: تكليف بتقييم المطبوعة

بعد التحية الخالصة

بناء على تزكيتكم من طرف المجلس العلمي لكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير - جامعة محمد بوضياف بالمسيلة
المنعقد بتاريخ: 2024/11/13 2024/11/13 عضوا في تقييم المطبوعة.

العائد(ة) للأستاذ(ة): قدوش نبيل

تحت عنوان: محاضرات في الأسواق المالية

يشرفنا أن نكلفكم بتقييمه(ا) وإفادتنا بتقرير حول المطبوعة المذكور(ه).

تقبلوا منا فائق الاحترام والتقدير

نائب العميد المكلف بما بعد التدرج

والبحث العلمي والعلاقات الخارجية

