

## المحاضرة الحادي عشر: مدخل للأسواق المالية

### 1.4. مفهوم السوق المالي

هناك خلط بين السوق المالية وسوق رأس المال، حيث إن مفهوم السوق المالية يشمل جميع الأصول المالية، سواء تلك التي تنسم بالسيولة المالية أي النقود، أو الأصول المالية التي تتميز بالسيولة المؤجلة، لذا سيتم البحث في مفهوم سوق الأوراق المالية والعلاقة التي تربطه بسوق المال. فالسوق المالية تتضمن جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة، بالإضافة إلى سوق النقد، وهذا يعني أن السوق المالية تتكون من شقين أساسيين هما:

**أ- أسواق النقد:** السوق النقدية بمفهومها الواسع هي سوق العمليات الائتمانية قصيرة الأجل غالباً، التي تسمح بتدخل مختلف المؤسسات النقدية ممثلة في البنك المركزي والبنوك التجارية، إلى جانب بعض المؤسسات المالية غير البنكية كشركات التأمين والخزينة العمومية، مؤسسات التمويل والاحتياط... الخ.

وبهذا الشكل فإن السوق النقدية هي الميكانيكية التي يتم من خلالها تداول رؤوس الأموال القصيرة الأجل، ففي هذه السوق يتركز عرض وطلب الأموال القابلة للاقتراض لفترة تقل عن عام، فيتولد عرض هذه الأموال من جانب كل الفوائض المالية عن طريق التحلي عن منافع نقوده لفترة قصيرة في مقابل حصوله على عائدها بينما يتشكل الطلب عليها من جانب جميع الراغبين في الحصول على منافع نقود الغير لفترة قصيرة في نظير دفع فائدة ما.

**ب- أسواق رأس المال:** سوق رأس المال هو سوق يتم فيها تداول أدوات الإستثمار المالي طويلة الأجل كالأسهم والسندات وتكمن أهمية هذا السوق في تشجيع الإستثمار الرأسمالي وتقديم التمويل طويل الأجل إلى مشاريع تحتاج إلى فترة طويلة. وتنقسم أسواق رأس المال إلى أسواق حاضرة وأخرى آجلة. وفيما يلي تفصيل كل منهما:

➤ **الأسواق الحاضرة:** وهي السوق التي يتم التعامل فيها في أوراق مالية طويلة الأجل، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها وتنقسم السوق الآتية إلى:

- **أسواق أولية:** ويدعى سوق الإصدار، وهو سوق يتم من خلاله إصدار الأوراق المالية الجديدة، التي أصدرتها المنشآت والمؤسسات والوحدات الاقتصادية لأول مرة بغرض الحصول على الأموال لتمويل الاحتياجات المالية.

- **الأسواق الثانوية:** تدعى بسوق التداول، وهي التي تمكن المستثمرين من المتاجرة فيما بينهم، في الأوراق المالية التي يتم إصدارها من قبل في السوق الأولية، ويجب الملاحظة بأن عائد بيع الأوراق المالية يذهب مباشرة لحملة الأوراق المالية، وليس للشركات كما حدث في السوق الأولية.

ويمكن تقسيم هذا السوق إلى:

✓ **أسواق منظمة:** وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عادة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحدد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد، ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، وعادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام .. الخ.

✓ الأسواق غير المنظمة: وهي المعاملات التي تتم خارج البورصات المنظمة، وتدعى كذلك بالأسواق الموازية، فلا يوجد مكان مادي لهذه الأسواق، ولكنها عبارة عن شبكة اتصالات تجمع بين السماسرة والتجار والمستثمرين، ولا يتم مقابلة العرض والطلب على الأوراق المالية، كما هو الحال في البورصات المنظمة، بل يتم من خلال التفاوض عن طريق شبكة الاتصالات. ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق:

- السوق الثالث: هو جزء من السوق غير المنظمة، ويتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة الذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها وسرعة تنفيذها، كما نجد أن لهؤلاء السماسرة حق التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

- السوق الرابع: هو سوق التعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سماسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة، وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم.

➤ الأسواق الآجلة: وهي أسواق يتم الإتفاق فيها على السعر والأصل المباع أو المشتري حالا على أن يتم الإستلام والتسليم لاحقا، وتتمثل الأسواق المستقبلية في عقود الخيار والعقود المستقبلية، والغرض من وجود هذه الأسواق هو تخفيض أو تجنب مخاطر تغير السعر.

## 2.4. الأسهم

الأسهم هي صكوك متساوية القيمة، سواء كانت نقدية أو عينية، وتمثل حق ملكية للمكتب بها وقابلة للتداول وفق القانون التجاري، حيث تمثل المشاركة في رأس المال شركة الأموال. ويمكن التمييز بين الأنواع التالية:

أ- تقسيم الأسهم حسب الشكل الذي تظهر به: يمكن أن نصنفها حسب معيار الشكل الذي تظهر به إلى:

✓ أسهم اسمية: هي أسهم تحمل اسم صاحبها، وتدون فيها البيانات المقيدة في السجل وفق: - الاسم، اللقب، صناعة، وطن، وجنسية المساهم، ونوع ورقة الأسهم التي يمتلكها، ونوع الشركة وعنوانها، رأس مالها، ومركزها.

- بيان المدفوع من قيمة الأسهم، وذلك لأن كل مساهم مدين لكل ما أكتتب به.

- عملية التنازل التي تمت وتاريخ حدوثها.

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

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

ب- تقسيم الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم: يتم تقسيم السهم إلى:

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

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

✓ أسهم مختلطة: وهي الأسهم التي تدفع بعض قيمتها عينا ويسدد الباقي منها نقدا.

**ج- تقسيم الأسهم حسب الحقوق التي يتمتع بها صاحبها:** وتقسم الأسهم إلى:

✓ الأسهم العادية: هي وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة بقيمة اسمية تضمن حقوقا وواجبات متساوية للملكيها، وتطرح على الجمهور عن طريق الاكتتاب العام في السوق الأولية، يسمح لها بالتداول في الأسواق الثانوية وتخضع قيمتها السوقية لتغيرات مستمرة، والتي تعود إلى أسباب وتقييمات متباينة، وهي بذلك الأداة الأولى التي تصدرها الشركة، وفي حالة تصفية ممتلكات الشركة فإنها آخر ما يجري تسديدها، ولحاملها حصة الملكية في الشركة ولهم الأولوية الأدنى في طلب العوائد، حيث يسبقهم في هذا الطلب أصحاب الأسهم الممتازة والسندات المعتمدة، وحسب ما يحمله أصحاب الأسهم العادية من حصص، فإن لهم حقوق التصويت لمجلس المدراء والتدخل في الشؤون الإدارية.

✓ الأسهم الممتازة: هي شكل من أشكال الملكية من الناحية القانونية ولكنه يختلف عن السهم العادي في:

- إن حملة الأسهم الممتازة يستلمون عائدا ثابتا لا يتغير، فإن السهم الممتاز يشبه السند، فمثلا حددت هذه النسبة في الهند رسميا بـ 14% بعد طرح الضرائب والالتزامات القانونية الأخرى.

- إن العائد لا يتغير، فإن سعر السهم الممتاز مستقر نسبيا.

- حملة الأسهم الممتازة عادة لا يشاركون في التصويت إلا إذا فشلت الشركة في العائد المستحق لهم

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

**د- التوجهات الجديدة بشأن الأسهم:** إضافة لما سبق ذكره من أنواع الأسهم، تم استحداث أنواع جديدة منها:

✓ **التوجهات الجديدة بشأن الأسهم العادية:** نذكر منها:

- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية: من المعتاد أن الأسهم العادية ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي حققتها المؤسسة ككل، أما هذا النوع من الأسهم فإن التوزيعات ترتبط بقسم إنتاجي معين في المؤسسة.

- الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة: حسب التشريع الضريبي الأمريكي، فإنه يسمح للمؤسسات التي تبيع حصة من أسهمها العادية إلى عمالها بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة، أي أن هذه التوزيعات تعتبر كمصاريف ينبغي تخفيضها من الوعاء الضريبي.

- الأسهم العادية المضمونة: ظهرت لأول مرة في أمريكا عام 1984 وهي أسهم عادية تعطي الحق لصاحبها بطلب تعويض من المؤسسة، إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حد معين أو خلال فترة محدودة عقب الإصدار، حيث يتم تعويض حامل هذه الأسهم عن طريق إصدار أسهم إضافية وتوزيعها على المستثمرين.

#### ✓ التوجهات الجديدة بشأن الأسهم الممتازة: يمكن ذكر:

- الأسهم الممتازة ذات التوزيعات المتغيرة: ظهرت سنة 1982 في أمريكا، حيث ترتبط فيها التوزيعات بمعدل عائد سندات الخزانة، ويجري تعديل على نصيب السهم من الأرباح كل ثلاثة أشهر بناء على التغيير الذي يطرأ على عائد سندات الخزانة، وحدد مجال تغير نسبة التوزيعات بين 7.5% إلى 15.5% من القيمة الاسمية للسهم.

- الأسهم الممتازة التي لها حق التصويت: ظهرت هذه الأسهم لتعويض حملة الأسهم العادية المضمونة حيث عند انخفاض القيمة السوقية للسهم العادي، تلجأ المؤسسة إلى تعويض الملاك الجدد عن طريق إصدار أسهم ممتازة لها بعض الصفات الخاصة من ضمنها الحق في التصويت كبقية الأسهم العادية.

- أسهم التمتع: هذا النوع من الأسهم تمنحه الشركة عند استهلاك أسهمها الأصلية أثناء حياة الشركة، تعويضا للمساهمين القدامى، ويشترط أن يكون مصرحا بذلك في القانون الأساسي للشركة وتمنح أسهم التمتع لكي لا تنقطع صلة المساهم الذي استهلك أسهمه بالشركة، وأسهم التمتع تخول لصاحبها حقوقا في التصويت أو الأرباح.

#### 3.4. السندات

تمثل السندات دينا على الجهة المصدرة سواء كانت شركة أو حكومة، وعندما يشتري مستثمر ما سندا فهو بذلك يكون قد وافق على اقتراض مبلغ معين من المال، وفي مقابل ذلك يوافق المصدر على رد هذا المبلغ عند حلول موعد محدد يسمى تاريخ الاستحقاق، مع دفع الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ الاستحقاق.

#### أ- أنواع السندات حسب الجهة المصدرة: يمكن أن نصنف السندات إلى نوعين رئيسيين وهما:

✓ سندات عامة: هي سندات صادرة عن الخزينة العامة على أنها قروض تمثل الدولة فيها الطرف المدين، أما دائئوها فهم البنوك، الشركات القطاع العام أو القطاع الخاص والخواص وهذا بهدف تحقيق ما يلي:

- تغطية العجز في الميزانية العامة.

- الإشراف على نشاط البنوك من خلال التأثير على حجم سيولتها.

- تنمية الوعي الادخاري لدى الأفراد لضمان عملية الحصول على الموارد المالية اللازمة لتنمية الاقتصاد.

- التحكم في الأزمات الاقتصادية وخاصة في فترة التضخم، حيث تلجأ الدولة إلى إصدار سندات للتقليل من حجم السيولة المتداولة، وفي حالة الكساد تقوم بشراء السندات والزيادة في السيولة العامة.

✓ سندات خاصة: وهي السندات التي تصدرها شركات مساهمة بغرض الحصول على الأموال اللازمة لتمويل مشاريعها، بدلا من اللجوء إلى إصدار أسهم جديدة، والتي من شأنها أن تؤدي إلى انضمام مساهمين جدد، وبالتالي ينخفض مقدار الربح المنتظر توزيعه، ومن أهم مميزاتا أنها تصدر بمعدل فائدة أكبر من السندات

الحكومية، وبالمقابل فإن حاملها أكثر تعرضاً من حامل السندات الحكومية لما يعرف بالمخاطرة على عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بخدمة الدين.

**ب- أنواع السندات حسب طريقة السداد:** يمكن أن نميز نوعان من السندات حسب طريقة السداد.

- ✓ سندات تسدد عند تاريخ استحقاقها: تقوم الجهة المصدرة بتسديد حقوق حاملها عند تاريخ الاستحقاق.
- ✓ سندات تسدد قبل تاريخ استحقاقها: تهدف لتقليل ديون الشركة وإعادة الحقوق لأصحاب السندات.

**ج- أنواع السندات حسب الحقوق والامتيازات المقدمة لمالكها:** ويمكن أن نميز بين:

- ✓ سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: تتميز بميزة إضافية عن غيرها، وهي إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية إذا رغب المستثمر في ذلك، ويفضلها المستثمرون كثيراً خاصة إذا كانت الشركة حققت معدلات نمو عالية.
- ✓ سندات ذات علاوة: لمالكها الحق في التعويض بمبلغ يفوق سعر إصدارها، والمقصود بالعلاوة مبلغ من المال يدفع من طرف المصدر لحامل السند عند ميعاد الاستحقاق، إضافة إلى مبلغ إصدار السند.

**د- أنواع السندات حسب معدل العائد:** نميز نوعان وهما:

- ✓ سندات ذات المعدل الثابت: هذا النوع من السندات يقدم عائداً مماثلاً لكل السنوات إلى غاية نهاية مدة القرض، وهذا النوع من السندات يزداد الطلب عليه في حالة انخفاض معدلات الفائدة في البنوك، وذلك لكون يمكن المستثمر من الحصول على عائد أكثر مما هو عليه في السوق.
- ✓ سندات ذات المعدل المتغير: في هذا النوع من السندات يتغير معدل فائدته حسب معدل الفائدة السائدة في السوق، أو حسب معدل التضخم، وفي غالب الأحيان يكون بمعدلات فائدة تصاعديّة.

**هـ- أنواع السندات حسب ما تحققه الشركة:** وتتفرع إلى:

- ✓ سندات عادية: لا تتأثر بما تحققه الشركة من النتائج عن أداء نشاطها.
- ✓ سندات الدخل: هذا النوع من السندات يتأثر بحجم النشاط، وما تحققه الشركة من نتائج حسنة وبالتالي فإن المستثمر لا يحق له المطالبة بالفوائد في السنة التي لم تحقق فيها الشركة أرباحاً.

**و- أنواع السندات حسب الضمانات المقدمة:** هناك نوعان من السندات حسب معيار الضمانات المقدمة وهما:

- ✓ **سندات مضمونة:** من أجل اجتذاب رؤوس الأموال، قد تلجأ الشركات إلى تقديم ضمانات عينية للوفاء بالقروض، كأن ترهن عقاراتها، أو بعضها وهذا ما يعطي لأصحاب السندات حق التصرف في هذه الأصول لاستيفاء حقوقهم في حالة تصفية الشركة وعدم وفائها بالالتزامات اتجاههم.
- ✓ **سندات غير مضمونة:** الضمان الوحيد الذي يتوفر لحملة هذا النوع من السندات يتمثل في حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، وهي أكثر مخاطرة من السندات المضمونة.