

المحور السادس:

أسواق الأوراق المالية: مفاهيم. العمليات. التقييم. التوازن. المخاطر...

أولاً: تعريف أسواق الأوراق المالية

سوق الأوراق المالية هو المكان الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية كالأسهم والسندات.

ثانياً: أنواع أسواق الأوراق المالية:

1) التقسيم على أساس التعامل

أ- السوق الأولية (سوق الإصدار): وهي السوق التي تباع فيها الأوراق المالية لأول مرة وتسمى أيضاً بسوق الإصدار، ويتم من خلالها توفير رأس المال اللازم لإنشاء شركات المساهمة، وذلك من خلال إصدار أدوات الملكية، كالأسهم العادية؛ كما يتم من خلال هذه السوق اقتراض الحكومات والشركات، وغيرها ما تحتاجه من أموال من خلال إصدارها لأدوات الدين كالسندات

كما تتم عملية الإصدار بثلاث طرق هي:

- الإصدار المباشر: وهو أن تقوم الجهة المصدرة بنفسها الاتصال بعدد من كبار المستثمرين، أفراداً كانوا أو مؤسسات مالية .
- الإصدار غير المباشر: وهو أن تقوم مؤسسة متخصصة عادة ما تكون مؤسسة مالية بإصدار هذه الأوراق للاكتتاب وهو الأسلوب الأكثر شيوعاً . الإصدار بالمزاد: ويتم من خلال دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عروضهم بالكمية والسعر لشراء الأوراق المصدرة.

ب- السوق الثانوية: وهي السوق التي يتم فيها إعادة بيع الأوراق المالية المصدرة سابقاً. ويطلق على هذه السوق أيضاً بـ "سوق التداول".

ولأن السوق الأولية تؤدي إلى حصول المصدرين على أموال تمكنهم من إقامة مشاريع استثمارية جديدة أو التوسع في مشاريع استثمارية قائمة؛ فإنه بالإمكان القول بأن هذه السوق هي سوق للاستثمار الحقيقي، أما السوق الثانوية فهي عكس ذلك؛ إذ لا ينتج عن التعامل فيها أي زيادة في الإنتاج الحقيقي وإنما تؤدي فقط لنقل الأوراق من يد لأخرى مع الاستفادة من فارق الأسعار وبالتالي فهي سوق للاستثمار المالي.

2) التقسيم على أساس التنظيم: وفقاً لهذا المعيار تنقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين هما:

أ- الأسواق المنظمة: ويطلق عليها أيضاً بورصة الأوراق المالية، وهي تمثل: الهيئة الرسمية التي تتولى التعامل بالأوراق المالية، ويكون لها مكان محدد يتم فيه تداول هذه الأوراق.

ب- الأسواق الغير المنظمة : وهذه السوق ليس لها مكان معين يتم فيه تبادل الأوراق المالية، و لكنهما تتكون من عدد من المتعاملين في هذه الأوراق منتشرين في أماكن متفرقة في العالم وتربطهم شبكة اتصالات قوية عن طريق خطوط الهاتف أو أطراف الحاسب الآلي أو غيرها من وسائل الاتصال السريعة، والتي توفر لحظة بلحظة أسعار كل ورقة متعامل بها، و يطلق على هذه السوق أيضا السوق الموازية.

(3) التقسيم وفقا لأطراف التعامل وفقا لهذا المعيار تنقسم سوق الأوراق المالية إلى قسمين هما:

السوق الثالثة : يتكون من بيوت السماسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة و تمثل هذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على الاستعداد في أي وقت لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، أما العملاء الذين يتعاملون في هذه السوق فهم المؤسسات الاستثمارية الكبرى ومحافظ الأوراق المالية التي تديرها البنوك لحساب الغير .

السوق الرابع : تتمثل السوق الرابعة في المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون في ما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في استثمارا كبيرة دون وساطة السماسرة للحد من العمولة والسمة الأساسية في هذا سوق السرعة في إتمام الصفقة وبكلفة منخفضة جدا.

(4) الأسواق الآجلة : يضم سوق الأوراق المالية سوق عاجلة تتمثل في الأسواق المنظمة والغير منظمة وأيضا أسواق آجلة .وهو سوق المشتقات المالية، وتعتبر سوق المشتقات المالية وسيلة فعالة ومميزة خاصة للتحويط من الإخطار في الاستثمار لان المستثمرين يفضلون الاستثمار في الأدوات المالية التي تعرضهم لدرجة قليلة من المخاطر كما أنها أيضا وسيلة للمراجعة أو التزجيج وهو شراء عملات أو أصول مالية في السوق وبيع نفس الكمية في سوق آخر وفي نفس الوقت لتحقيق ربح من فارق السعر كما أنها إحدى أدوات المضاربة.

ثالثا: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية:

الأسهم العادية : السهم هو وثيقة أو مستند يمثل حصة شائعة في أصول شركة، يثبت حق المساهم في الشركة التي أسهم في رأس مالها، كما يخوله مجموعة من الحقوق على اعتباره شريكا ومن تلك الحقوق :الحق في الحصول على نصيبا من الأرباح إذا حققت الشركة أرباحا، والحق في حضور الجمعية العمومية والتصويت، والحق في الحصول على جزء أصول الشركة في حالة التصفية تتميز هذه الوثيقة بقابليتها إلى التداول بالطرق التجارية. يصدر السهم بقيمة إسمية تمثل قيمة ما دفعه المساهم من أموال للشركة وعندما يصبح السهم متداولاً يتم تداوله بقيمته السوقية.

السندات: هي صكوك متساوية القيمة قابلة للتداول بالطرق التجارية، تمثل قرضا لأجل يعقد عن طريق جماعيا طويل الاكتتاب العام، تمثل ديونا على ذمة الشركة التي أصدرها، وتتمثل قيمتها فيما قدموه من مال على سبيل القرض للشركة، وحققهم في الحصول على الفوائد المستحقة، دون ارتباط بأعمالها ربحا كانت أو خسارة وتكون هذه الصكوك قابلة للتداول بطرق التجارية

ومن ناحية قانونية لا يعتبر حامل السند مالكا لها ولا للشركة، بل دائما إذ لا يحق لحامل السند الاشتراك في إدارة الشركة أو التصويت أو الانتخاب. لكن في حال تعرض الشركة للإفلاس أو التصفية فإنه يجوز لحملة السندات التدخل في إدارة الشركة لتصفيتها لضمان حقوقهم وتعطى الأولوية لحملة السندات ودائني الشركة في هذه الحالة.

رابعاً: وظائف الأسواق المالي

تقوم الأسواق المالية بوظيفة اقتصادية أساسية تتمثل في التخصيص الأمثل لموارد المجتمع وخاصة إذا تميزت هذه الأسواق بالكفاءة. ونعني بالتخصيص الأمثل أن يتم توجيه هذه الموارد إلى المنشآت الأكثر كفاءة في استخدام الموارد والاستخدامات التي يرى المجتمع أنها تمثل منفعة لأفراده، وغالباً فإنه يمكن القول بأن الأسواق المالية تقوم بثلاث وظائف اقتصادية أساسية نوضحها فيما يلي:

1- تحديد أسعار الأصول المالية:

تعتبر وظيفة تحديد أسعار الأصول المالية الوظيفة الأولى للأسواق المالية والتي تتمثل في تحديد السعر العادل للأصل المالي الذي يتم بيعه أو تداوله في سوق المال. ويتم تحديد السعر العادل من خلال عمليات التداول والتي يتم من خلالها التقاء الطلب - راغبي شراء الأدوات المالية - بالعرض - راغبي بيع الأدوات المالية.

ومن خلال تحليل السعر العادل يتم حماية المتعاملين في سوق المال من شراء أدوات مالية مغالى في سعرها أو بيع أوراق مالية مسعرة بأقل من قيمتها.

2- توفير السيولة:

الوظيفة الثانية للأسواق المالية تتمثل في توفير السيولة للمستثمر المالك لإحدى الأدوات المالية، فالأسواق المالية للمستثمر هي الآلية اللازمة لبيع الأصول أو الأوراق المالية التي يمتلكها ومن ثم تمكن المستثمر من تحويل الأصل المالي الخاص به إلى أصل نقدي بالسعر العادل وفي التوقيت الذي يناسب هذا المستثمر.

وحتى ندرك أهمية وظيفة توفير السيولة التي تقوم بها الأسواق المالية للمستثمر دعنا نفترض عدم وجود الأسواق المالية، وفي هذه الحالة يوجد أمام المستثمر الذي يمتلك أحد الأصول المالية بديلان:

الأول : أن يقوم ببيع الأوراق المالية لمن يرغب في شرائها وبالسعر الذي يحدده هذا المشتري والذي قد يكون غير عادل ويضطر المستثمر لقبول السعر نظراً لضغط الوقت الذي يحتاج فيه إلى النقدية

الثاني : أن ينتظر هذا المستثمر حتى يحين تاريخ الاستحقاق ويحصل على أمواله في صورة نقدية. وإذا كان الأصل المالي في هذه الحالة عبارة عن أسهم عادية فإن على المستثمر الانتظار لأجل غير محدد - أي إلى أن يتم تصفية المنشأة التي يمتلك جزءاً منها، وفي هذه الحالة أيضاً فلا يوجد من يضمن له الحصول على أمواله بشكل كامل. وذلك قد يترتب عليه عدم التخصيص الأمثل

للموارد نتيجة ربط وحجز الأموال في استخدام محدد وعدم القدرة على تحريرها لإعادة توجيهها لاستخدامات أخرى طبقاً لما يراه أصحاب هذه الأموال.

3- تخفيض تكاليف العمليات المالية

الوظيفة الاقتصادية الثالثة التي تقوم بها الأسواق المالية تتمثل في تخفيض تكاليف العمليات. هذه التكاليف ستكون مرتفعة إذا لم تكن الأسواق المالية موجودة وتمارس مهامها بشكل كفاء.

خامساً: عمليات سوق الأوراق المالية:

(1) **العمليات العاجلة "النقدية"**: وهي عمليات بيع وشراء للأوراق المالية بين طرفين أحدهما البائع والذي يسلم فيها الأوراق المالية، والطرف الآخر هو المشتري الذي يسلم ثمن الأوراق المالية فوراً أو خلال 48 ساعة، وهذه العملية تتم في قاعة التداول ببورصة الأوراق المالية، والتي بدورها تقوم بإتمام الصفقة بين البائع والمشتري.

(2) **العمليات الآجلة**: تعرف العمليات الآجلة بأنها العمليات التي يتفق فيها الطرفان على تأجيل التسليم ودفع الثمن إلى يوم معين يسمى يوم التصفية، وأن الغرض الأساسي من عقد هذه العمليات الحصول على ربح يأخذه المضارب يمثل قيمة الفرق بين السعر الذي عقدت به العملية وبين السعر يوم التصفية وتتم عملية التصفية من خلال إحدى الصور الثلاث الآتية:

1. التسليم والتسليم الفعلي للأوراق المالية، والثمن من الطرفين البائع والمشتري.
2. أن يبيع ما اشتراه أو يشتري ما باعه ويقبض الفرق بين السعيرين قبل موعد التصفية وذلك بعد رضا الطرف الآخر.
3. تأجيل التصفية إلى موعد التصفية المقبلة بدفع مبلغ يسمى ببديل التأجيل.

سادساً: تقييم الأوراق المالية:

القيمة: عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من وراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، أي أن القيمة موجودة في جوهر الشيء وبحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر. كما تعرف أيضاً على أنها ذلك المستوى من النوعية الذي يعطى لشيء ما بعد إجراء عملية خبرة وتقييم عليه.

تقييم الأسهم:

(1) **القيمة الإسمية**: هي القيمة التي تحدد للسهم عند تأسيس الشركة، وتدون في شهادة السهم الصادرة لمالكه، ومن مجموع القيم الإسمية لجميع الأسهم يتكون رأس مال الشركة. "و القيمة الإسمية للسهم ببساطة هي " قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيمة السهم، وتصدر الأسهم بقيمتها الإسمية ولا يجوز إصدارها بقيمة أقل - سواء عند تأسيس

الشركة أو عند زيادة رأسمالها؛ - يمكن إصدار الأسهم بقيمة أكبر من القيمة الاسمية، وهي ما تعرف بعلاوة الإصدار وتحدد بناء على تقرير مراقب الحسابات.

(2) القيمة الدفترية: وهي قيمة السهم كما تظهرها دفاتر الشركة وهي قيمة محاسبية وتحسب كما يلي :

$$\text{القيمة الدفترية} = \text{حقوق الملكية} / \text{عدد الأسهم}$$

بحيث أن: **حقوق الملكية** = رأس المال المدفوع + احتياطات + الأرباح المجمعة وغير الموزعة.

وقد تتساوى القيمة الدفترية مع القيمة الاسمية عند بداية النشاط، وتكون القيمة الدفترية أكبر من القيمة الاسمية للسهم في حالة تكوين احتياطات، وتكون أقل في حالة تحقيق خسائر.

(3) القيمة السوقية: وهي القيمة التي يحددها السوق نتيجة التفاعل التلقائي بين العرض والطلب في السوق ويتحدد السعر التوازني من خلال تساوي عرض السهم مع الطلب عليه. ففي الحالة التي يزيد فيها العرض على الطلب تنخفض قيمة السهم العادي السوقية اما في حالة انخفاض العرض على الطلب تزداد قيمة السهم العادي السوقية .

وتوجد العديد من العوامل التي تؤثر على القيمة السوقية للسهم العادي في السوق المالية والنقدية وهي:

-قيمة السهم الدفترية (علاقة طردية بين قيمة السهم الدفترية وقيمة السوقية)

-توزيعات الأرباح للشركة في نهاية كل سنة (علاقة طردية)

-التوقعات بخصوص مستقبل الشركة (متفائل ، متشائم)

-حالة الطلب والعرض على السهم في السوق والمرتبطة بمجموع العوامل السابقة

- حالة الاقتصاد العامة (التوسع والانتعاش الاقتصادي ، الركود والكساد .)

وقد تكون القيمة السوقية أكبر أو أقل من القيمة الاسمية.

وقد تكون القيمة السوقية تساوي أو أعلى أو أقل من القيم الدفترية للسهم وذلك حسب ما تحقق الشركة من أرباح، ففي بداية أعمال الشركة من الممكن أن تكون القيمة السوقية للسهم مساوية للقيمة الدفترية وذلك لعدم وجود سجل من الأداء للشركة يدل على مدى تحقيقها للأرباح، أما في حالة تحقيق الشركة أرباح عالية ومتنامية يرتفع سعر السهم في السوق فوق القيمة الدفترية للسهم ، أما إذا كانت ربحية الشركة متدنية أو أنها تتكبد خسائر مستمرة فإن سعر السهم في السوق سينخفض تحت القيمة الدفترية.

(4) القيمة الحقيقية: يرتبط مفهوم القيمة الحقيقية بالأوراق المالية عامة وبالأسهم العادية بشكل خاص ، ويدل على القيمة المعقولة أو القيمة السوقية العادلة وتحدد هذه القيمة بالنسبة للسهم على ضوء معطيات موضوعية تشمل قاعدة موجودات الشركة، الأرباح الموزعة على المساهمين، آفاق النمو المستقبلية وكفاءة إدارة الشركة . إن قيمة السهم المحسوبة على هذه الأسس هي ما يهم المستثمر بالدرجة الأولى على اعتبار أنها تمثل ما يجب أن تكون عليه قيمة السهم. ويقوم المستثمر عادة بإجراء مقارنة بين القيمة الحقيقية المحسوبة وسعر السهم في السوق، فإذا كان **سعر السوق أعلى من القيمة الحقيقية** فإن السهم مقيم بأكثر مما يجب ولا يصلح للاستثمار بل على العكس يجب التخلص من السهم إذا كان المستثمر مركزا عليه، أما إذا كان **سعر السوق أقل من القيمة الحقيقية** فإن ذلك يعني بأن السهم مقيم بأقل مما يجب أي أنه يصلح للاستثمار، لأن سعر السوق لا بد أن يرتفع مع الوقت ليصل إلى القيمة الحقيقية مما يحقق ربحا رأسماليا . وعندما يكون **سعر السوق مساويا للقيمة الحقيقية** فإن السهم يكون مقيما كما يجب.

ومن الممكن أن يختلف سعر السوق عن القيمة الحقيقية للسهم وينتج ذلك عن عدة أسباب أهمها المضاربات، التلاعب في أسعار الأسهم في البورصة، عدم توفر المعلومات عن أداء الشركة، تحليل المعلومات بشكل خاطئ من قبل المستثمرين و البطء في ردة فعل السوق من حيث تعديل سعر السهم وفقا للمعلومات الواردة . إن الاختلاف بين سعر السهم يخلق فرصا للربح والاستفادة من عمليات شراء أو بيع الأسهم في المدى القصير . وقد تسمى هذه القيمة أيضا باسم القيمة المركزية ، باعتبار أنها المركز الذي تدور حوله الأسعار السوقية للسهم في الأجل الطويل تساوي القيمة الحقيقية.

(5) القيمة التصفوية: وهي قيمة السهم التي يتوقع حامل السهم الحصول عليها في حالة تصفية أصول الشركة وإنهاء أعمالها بالكامل وتحسب من خلال حاصل قسمة: (مجموع الأصول - مجموع الديون) / عدد الأسهم.

تقييم السندات:

ويجوز أن تتغير قيمة السند حسب الظروف السائدة في السوق المالي، وفي هذه الحالة يمكن أن يتخذ السند القيم التالية:

- **القيمة الاسمية**: وهو المبلغ الذي تلتزم الشركة بدفعه عند حلول موعد الاستحقاق.
- **القيمة السوقية**: وهي القيمة المتغيرة التي يستحقها السند في السوق المالي. وتلتزم الشركة بدفع القيمة الاسمية للسند وليس القيمة السوقية، كما أن الفوائد المحسوبة تحسب على أساس القيمة الاسمية للسند وليس القيمة السوقية.

هناك علاقة عكسية بين القيمة السوقية للسند وسعر الفائدة السائد في السوق. فإذا ارتفعت أسعار الفوائد في السوق بشكل يزيد عن سعر الفائدة الذي يحمله السند، فإن القيمة السوقية تميل إلى الانخفاض، لأن المستثمرين يلجأون إلى بيع السندات واستثمار أموالهم في ودائع البنوك. والعكس صحيح في حال انخفاض أسعار الفوائد بشكل يقل عن الفائدة التي يحملها السند، حيث تميل القيمة السوقية للسند إلى الارتفاع.

سابعاً: مخاطر أسواق الأوراق المالية

تتمثل فيما يلي:

أ. مخاطر التضخم:

إن التضخم والذي نعني به الارتفاع المستمر والعام للأسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقود، يؤثر على الأصول المالية بمختلف أنواعها من خلال انخفاض قيمتها الحقيقية بحكم أن العائد يكون في المستقبل، مما يؤكد حالة من عدم التأكد، وهذا ما يدفع **المستثمر** إلى تحديد العائد المتوقع حتى يحمي أمواله من مخاطر التضخم فضلاً عن تحقيق أرباح سنوية.

هذه المخاطر يمكن أن تسمى أيضاً "مخاطر أسعار الأوراق المالية" وتنشأ نتيجة لتقلبات أسعار الأوراق المالية في أسواق رأس المال، سواء كانت هذه التقلبات بفعل عوامل حقيقية أو عوامل وهمية (الإشاعات، الاحتكار والبيع بالشراء الصوري)، وهو ما يؤثر على القيمة السوقية للأوراق المالية ذات العائد المتغير، وذات مكونات من نقود وديون، فإن تأثرها بالتضخم يرتبط طردياً بزيادة مكوناتها من النقود والديون.

ت. خطر السيولة:

يتمثل هذا الخطر في عدم توفر السيولة الكافية للعمليات التي تقوم بها المؤسسة أو للإيفاء بالتزاماتها المالية في حينها، حيث يعمل كل مستثمر على تحويل أوقافه إلى نقود سائلة. فهذه المخاطر تتعلق بعدم قدرة المؤسسة على مواجهة طلبات التسديد من قبل الزبائن، وقد تنتج عن سوء إدارة السيولة وعن صعوبة الحصول عليها بتكلفة معقولة (مخاطر تمويل السيولة) وعن صعوبة بيع الأصول (مخاطر بيع الأصول).

ث. خطر معدل الفائدة:

يرتبط هذا الخطر بمخاطر تغير معدلات الفائدة وأسعار الصرف، وينتج عن عرض وطلب الأوراق المالية في الأسواق المالية، فهو يعبر عن آمال عارضي وطالبي رؤوس الأموال في السوق على المدى الطويل. فكلما زاد الخطر كلما زادت قيمة العائد المحقق، ومنه ارتفاع معدل الفائدة لاحتتمال مواجهة نشاط المؤسسة لمصاعب مالية قد تتسبب في انخفاض القيمة السوقية لأوراقها المالية في الأسواق المالية (البورصة) والعكس. فإذا كان احتمال الخطر منخفضاً فإن معدل الفائدة سينخفض لينتج عنه ازدهار في نشاط المؤسسة مما يدفع بأسعار أوراقها المالية للارتفاع. وأما على المدى القصير فإن سعر الفائدة يتحدد وفق معدل تدخل البنك المركزي في سوق ما بين البنوك أن يكون موجهاً .

ج. خطر سعر الصرف:

يتعلق بمختلف المخاطر النقدية التي تتسبب في تغيير قيمة العملة، وبالتالي التأثير على مختلف الأصول المقيمة بهذه العملة، كما أنها تشير إلى مخاطر تحويل العملة الأجنبية إلى العملة المحلية خاصة عندما لا يمكن التنبؤ بأسعار التحويل. ففي الاقتصاديات

المفتوحة ترتبط القيمة الداخلية للعملة مع قيمتها الخارجية، فعدم استقرار سعر الصرف ينتج عنه عدم اليقين بشأن كل التزامات المستثمر بالعملة الصعبة والتي تختلف حسب وضعية الصرف لكل متعامل، ويمكن أن يترجم خطر الصرف كخطر تجاري عندما يرتبط بعمليات الاستيراد أو التصدير المحققة بالعملة الصعبة.