

المخاطرة وطويلة الأجل وسيولتها أقل من سيولة أوراق السوق النقدي، أما عوائدها فهي مرتفعة مقارنةً مع عوائد أوراق السوق النقدي.

وأهم الأدوات التي يتم متاجرتها في سوق رأس المال هي:

أ. السندات (Bonds): وهي عبارة عن أوراق دين طويلة الأجل تصدر من قبل الشركات والحكومات للحصول على التمويل طويل الأجل. ويتم تسجيلها في ميزانية الجهات المصدرة في جانب الإلتزامات (المطلوبات).

ب. الأسهم (Stocks): هي شهادة تثبت ملكية حاملها لجزء من شركة ما، وتمنحه بالمقابل العديد من المزايا والخصائص التي لا يتمتع بها حاملي الأوراق المالية الأخرى للشركة. وتقسّم الأسهم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة والتي تتضمن على خصائص أخرى مأخوذة من السندات.

• ثالثاً: سوق الأوراق المشتقة (Derivatives Securities Market):

تعرف الأوراق المالية المشتقة على أنها أوراق مالية تشتق قيمتها من قيمة الأصول المكتوبة عليها، فهي ليست أوراق أصلية وإنما هي عقود وإتفاقيات وخيارات على الأوراق الأصلية. ويوفر سوق الأوراق المالية المشتقة للمتعاملين الأمان والحماية التي يرغبون بها حيث أن أهم استخدامات هذه الأوراق هو تقليل المخاطر إلى أدنى حد ممكن من خلال معرفة مقدار الإلتزام المستقبلي مقدماً. هناك عدة أنواع من الأوراق المالية المشتقة أهمها:

(أ) الخيارات (Options): تمنح الخيارات حاملها الحق وليس الإلتزام في شراء أو بيع أصول مالية في تاريخ مستقبلي وبسعر محدد مسبقاً، وتاريخ التنفيذ هنا يعني أنه يمكن تنفيذ الخيار منذ شراؤه ولغاية تاريخ إستحقاقه. ويتم شراء الخيار بقيمة معينة تسمى بالقسط (Premium) من أحد بيوت الوساطة أو البنوك الإستثمارية، وتعتمد قيمة الخيار على العديد من الأمور المرتبطة بالأصل المالي المكتوبة عليه ومنها المخاطرة والقيمة السوقية للأصل المالي وعدد الأوراق المالية التي يتضمن عليها الخيار وتاريخ التنفيذ. ويمكن تقسيم الخيارات إلى نوعين أساسيين هما خيار الشراء (Call Option) وخيار البيع (Put Option).

1. خيار الشراء (Call Option) : يمنح حامله الحق وليس الإلتزام في شراء عدد معين من الأصول المالية في تاريخ مستقبلي وبسعر متفق عليه من الآن. وتستخدم خيارات الشراء عادةً في حال توقع ارتفاع سعر الأصل في المستقبل، حيث يمكن من خلال الخيار تحقيق مكاسب غير محدودة إذا صحت التوقعات، وتبقى الخسارة محدودة لو إنخفض السعر.

2. خيار البيع (Put Option) : يمنح حامله الحق وليس الإلتزام في بيع عدد معين من الأصول المالية في تاريخ مستقبلي وبسعر متفق عليه من الآن. وتستخدم خيارات البيع عادةً في حال توقع انخفاض سعر الأصل في المستقبل، حيث يمكن من خلال الخيار تحقيق حماية ضد مخاطرة انخفاض السعر، وتبقى الخسارة محدودة لو ارتفع السعر.

(ب) العقود المستقبلية (**Future Contracts**): وهي عبارة عن عقود لشراء أو بيع أصول مالية في تاريخ محدد وبسعر متفق عليه منذ الآن، كما يمكن تحويلها بين الأطراف المختلفة. ولعل الإختلاف الأبرز بين الخيارات والعقود المستقبلية هو أن حامل الخيار له الخيار في التنفيذ أو عدمه، بمعنى أنه إذا رأى من مصلحته التنفيذ نفذ وإلا فلا. أما العقود المستقبلية فهي عقود تتخذ صيغة الإلزام حيث يجب تنفيذها مهما كانت الظروف وسواء كان ذلك في مصلحة حاملها أم لا.

(ج) العقود الآجلة (**Forward Contracts**): وهي عبارة عن عقود لشراء أو بيع أصول مالية في تاريخ محدد وبسعر متفق عليه منذ الآن. وتختلف العقود الآجلة عن العقود المستقبلية في أن العقود الآجلة تتم صياغة شروطها من حيث تاريخ الإستحقاق والقيمة والأصل المكتوبة عليه بناءً على الإتفاق بين الطرفين، في حين أن العقود المستقبلية تكون نمطية وجاهزة ولا يمكن تغيير شروطها المحددة من قبل البائع.

تقسيم السوق المالي من حيث مكان الإنعقاد:

1. البورصات المنظمة (**Organized Exchanges**): وهي عبارة عن الأسواق التي لها وجود فعلي ومكان تتواجد فيه أرضية للتداول، مثل بورصة عمان وبورصة نيويورك والبورصة الأمريكية.
2. البورصات غير المنظمة (**Unorganized Exchanges**): وهي الأسواق التي ليس لها وجود فعلي أو مكان تتواجد فيه، وتسمى عادةً بـ (**OTC Market**) وهي إختصاراً لـ (**Over The Counter Market**)، ويتم التداول في هذه البورصات من خلال التجار (**Dealers**) وذلك من خلال عمليات حاسوبية مأتمة وشبكة إتصال مباشرة يوفرها النظام. ومن أهم الأمثلة على هذا النوع بورصة ناسداك (**NASDAQ**) في الولايات المتحدة الأمريكية.

ملخص لتصنيفات الأسواق المالية

التقسيمات		معيار التصنيف
<p>السوق الثانوي</p> <p>وهو السوق الذي يتم فيه بيع وشراء (تداول) الأوراق المالية المصدرة مسبقاً بين المستثمرين</p>	<p>السوق الأولي</p> <p>وهو السوق الذي يتم فيه إصدار الأوراق المالية لأول مرة</p>	<p>من حيث إصدارات الأوراق المالية</p>

<p>سوق رأس المال وهو السوق الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية قصيرة الأجل (التي تقل تواريخ إستحقاقها عن سنة)</p>	<p>سوق الأوراق المالية المشتقة وهو السوق الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية المشتقة الهادفة لتقليل المخاطر.</p>	<p>السوق النقدي وهو السوق الذي يتم فيه بيع وشراء الأوراق المالية قصيرة الأجل (التي تقل تواريخ إستحقاقها عن سنة)</p>	<p>من حيث آجال الأوراق المالية المتداولة في السوق</p>
<p>السوق غير المنظم وهي الأسواق التي ليس لها وجود فعلي أو مكان تتواجد فيه</p>	<p>السوق المنظم وهي الأسواق التي لها وجود فعلي ومكان تتواجد فيه أرضية للتداول</p>		<p>من حيث مكان الإنعقاد</p>

3-8 إصدار الأوراق المالية (Securities Issuing):

يمكن أن تقوم الشركات بإصدار الأوراق المالية من خلال السوق الأولية، حيث أن السوق المالي (**Primary Market**) هي السوق الذي يتم فيها إصدار الأوراق المالية لأول مرة (أوراق مالية جديدة لم تكن موجودة مسبقاً). ويعتبر السوق الأولي السوق الوحيد الذي يكون فيه مصدر الورقة المالية طرفاً من أطراف العملية (البيع مباشرة من الشركة للمستثمر). ومن الممكن أن تقوم الشركات بإصدار الأوراق المالية وبيعها في السوق الأولية إما من خلال الطرح العام أو من خلال الطرح الخاص.

1. الطرح العام (**Public Offering**): وهو أن تقوم الشركة بطرح أوراقها المالية (عادةً بالتعاون مع بنك إستثماري) لعامة الناس، بحيث يستطيع أي مستثمر أن يشتري هذه الأوراق، وتعتبر تكاليف الإصدار هنا عالية بسبب وجود البنوك الإستثمارية التي تتقاضى أتعاباً مقابل خدماتها.
2. الطرح الخاص (**Private Placement**): وهو أن تقوم الشركة بطرح أوراقها المالية (عادةً بدون وساطة البنوك الإستثمارية) لفئة إستثمارية معينة، مثل الصناديق الإستثمارية وصناديق التقاعد والشركات الإستثمارية المختلفة، ويتم الإتفاق عادةً بين الشركة والمستثمر مباشرة بدون وساطة البنوك الإستثمارية مما يسهم في تخفيض تكاليف الإصدار.

ويمكننا تقسيم نشاطات السوق الأولي إلى نوعين:

1. الإصدار الأولي المبدئي العام (**Initial Public Offering – IPO**): وهو عبارة عن أول طرح لأسهم الشركة في السوق المالي، ويكون عادةً عند تحول الشركة من شركة خاصة (**Privately Owned**) إلى شركة مساهمة عامة (**Publicly Owned**). و يتم الإصدار في هذا السوق بمساعدة الوسطاء الماليين مثل البنوك الإستثمارية وشركات الأوراق المتخصصة. وتكون الشركة المصدرة طرفاً من أطراف العملية لأن الأموال التي يتم تحصيلها من المستثمرين تذهب للشركة.

2. الإصدار التالي (Secondary Offering): يطلق هذا المصطلح على أي طرح للأوراق المالية يأتي بعد الإصدار الأولي (IPO)، فإذا زادت إحدى الشركات رأسمالها بإصدار أسهم جديدة يسمى هذا الإصدار بالإصدار التالي، وهكذا. وهنا أيضاً نلاحظ وجود الشركة المصدرة كطرف من أطراف العملية بحيث أنها تحصل على الأموال التي تتبع بها الأسهم.

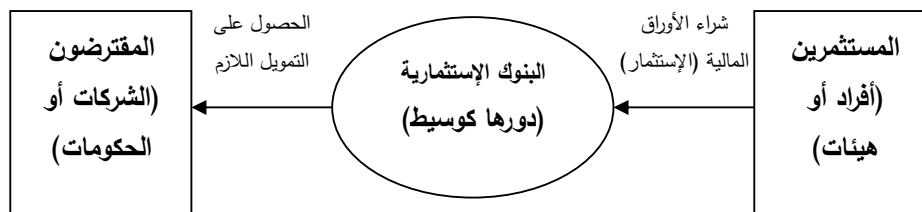
8-3-1 البنوك الإستثمارية أو مدراء الإستثمار (Investment Banks):

عند الحديث عن إصدار الأوراق المالية، لا بد لنا من الحديث عن البنوك الإستثمارية وعن الدور الذي تضطلع به هذه البنوك في عملية الإصدار والتسعير والتسويق للأوراق المالية الجديدة بالإضافة إلى الأدوار الأخرى التي يقوم بها البنك الإستثماري.

ويمكننا تعريف البنوك الإستثمارية على أنها مؤسسات مالية متخصصة في بيع الأوراق المالية الجديدة التي تصدرها الشركات والهيئات المختلفة للمستثمرين سواء كانوا أفراد أم مؤسسات، بالإضافة لدورها في مساعدة المستثمرين في عملية بيع وشراء الأوراق المالية فيما بينهم. وبالتالي فإن البنوك الإستثمارية تلعب دوراً مهماً في السوق الأولي والثانوي على حدٍ سواء.

شكل رقم (4)

دور البنوك الإستثمارية



كما تقوم هذه البنوك بتقديم العديد من الخدمات للشركات منها:

1. خدمات النصح والإرشاد وتشتمل على مساعدة الشركة في إختيار نوع الورقة المالية المصدرة وكمية الإصدار ووقت الإصدار الأفضل.
2. خدمات إدارة الإصدار وتشتمل على التعامل مع عمليات الإكتتاب والتنسيق مع هيئات الأوراق المالية المختصة وإصدار نشرة الإصدار (Prospectus) وغيرها من المهام القانونية والإجرائية.

3. خدمات البيع للأوراق المالية المصدرة، و يتم هذا حسب إتفاقيين هما:
 - إتفاقية بذل أفضل الجهود (**Best Efforts Agreement**): وبموجب هذه الإتفاقية يتعهد البنك الإستثماري بأن يبذل قصارى جهوده لبيع الإصدار مقابل عمولة معينة، والأوراق غير المباعة ستعاد للشركة المصدرة، وبهذا تتحمل الشركة مخاطرة الإكتتاب بالكامل.
 - إتفاقية الإكتتاب الملزمة (**Firm Commitment Agreement**): حسب هذه الإتفاقية يقوم البنك بشراء الأوراق المالية المصدرة بالكامل ومن ثم يبيعها هو بسعر أعلى محققاً دخله من الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء. و يتحمل البنك الإستثماري هنا كافة مخاطر الإكتتاب.
4. تحقيق استقرار سعر الأوراق المالية المباعة في السوق المالي وذلك عن طريق دخول البنك كمشتري لتلك الأوراق في حال إنخفاض السعر.

8-3-2 تسعير الإصدارات (Issues Pricing):

لعل من أصعب الأمور التي تواجه البنك الإستثماري والشركة هو عملية تسعير الإصدارات، وفيما يلي سنتناول بعض الإرشادات المستخدمة في حال تسعير أسهم جديدة لشركات قائمة أو لشركات جديدة.

أ. تسعير إصدارات شركة قائمة:

يتم تسعير الإصدارات الجديدة للشركات القائمة بالتنسيق بين الشركة والبنك الإستثماري وبالإعتماد على أسعار الأسهم الموجودة مسبقاً في السوق المالي. حيث تكون القيمة السوقية للأسهم الجديدة قريبة من السعر السوقي للأسهم القديمة، وهناك العديد من العوامل التي يجب أخذها بعين الإعتبار هنا:

1. توقيت الإصدار بحيث يتم في حال إرتفاع السعر السوقي لأسهم الشركة.
2. توقعات المستثمرين حول مستقبل الشركة ونموها وقدرتها على تحقيق الأرباح تعتبر من العوامل الرئيسية التي تؤثر على قيمة السهم السوقي.
3. حجم التداول على الأسهم القديمة للشركة (تقدير مستوى الطلب).
4. حجم الإصدار وبالتالي آليات العرض والطلب.
5. مستوى مخاطرة الشركة.

ب. تسعير إصدارات شركة جديدة:

عندما تصدر الشركات أسهمها لأول مرة (شركة جديدة) تكون عملية تسعير أسهمها من أصعب الأمور، وتتم عملية التسعير بالتعاون مع البنك الإستثماري، ومن الأمور التي تؤخذ بعين الإعتبار عند تسعير أسهم الشركة الجديدة ما يلي:

1. مستوى المخاطرة للشركة والذي يتحدد من خلال مستوى الدين والملكية وحجم الشركة الكلي.
2. متوسط أسعار أسهم الشركات الأخرى القائمة والمشابهة للشركة من حيث الحجم والصناعة.
3. القيمة الدفترية للسهم.

4. توقعات المستثمرين حول مستقبل الشركة.
5. من الأمور التي قد تؤدي لبيع السهم بأسعار مرتفعة هو قدرة البنك الإستثماري على القيام بحملات ترويجية جيدة تضيف سمعة جيدة عن الشركة.
6. مستوى السيولة المتوفرة في السوق.
7. حجم الإصدار وبالتالي آليات العرض والطلب.

على أية حال، و بالرغم مما سبق ذكره، فقد درجت العادة في معظم الأسواق المالية النامية ومنها العربية على تسعير الأسهم الجديدة بقيمة مقررة قانوناً تسمى بالقيمة الإسمية للسهم، فمثلاً تبلغ القيمة الإسمية للأسهم المصدرة في بورصة عمان دينار واحد فقط. وفي حال تم بيع الأسهم بأعلى من القيمة الإسمية يتم تسمية الفرق بعلاوة الإصدار، إما إذا تم بيع الأسهم بأقل من القيمة الإسمية فيسمى الفرق بخصم الإصدار.

أسئلة الفصل:

التمرين الأول (إختيار من متعدد):

ضع دائرة حول الإجابة الأصح لكل سؤال من الأسئلة التالية:

1. يمكن تعريف الإدارة المالية في الشركات المساهمة على أنها:

(I) ذلك الجزء من العلم المالي الذي يتناول القرارات المالية التي تتخذها الشركات، كما يهتم بأدوات وأساليب التحليل الذي يتم إجراؤها لإتخاذ تلك القرارات.

(II) عملية إتخاذ القرارات المتعلقة بالحصول على الأموال بالشكل الأمثل، والقرارات التي ترتبط بإستثمار الأموال بكفاءة، بما يساهم في تعظيم القيمة السوقية للشركة وبالتالي تعظيم ثروة المساهمين.

أ. الجملة (I) فقط

ب. الجملة (II) فقط

ج. (I) و (II) صحيحتين

د. (I) و (II) غير صحيحتين

2. تستند موازنة رأس المال على:

أ. حجم التدفقات النقدية المتوقعة من المشروع.

ب. المخاطرة التي يتضمن عليها الإستثمار ومدى التأكد من التدفقات النقدية.

ج. توقيت التدفقات النقدية المتوقعة.

د. أ و ج فقط.

هـ. جميع ما ذكر.

3. يمكن تعريف الإدارة المالية في الشركات المساهمة على أنها:

(I) يقوم مدير الخزينة بالنشاطات المالية للشركة بما في ذلك إدارة النقدية، إدارة الإئتمان، النفقات الرأسمالية، وغيرها.

(II) يهتم المراقب المالي بالنواحي المحاسبية للشركة حيث يتولى أمور محاسبة التكاليف والمحاسبة المالية، والتخطيط المالي.

أ. الجملة (I) فقط

ب. الجملة (II) فقط

ج. (I) و (II) صحيحتين

د. (I) و (II) غير صحيحتين

4. يعبر هيكل رأس المال عن:

- أ. الطريقة التي يتم من خلالها توزيع رأس المال على الأصول.
- ب. مزيج الدين والملكية في الشركة.
- ج. توزيع الخصوم قصيرة الأجل وطويلة الأجل.
- د. جميع ما ذكر

5. يعرف رأس المال العامل:

- أ. إجمالي الأصول المتداولة.
- ب. الفرق بين الأصول المتداولة والخصوم المتداولة.
- ج. مجموع الأصول المتداولة والخصوم المتداولة.
- د. نسبة الأصول المتداولة إلى الخصوم المتداولة.

6. من أهم خصائص الشركات الفردية:

- أ. سهولة تأسيسها لقلّة المتطلبات والقيود القانونية عليها.
- ب. حياتها ترتبط بحياة المالك.
- ج. المسؤولية غير المحدودة.
- د. جميع ما ذكر.

7. من أهم خصائص شركات الأشخاص:

- أ. صعوبة تأسيسها لقلّة المتطلبات والقيود القانونية عليها.
- ب. سهولة رفع رأس المال.
- ج. تخضع لضريبة الدخل الشخصية.
- د. المسؤولية المحدودة.
- هـ. جميع ما ذكر.

8. من خصائص شركات التوصية البسيطة:

- أ. أنها تعتبر شكل من أشكال شركات الأشخاص.
- ب. تتضمن على نوعين من الشركاء هم المتضامنين والموصين.
- ج. تعتبر مسؤولية الشريك الموصي محدودة في حدود مساهمته في الشركة.
- د. جميع ما ذكر.

8. أي من العبارات التالية غير صحيح فيما يتعلق بالشركات المساهمة:

- أ. تقوم على مبدأ الفصل بين الملكية والإدارة.
- ب. تتمتع بشخصية اعتبارية مستقلة.
- ج. المسؤولية غير المحدودة للمساهمين.
- د. الإزدواج الضريبي.
- هـ. لا شيء مما ذكر.

9. أي من العبارات التالية صحيح:

- (I) عقد التأسيس للشركات المساهمة يتضمن على العديد من الأمور مثل اسم الشركة وعمرها الافتراضي (غالباً للأبد)، وعدد الأسهم التي يمكن إصدارها.
- (II) النظام الداخلي للشركة يعبر عن الأنظمة واللوائح والقوانين التي تحكم عمل الشركة والتي يتم ترخيصها وفقاً لها.

- أ. الجملة (I) فقط
- ب. الجملة (II) فقط
- ج. (I) و (II) صحيحتين
- د. (I) و (II) غير صحيحتين

10. الهدف الأساسي للإدارة المالية هو:

- أ. تحقيق البقاء والاستمرارية للشركة.
- ب. تعظيم الأرباح.
- ج. تعظيم قيمة السهم.
- د. تخفيض المخاطر وإدارتها.
- هـ. جميع ما ذكر.

11. أي من العبارات التالية صحيح فيما يتعلق بمشكلة الوكالة:

- (I) تنشأ مشكلة الوكالة نتيجة قيام الإدارة باتخاذ القرارات التي تخص الشركة دون الرجوع لمجلس الإدارة أو المساهمين.

(II) تعبر مشكلة الوكالة عن التعارض الذي قد يظهر بين مصالح المساهمين وبين المصالح الخاصة للإدارة.

- أ. الجملة (I) فقط
- ب. الجملة (II) فقط
- ج. (I) و (II) صحيحتين
- د. (I) و (II) غير صحيحتين

12. النواحي التي يظهر فيها تعارض المصالح بين المساهمين وبين الإدارة هي:

- أ. وجود ميل معنوي لدى الإدارة لتغليب مصالحها على مصالح المساهمين.
- ب. التركيز على التدفقات النقدية قصيرة الأجل.
- ج. تفضيل إحتجاز الأرباح لغايات زيادة حجم الشركة.
- د. تجنب المخاطرة.
- هـ. جميع ما ذكر.

13. تتضمن تكاليف الوكالة على:

- أ. التكاليف المباشرة الناتجة عن نفقات مراقبة الإدارة مثل أتعاب مدققي الحسابات.
- ب. التكاليف المباشرة والمتمثلة بالفرصة الضائعة.
- ج. التكاليف غير المباشرة التي تدفعها الشركة لمصلحة الإدارة.
- د. جميع ما ذكر.

14. يمكن تخفيض التعارض بين مصالح الإدارة وبين مصالح المساهمين من خلال:

- أ. ربط مكافآت الإدارة بالأداء المالي للشركة.
- ب. جعل المكافأة السنوية للإدارة على شكل أسهم بدلاً من المكافآت النقدية.
- ج. مجلس الإدارة والذي يقوم بدوره بتعيين الإدارة والرقابة عليها.
- د. جميع ما ذكر.

15. تعتبر الأسواق المالية مهمة للشركات للأسباب التالية:

- أ. تساعد الشركات على إستثمار الفوائض المالية التي لديها.
- ب. أنها تسهل انتقال الأموال بين المستثمرين.
- ج. تساعد الشركات بالحصول على التمويل اللازم من خلال الإقتراض بضمانة الأوراق المالية.
- د. جميع ما ذكر.

16. من أهم خصائص سوق رأس المال:

- أ. السيولة العالية.
- ب. المخاطرة المنخفضة.
- ج. الأجل الطويل.
- د. جميع ما ذكر.