

### اولاً: تعريف سوق رأس المال:

إن أسواق رأس المال تمثل محور العملية الاستثمارية في الأسواق المالية، حيث تتحول السيولة النقدية إلى أدوات تستمر لفترات طويلة نسبياً وتحمل عوائداً مستقرة ومنتظمة، وبالتالي فإن الاحتفاظ بها خلال فترة عمر مردودها الاقتصادي يكرس خصائص المستثمر العادي، الذي يتناقض تماماً مع المضارب الذي يتعامل بالأدوات المالية للاستفادة من الفروقات السريعة لأسعار البيع والشراء.

ويمكن تعريفها على أنها "أسواق متخصصة في الاستثمارات بعيدة المدى، والتي تتجاوز فترات سدادها السنة الواحدة، وتعامل بشكل رئيسي بالأسهم (العادية والممتازة) والسنادات، سواء كانت هذه الأدوات تعود إلى شركات خاصة أو مؤسسات حكومية أو خزينة مركبة أو صالح إقليمية".

كما يعرف سوق رأس المال أيضاً على أنه "ذلك السوق الذي تتداول فيه الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل (الأسهم والسنادات)، حيث يكون لهذه السوق مكان محدد، كما أن السعر هنا يتحدد على أساس قوى العرض والطلب، والهدف من الاستثمار في سوق رأس المال هو التأثير على الدخل ومنح الأولوية لهذا الهدف، ويكون سوق رأس المال أكثر تنظيماً من سوق النقد والمعاملين فيه أكثر تخصصاً.

وتؤدي هذه السوق دوراً كبيراً في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسات والمشاريع الاقتصادية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها، بطرح الأسهم على غرار الشركات المساهمة أو بإصدار سنادات دين، ونفس الشيء يمكن أن يقال عن الحكومات في حال رغبتها في الحصول على الأموال الضرورية لتغطية العجز المالي أو لتمويل المشاريع الجديدة.

### ثانياً: خصائص سوق رأس المال.

يمكن إجمال خصائص سوق رأس المال في النقاط التالية:

لـ من حيث العائد، يمتاز الاستثمار في سوق رأس المال بالوفرة، مما يدفع المستثمرين للتفكير والاهتمام بالدخل أكثر من اهتمامهم بالسيولة، ولذلك يجب إن توفر الأدوات الاستثمارية الأكثر عائداً وبأقل تكلفة ممكنة؛

لـ من حيث التنظيم، فهو أكثر انتظاماً من السوق النقدي نظراً لمحدوبيته، ناهيك عن كون المعاملين فيه على درجة كبيرة من التخصص والمهارة في عقدهم للصفقات المالية، مع الأخذ بعين الاعتبار أسعار الفائدة ل التداول الأوراق المالية أو الاحتفاظ بها لحين الوقت المناسب؛

لـ<sup>لـ</sup> يتطلب سوق رأس المال وجود سوق ثانوي يتم فيه تداول أدوات الاستثمار المختلفة فيه كي يتم تشجيع الاستثمار فيه، وكذلك توفير سيولة نقدية ملائمة للأوراق المالية طويلة الأجل مما يزيد من سرعة تداولها؛

لـ<sup>لـ</sup> الاستثمار في سوق رأس المال يكون أكثر مخاطرة واقلها سيولة من الاستثمار في السوق النقدية، لأن أدوات الاستثمار فيه طويلة الأجل، مما يجعله معرضاً لمخاطر سوقية أو سعرية تنظيمية مختلفة؛

لـ<sup>لـ</sup> تعتبر أسواق رأس المال أسواق جملة وتجزئة في نفس الوقت، حيث تعقد فيها صفقات ضخمة وأخرى صغيرة حسب حاجة المتعاملين وطبيعتهم.

### ثالثاً: أهمية سوق رأس المال.

تتجلى أهمية سوق رأس المال في مجموعة من النقاط أهمها:

لـ<sup>لـ</sup> تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمار وتنشيط حالة الاقتصاد القومي ككل؛

لـ<sup>لـ</sup> تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريعهم؛

لـ<sup>لـ</sup> من خلال السوق، يمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة؛

لـ<sup>لـ</sup> مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة التغيرات في أسعار الأوراق المالية، أي أن أسعار هذه الأوراق تكون في مرات كثيرة مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية؛

لـ<sup>لـ</sup> حماية الوحدات الاقتصادية من التقلبات في الأسعار السندات، إذ يتم التخلص منها عند توقع انخفاض كبير في أسعارها حتى لا يلحق الخسائر بأصحابها.

إذن، تتجلى أهمية السوق في إضفاء صفة العمق والاتساع للورقة المالية، والمرنة النسبية في تسليمها، لأن تنظيمها يزيد من سرعة تداخل الورقة المالية، أي أنها توفر استقرارية وقيمة عادلة للورقة المالية، وفرصة لتمويل مختلف القطاعات.

### رابعاً: وظائف سوق رأس المال:

إن وجود سوق رأس المال في أي اقتصاد من شأنه أن يساهم في أداء مجموعة من الوظائف أهمها:

لـ<sup>لـ</sup> تمويل الاقتصاد الوطني؛

لـ<sup>لـ</sup> تشجيع الاستثمار؛

لـ<sup>لـ</sup> توفير السيولة؛

- لـ قياس أو تقدير قيمة الأصول؛
- لـ الحماية أو الوقاية من تقلبات الأسعار؛
- لـ تحقيق أسعار عادلة.

خامساً: هيكل سوق رأس المال.

تنقسم أسواق رأس المال إلى ما يلي:

### 1- الأسواق العاجلة: "الحاضرة"

هي أسواق تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل (الأسهم والسنادات)، وهنا تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة، وذلك بعد أن يدفع قيمة الورقة أو جزء منها، ويمكن تقسيمها إلى ما يلي:

#### 1- السوق الأولية:

تعرف السوق الأولية على أنها تلك السوق التي يتم فيها إصدار أوراق مالية جديدة (أسهم وسنادات) حيث تسمح للأعوان الاقتصاديين بالحصول على الأموال اللازمة لتمويل استثماراتهم، وبالتالي فهي تلعب دور الوسيط بين المستثمر والمقرض، وليس لهذه السوق مكان محدد، ويتم إصدار ما في السوق أما عن طريق:

❖ **الاكتتاب العام:** هو الاكتتاب لأول مرة من قبل شركات تحت تأسيس، أو من شركات قائمة بالفعل، بغرض زيادة مواردتها المالية.

❖ **الاكتتاب المغلق:** هو اكتتاب يقتصر على مؤسسي الشركة فقط، ويمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة من شركات الاكتتاب المغلق.

#### 2- السوق الثانوية:

يقصد بالسوق الثانوية المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بعد إصدارها، أي بعد توزيعها بواسطة بنوك الاستثمار، والسوق الثانوية تؤدي وظيفتين هما: جعل بيع الأصول المالية سهلاً وتحديد سعر الورقة المالية المصدرة في السوق الأولى.

كما أن الأسواق الثانوية تقدم مؤشراً فعالاً حول سعر الإصدارات الجديدة في السوق الأولى، فضلاً عن إعطاء قيم مقاربة ل الواقع بالنسبة للشركات العمومية المراد خصصتها، من خلال الاطلاع على قيم الشركات المدرجة في السوق الثاني التي تتضمن إلى نفس قطاع الشركة المراد خصصتها.

وتنقسم السوق الثانوية إلى:

### ب-1- السوق المنظمة:

هي سوق تعقد في أماكن مركبة في أوقات دورية (منتظمة) يلتقي فيها المتعاملون لشراء وبيع الأوراق المالية المقيدة في تلك السوق، وفقا لنظم ثابتة ولوائح وقوانين محددة تنظم قواعد التعامل وعقد الصفقات والشروط الواجب توفرها في المتعاملين.

### ب-2- السوق غير المنظمة:

هي أسواق عرفية ليس لها إطار مؤسي، أو هيكل تنظيمي محدد، وتمثل بيوت السمسرة والوسطاء والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافيا، يتداول بها الأوراق الغير المدرجة في السوق المنظمة، وتشكل عملية القاوض بين البائع والمشتري أساس آلية التسعير.

هذه الأسواق تميز بعدم خصوصيتها لإجراءات وقواعد تنظيمية واضحة كتلك المطبقة في الأسواق الثانوية المنظمة، حيث يعمل في هذه الأسواق غالبا شركات السمسرة وتجار الأوراق المالية، وأداة التواصل بين أطراف التعامل شبكات الاتصال الالكترونية التي تتضمن التواصل في كل وقت، حيث يتلاشى في هذه الأسواق عنصر المكان والزمان، ويتم ابرام الصفقات فيه بالمرونة التامة.

وتنقسم السوق غير المنظمة بدورها إلى السوق الثالثة والسوق الرابعة، حيث أن:

### ب-2-1- السوق الثالثة:

هي عبارة عن نوع من الأسواق غير المنظمة، حيث تكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة، وإن كان لهم الحق في العمل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وببيوت السمسرة هذه تكون على استعداد لشراء وبيع الأوراق المالية بأي كمية سواء كانت صغيرة أو كبيرة، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهي المؤسسات الاستثمارية الكبرى مثل صناديق المعاشات والأصول المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية.

### ب-2-2- السوق الرابعة:

تم في هذه السوق عمليات تداول الأوراق المالية بين البائعين والمشترين في ظل أجهزة الحاسب، حيث يقوم كافة العملاء الراغبون في التعامل بادخال البيانات الخاصة ببيع وشراء الأوراق المالية، وبعد إتمام عملية إدخال تلك الأوامر بحلول توقيت معين يتم من خلال الحاسوب التوفيق بين أوامر الشراء وأوامر البيع، وصولاً إلى السعر الذي يؤدي إلى تعظيم أكبر عدد من الأوراق المالية التي يتم تداولها، وبعد ذلك يتم اختيار السعر

## **سوق رأس المال**

الذي يحقق التلاقي بين طلبات الشراء وطلبات البيع، وعنه يكون العدد الذي يتم تداوله من الورقة المالية (بيعاً وشراء) أكبر ما يمكن.

ويتخد هيكل السوق الرابعة صيغتين: الأولى تمثل في شبكة اتصالات الكترونية، أما الصيغة الثانية فهي شبكات النقطاع، وهي نظام لتنفيذ صفقات مقابلة للمتعاملين في حالة البيع والشراء عبر الحاسوب، وتقوم الشبكة بمعالجة دفعات الأوامر بشكل إجمالي، وفي آن واحد وعلى أساس السرعة والتكلفة المنخفضة.

### **2- الأسواق الآجلة.**

الأسواق الآجلة أو أسواق العقود الآجلة هي الأسواق التي تميز بالعمليات طويلة الأجل، حيث يتم عقد الصفقات وإبرامها دون تسليم أو استلام المنتجات المتعاقدين عليها ولا لأنشانها، إذ أن التسليم لا يتم إلا بعد فترة زمنية معينة يتم الاتفاق عليها مسبقاً.

والعقود الآجلة تسمح للمستثمرين بأخذ موقع على تطور السعر في المستقبل، أين يكون الهدف إما الحد من المخاطر أو المضاربة على تغيرات الأسعار، وتمثل أسواق العقود الآجلة أسواق الاختيار، وهي تسمح بحماية المستثمرين من المخاطر الناتجة عن تقلبات الأسعار، كما تسمح للمضاربين بتحقيق أرباح رأسمالية.

### **سادساً: شروط قيام سوق رأس المال:**

لا تنشأ سوق رأس المال لمجرد الرغبة في ذلك، ولا بصدور قرارات من السلطات المختصة، ولكن يتطلب ذلك توافر مجموعة من الشروط الأساسية منها:

**1.** تبني فلسفة اقتصادية ليبرالية قائمة على الثقة في قدرات قوى السوق على تحريك النشاط الاقتصادي، في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد لكل من الأفراد والهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي.

**2.** ضرورة وجود حجم كافٍ من المدخرات - بشقيها الوطني والأجنبي - المعروضة للاستثمار من خلال السوق يقابلها وجود طلب كافٍ على المدخرات المعروضة.

**3.** وجود طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة قادرة على استيعاب رأس المال المعروض، تتمثل في توافر المشروعات ذات الجدوى الاقتصادية والربحية المجزية.

**4.** وجود الأطر التشريعية والتنظيمية الفعالة ذات المرونة والقدرة على التكيف المستمر مع المتغيرات الاقتصادية القومية والدولية.

5. توافر المؤسسات المصرفية والمالية الفعالة والمتنوعة، حتى تؤدي دورها المطلوب في تجميع المدخرات الوطنية والأجنبية من ناحية، واستخدام وتوليد الفرص الاستثمارية وتجهيزها في شكل مشروعات استثمارية والترويج لها من ناحية أخرى.

6. تنوع الأدوات المالية ذات المزايا المختلفة التي تضمن للسوق توسيعاً وفعالية وتتيح الفرص أمام كافة المتعاملين.

7. تكتمل هذه المقومات بربط سوق الأوراق المالية محلياً وإقليمياً ودولياً عن طريق وسائل الاتصال بمختلف أنواعها والأخذ بما يستحدث في هذا المجال.

### سابعاً: الأدوات المالية في سوق رأس المال.

يمكن تقسيمها إلى ما يلي:

#### 1 - الأوراق المالية الأساسية:

تمثل الورقة المالية السلعة التي يجري تداولها بيعاً وشراءً في أسواق رؤوس الأموال، لذلك فهي العمود الفقري في الأسواق المالية المعاصرة، ويمكن تعريفها بأنها "سند يصدرها الأشخاص المعنوبين عوام كانوا أو خواص، وتنقل ملكيتها عن طريق القيد في الحساب أو بالتسليم، وكل نوع منها يخول صاحبه حقوقاً متماثلة، وهي تمثل حصة في رأس المال الشخصي المعنوي أو حق دائم على ذمته المالية."

ومنه فالورقة المالية إما أن تمثل سند ملكية وهي الأسهم، أو المديونية وهي السندات، كالتالي:

##### أ - الأسهم:

تمثل الأسهم سندات ملكية تقوم الشركات بطرحها وبيعها في السوق للمساهمين عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي، وهي قابلة للتداول تصدر من شركة مساهمة، ويعطى للمساهم ليمثل حصته في رأس مال الشركة، وتعد الأسهم أداة التمويل الرئيسية لتكوين رأس مال في الشركات المساهمة، وأن حامل الأسهم يشارك في المخاطر التجارية أو غيرها، كما يخول السهم لصاحبها الحق في ملكية جزء من صافي أصول الشركة بقدر حصته المدونة كقيمة اسمية في الصك ذاته أو قيمة التصفية عند انتهاء الشركة وتصفيفتها.

وعليه فالسهم هو عبارة عن ورقة مالية تثبت امتلاك حائزها لجزء من رأس مال المؤسسة التي أصدرته مع الاستفادة من كل الحقوق وتحمل كل الأعباء التي تنتج عن امتلاك هذه الورقة.

##### 1 - خصائص الأسهم:

هناك عدة خصائص للسهم نذكر منها ما يلي:

- لـ السهم هو ورقة تثبت ملكية صاحبها لجزء من رأس المال في حدود قيمته الاسمية، وعلى هذا الأساس فحامل السهم هو شريك في المؤسسة؛
- لـ القابلية للتداول؛
- لـ تساوي القيمة بالنسبة لأسهم كل الشركة؛
- لـ يسمح السهم لصاحبها بالاستفادة من عائد هو ربح السهم أو الحصة، وكذلك يتحمل جزءاً من الخسارة في حالة تحقيق المؤسسة للخسائر؛
- لـ الدخل الذي يدره السهم هو دخل متغير، وهو مرتبط بالنتائج التي تتحققها المؤسسة وبالأفق الاقتصادي لها؛
- لـ السهم هو ورقة مالية غير محددة الأجل، وأجله النظري هو حياة المؤسسة ذاتها، وبالتالي فالسهم يعتبر بالنسبة للمؤسسة مصدر تمويل دائم؛
- لـ صاحب السهم له الحق في المشاركة في تسيير المؤسسة، وذلك عن طريق المشاركة في عملية التصويت عن القرارات المتخذة الخاصة بأمور مثل الانتخاب؛

### ب- أنواع الأسهم:

تختلف الأسهم وتتنوع بحسب الأساس المعتمد في تصنيفها، وعلى العموم يمكننا أن نرصد في هذا السياق ما يلي:

#### ب-1- من حيث نوع الحصة التي تدفع مقابلها: يمكن تقسيمها إلى:

- ❖ **الأسهم النقدية:** هي أسهم تستوفي الشركة المساهمة قيمتها الاسمية نقداً، ويمكن دفع جزء من القيمة الاسمية عند الاكتتاب على أساس دفع باقي القيمة على أقساط في المواعيد التي تحددها الشركة.
- ❖ **الأسهم العينية:** إن الأصل أن تكون الأسهم نقدية لأن النقد وحدة التحاسب، لكن ذلك لا يمنع أن تكون حصص بعض المساهمين المقدمة للشركة حصصاً عينية، وأن تكون عندها الحصص متساوية لقيمة السهم، ومصاعفاته حتى تسهل محاسبة الأرباح.
- ❖ **الأسهم المجانية:** هي الأسهم التي تصدرها الشركة عند زيادة رأس المال بترحيل جزء من الأرباح المحتجزة أو الاحتياطي إلى رأس المال الأصلي، وبالتالي فإن هذه الأسهم تساوي في مجموعها الزيادة المقررة في رأس المال.

#### ب-2- على أساس شكل الإصدار: يمكن تقسيمها إلى ما يلي:

❖ **سهم لحامله Bear Share:** يكون السهم لحامله عندما لا يذكر فيه اسم المساهم، وإنما يذكر لحامله فيحصل التنازل عنه بتسلیمه.

❖ **السهم الاسمي Nominal Stock:** هو الذي يحمل اسم صاحبه، وتنقل ملكيته بالقيد في دفاتر الشركة.

❖ **السهم الأذني An order stock:** تقييد ابتداء باسم المكتب، ولكن يكفي لتداولها

❖ مجرد المظهر، أي تأشير التخلّي على ملكيتها بتوقيع المالك دون الحاجة إلى القيد في السجلات.

### ب-3- من حيث الاستهلاك وعدمه: يمكن تقسيمها إلى ما يلي:

❖ **أسهم رأس المال:** يقصد بها رأس المال السهم الذي يدوم بدوام الشركة ولا يسترد المساهم قيمته إلا بتصفيتها، وهذا هو الأصل في أسهم الشركات المساهمة.

❖ **أسهم التمتع:** وهي التي يحصل عليها المساهم بعد أن يستهلك سهمه، أو بعبارة أخرى هي الأسهم التي استهلكت قيمتها، ولما كان استهلاك الأسهم من الأرباح، ولا يجوز أن ينقص رأس المال من الاستهلاك، فلا وجه لمنع صاحب الأسهم المستهلكة من حقه في الشركة فيعطي أسهم تمتع، وسهم التمتع يمنح لصاحبها صفة الشريك والحقوق المتصلة بهذه الصفة، فيعطي سهم التمتع لحامله حق التصويت في الجمعيات العامة، والحق في الأرباح السنوية، وحق موجودات الشركة، عند تصفيتها بعد استيفاء أصحاب الأسهم التي لم تستهلك حقوقها من الشركة، وهذه الحقوق هي وجه الشبه بين أسهم التمتع وأسهم رأس المال.

### ب-4- تقسيم الأسهم من حيث نصيبها في توزيع الأرباح وفائض التصفية: يمكن تقسيمها إلى ما يلي:

❖ **الأسهم العادية:** وهي أدوات ملكية قابلة للتداول وتحصل على الحقوق العادية لحامل السهم دون ميزة خاصة مقارنة بالمساهمين سواء في الأرباح أو الأصول، وعادة تصدر الأسهم العادية بقيمة اسمية متساوية الحقوق والالتزامات، ويحصل حامله على نصيبه من الأرباح بنسبة مئوية تعلن سنوياً من قبل مجلس الإدارة، وقد يحصلون على الأرباح نقداً أو في شكل أسهم، وفي حالة إفلاس الشركة أو تسليم أصولها يتقاضى حملة الأسهم العادية حقوقهم بعد الدائنين مثل المقرضين وحملة الأسهم الممتازة، وتتسم الأسهم العادية بالخصائص التالية:

- إن عدد الأسهم العادية محدد في القانون الأساسي لشركة المساهمة (Statut) أي أكبر عدد يمكن إصداره من تلك الأسهم دون تغيير في ذلك القانون، عادة ما تصدر الشركات عدداً من الأسهم العادية أقل من ذلك العدد المحدد في القانون الأساسي، حتى تترك مجالاً للتصرف في عدد الأسهم المتداولة بين الجمهور، ومقابلة بعض الاختيارات والأوراق القابلة للتبدل... الخ.

- بالإمكان بيع السهم للحصول على ربح في المستقبل عندما يرتفع سعر بيته عن سعر شرائه، أي إمكانية تحقيق مكاسب رأسمالية، وبشكل عام يقدم المستثمر على شراء الأسهم العادية عندما يتوقع الحصول على ربح في المستقبل.
  - إن أصحاب الأسهم العادية يمتلكون حق الأولوية في الأسهم الجديدة التي يجري عرضها للاكتتاب العام، وفي الغالب يجري ذلك بالنسبة لهؤلاء المالكين من خلال تحويل جزء من حصة المساهمين في الأرباح الموزعة إلى أسهم جديدة تضاف إلى ما يمتلكونه سابقاً من أسهم.
  - أما في حالة إفلاس الشركة أو تصفيتها فهم يحصلون على حقوقهم بعد كافة الدائنين وبعد حملة الأسهم الممتازة.
- ❖ **الأسهم الممتازة:** هي شهادات تصدرها الشركات للتزود برؤوس الأموال عند الحاجة، منها في ذلك مثل الأسهم العادية، إذ تمثل هي الأخرى ملكية المساهم الممتاز لجزء من الشركة، يتوقف ذلك الجزء على ما بحوزته من تلك الأسهم، كما أن للسهم الممتاز قيمة اسمية، وقيمة دفترية وأخرى سوقية وليس له تاريخ استحقاق.
- كما تعرف على أنها " تلك الأسهم التي يتمتع حاملها بميزة خاصة سواء من أرباح الشركة أو أصولها عند التصفية.
- وتمتاز الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية بما يلي:
- حق الأولوية في الحصول على الأرباح في حال تحققها، قبل حملة الأسهم العادية؛
  - حق الحصول على نسبة أرباح ثابتة لا تقل عن (5%) في حال تتحققها؛
  - حق الحصول على فائدة سنوية ثابتة سواء ربحت الشركة أو خسرت؛
  - حق الحصول على فائدة شهرية متغيرة ومرتبطة بسعر الفائدة.
  - حق المطالبة بالأرباح المجمعة المتأخرة، في حالة عدم كفاية الأرباح المحققة لدفع النسبة المقررة لهم؛
  - حق الأولوية في اقتسام موجودات الشركة عند التصفية؛
  - حق الأولوية في الاكتتاب للإصدارات الجديدة؛
  - حق التصويت داخل مجلس الإدارة؛
  - حق التحويل إلى أسهم عادية؛
  - حق استدعاء الأسهم.

### ب- السندات:

إن أهم المنتجات التي تمثل دينا على الشركة هي السندات بمختلف أنواعها، وتعرف السندات بأنها "سكوك دين لمالكها، وهي أداة تمويل مباشرة ما بين وحدات العجز (المقترض) ووحدات الفائض (المقرض)، لذلك فهي عبارة عن قرض مجزأ إلى وحدات قياسية كل وحدة منها تدعى سند، يتميز التمويل بالسندات مقارنة بالقرض التقليدي بمروره التسليل العالية لحامله بوجود سوق الأوراق المالية، فضلاً عن إمكانية تحقيق مكاسب رأسمالية، من خلال عمليات التداول وصورة التجزئة للسندات، التي تتيح للجمهور التعامل به بشكل واسع.

والسند هو "شك قابل للتداول يمثل قرضاً لأجل محدد، ويعقد عادةً بواسطة الاكتتاب العام، وهو سند مدینونیة على مصدره سواء كان الحكومة أو الشركات، ويعد حامله دائماً للجهة المصدرة أياً كانت، وله حق دائنيه في مواجهتها، ولا يعد شريكاً فيها وليس له حق التدخل في أعمالها أو إدارة الشركة المصدرة للسند أو حضور جمعيتها العمومية، كما هو الحال بالنسبة لحاملي السهم".

كما أن السندات تصدرها الشركات لآجال طويلة، باعتبارها مصدراً أساسياً من مصادر التمويل طويلة الأجل، وتعتبر أيضاً مصدر تمويل خارجي، كما يعتبر حامل السند دائناً للشركة بقيمة السند وقيمة الفوائد المستحقة على هذا السند، سواء حققت الشركة أرباحاً أو خسائرًا.

### 1- خصائص السندات:

كما هو الشأن بالنسبة لبقية الأوراق المالية، فإن للسندات خصائصاً مميزة نذكر أهمها:

لـ السندات هي فئة من الأوراق المالية ذات دخل ثابت إذ تدفع فوائد لحملة السندات سنويًا سواء حققت الشركة أرباحاً أو خسائرًا؛

لـ حامل السندات ليس له أي حق للتدخل في شؤون تسيير المؤسسة؛

لـ كما هو الشأن بالنسبة للسهم، فإن السند يشكل موضوعاً للمضاربة في البورصة، إلا أن قيمته الجارية تتحدد على أساس سعر الفائدة السائد في السوق المالية لحظة اتخاذ قرار البيع؛

لـ للسندات فترة إطفاء محددة، إذ يتم إطفاء قيمة السند عند حلول موعد الاستحقاق المثبت صراحةً في وثيقة الإصدار، ويرتبط معدل الفائدة على السند بفترة الإطفاء وسعر الفائدة السائد في السوق؛

لـ قابلية التسديد الجزئي (السندى)، وهنا تعتمد الجهات المصدرة للسندات، وذلك تحفيزاً للمستثمرين، باستعدادها لتسديد جزء من قيم السندات المعنية سنويًا وقبل الموعد النهائي لإطفاء القيمة الكلية؛ ولا شك بأن هذه القابلية تمثل ضمانة للمستثمرين، فتعمق ثقتهم بالأداة المذكورة، غير أن في ذلك جانبًا سلبيًا أيضًا، لأن التسديد الجزئي يحمل خصماً على الفوائد المستحقة، أي أن تكون العوائد التي سيتقاضاها المستثمرون فعلاً أقل من العوائد التي تتضمنها القيمة الكلية في نهاية الفترة.

### ب- أنواع السندات: للسندات عدة أنواع أهمها:

- ❖ **السندات العادية:** وهي الإصدارات ذات الطبيعة العامة، والتي تتحدد كلفتها بسعر الفائدة الثابت، مع التزام الجهة المصدرة بتسديد قيمة السند بتاريخ الاستحقاق المعين في شروط الإصدار إضافة إلى الفوائد، وقد تكون السندات اسمية، أي باسم صاحب السند، فهو الذي يستحق الفوائد وقيمة الإطفاء، أو قد يكون السند لحامله، وبذلك يستحق من يحمل السند حقوقه المنصوص عليها ضمن شروط الإصدار، وهناك سندات تسمى سندات البيع وهي تعطي لحامليها الحق في إعادةتها إلى الجهة المصدرة واستلام مبلغها، وتكون الفائدة عليها منخفضة مقارنة بالسندات العادية.
- ❖ **السندات الحكومية (سندات الخزينة العامة):** هي وثائق الدين العام طويلة الأجل، تصدر عادة عن البنوك المركزية ولفترات متباعدة حسب الظروف الاقتصادية للبلد، وحالة العجز السائد في الميزانية العامة.  
وتلجأ الحكومات إلى هذه السندات عندما تتجاوز النفقات العامة الإيرادات العامة التقليدية (الرسوم والضرائب ودخول الدومن العادل) وتفضل السلطات المالية الاعتماد على القروض العامة بدلاً من الإصدار الجديدة لتمويل هذا العجز.
- ❖ **السندات المضمونة:** هناك سندات تكون مضمونة بأصول معينة مثل الأراضي والمبني وشهادات الاستثمارات والآلات والمعدات، وهناك سندات بلا أي ضمان إلا اسم شهرة الشركة مصدرة السندات.
- ❖ **السندات القابلة للاستبدال:** تتمتع هذه السندات بميزة حق استبدالها بأسمهم عادي وعلى أساس رغبة حامليها، ويتم تحديد طريقة الاستبدال ونسبتها وموعدها بشرط الإصدار، وتتمتع مثل هذه السندات بمرمونة، وحامليها يحصل على فوائد ثابتة في فترات الركود، ويمكنه الحصول على حصة من الأرباح في فترات الراج بعد استبدال السندات بأسمهم عادي.
- ❖ **السندات عالية المردود:** هي سندات ذات أسعار فائدة عالية أو التي تعطي مردوداً عالياً، لكن درجة المخاطرة في مثل هذه السندات قد تكون عالية، وتكون الشركات المصدرة لمثل هذه السندات مصنفة بأقل من الدرجة الثانية، وقد تكون هذه الشركات ذات النمو السريع والتي تحتاج إلى تجهيزات متكررة (BBB) وقد تكون هذه السندات قابلة للتحويل وقابلة للاستدعاء....الخ.
- ❖ **السندات غير الحكومية (سندات الشركات):** تمثل هذه السندات أهم أدوات الدين غير الحكومية، وهي تمثل صكوكاً قابلة للتداول، ويعتبر حامليها دائنين في مواجهة الجهة المصدرة، وله الحق في الحصول على دخل ثابت يدفع سنويًا أو نصف سنوي، دون النظر للدخل الذي حققه الشركة، ولحملة السندات الحق في الحصول على كافة حقوقهم، في حالة تصفية الشركة، وبخلاف الأسهم العادي، فإن حملة السندات ليس لهم الحق في حضور الجمعية العمومية، وليس لهم الحق في التصويت والتدخل في إدارة الشركة.

❖ **السندات ذات الدخل:** لا يجوز لحملة هذه السندات المطالبة بالفوائد في السنوات التي لم تتحقق فيها المنشأة أرباحا، ومع هذا فمن الممكن أن ينص في بعض العقود على أن يحصل حامل السند على الفوائد عن سنة لم تتحقق فيها أرباح من أرباح سنة لاحقة.

❖ **السندات الرديئة (متواضعة الجودة):** استحدثت في الثمانينيات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها، وذلك بإصدار قروض تستخدمن حصيلتها لشراء جانباً كبيراً من أسهمها المتداولة في السوق، وعادة ما يتربّط على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار محفوفاً بقدر كبير من المخاطر، وهو ما يقتضي أن يكون معدل الكوبون مرتفعاً بتعويض تلك المخاطر.

### 2- المشتقات المالية.

لقد شكلت التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة خطاً كبيراً على المؤسسات، الأمر الذي أدى إلى ظهور ابتكارات مالية لتحويل المخاطر سميت بالمشتقات المالية، وقد أتاحت ظروفًا أفضل للتغطية ضد المخاطر، مقارنة بالوسائل التقليدية التي قد يستحيل استخدامها للتغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية، وفي مقدمتها التأمين.

ورغم أن التعامل في المشتقات يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في معدلات العائد وأسعار الصرف وأسعار السلع، إلا أنه وبحكم طبيعة هذه الأدوات وارتباطها بالتوقعات، جعلها تشكل مخاطر في حد ذاتها.

#### أ- تعريف المشتقات المالية:

يمكن تعريف المشتقات المالية بأنها "عقود فرعية تبني أو تشقق من عقود أساسية لأدوات استثمارية (أوراق مالية، عملات أجنبية، سلع،...) لتنشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة".

وقد عرفها بنك التسويات الدولية على أنها "عقود تتوقف قيمتها على أسعار الأصول المالية محل التعاقد، ولكنها لا تقتضي أو تتطلب استثمار الأصل المالي في هذه الأصول، وكعهد بين طرفين على تبادل المدفوعات على أساس الأسعار أو العوائد، فإن أي انتقال لملكية الأصل محل التعاقد والتدفعات النقدية يصبح أمراً غير ضروري".

فالمشتقات المالية هي عقود مالية، وكما يدل عليها اسمها، فإن قيمتها السوقية تشقق أو تتوقف على القيمة السوقية للأصل آخر يتداول في سوق حاضرة، فقيمة عقد خيار لبيع سند ما تتوقف على القيمة السوقية لهذا السند في سوق الأوراق المالية، وسعر العقد المستقبلي لشراء القطن يتوقف على سعر القطن في السوق الحاضر الذي ي التداول فيه.

### ب- المتعاملون في المشتقات المالية:

يصنف المتعاملون في المشتقات المالية إلى فئتين:

**الفئة الأولى:** المستخدمون النهائيون، وهم الذين يقومون بإبرام عقود المشتقات المالية، إما لغرض الإحتياط، وإما لغرض المضاربة، وتشمل هذه الفئة مجموعة واسعة من المؤسسات، مثل المصارف، شركات التأمين، شركات الاستثمار، صناديق الاستثمار، وصناديق التقاعد.

**الفئة الثانية:** فئة الوسطاء وصناع السوق الذين يلبون احتياجات المستخدمين النهائيين، من خلال استعدادهم الدائم للبيع أو الشراء، محققين أرباحهم من خلال الفروق بين أسعار البيع وأسعار الشراء التي يعرضونها، وتشمل هذه الفئة شركات الاستثمار، والمصارف الفاعلة في الأسواق العالمية.

### ج- أدوات المشتقات المالية:

للمشتقات المالية أربع أدوات رئيسية تتمثل فيما يلي:

#### ج-1- العقود المستقبلية:

يمكن تعريف العقود المستقبلية على أنها "عقود تعطي لحاملاها الحق في شراء أو بيع كمية من أصل معين (قد يكون سلعة أو ورقة مالية) بسعر محدد مسبقاً، على أن يتم التسلیم والتسلیم في وقت لاحق في المستقبل.

فالعقود المستقبلية هي "عقود يتم الاتفاق فيها عند إبرام العقد على الشيء المباع، كميته وسعره، على أن يتم التسلیم ودفع الثمن في تاريخ لاحق في المستقبل".

#### ج-1-1- أركان العقود المستقبلية: تتمثل في النقاط التالية:

- ❖ **السعر في المستقبل:** هو السعر الذي يتلقى عليه الطرفان في العقود المستقبلية لإتمام تبادل الصفقة محل العقد في المستقبل.
- ❖ **تاريخ التسلیم أو التسوية:** هو التاريخ الذي يتلقى عليه طرف العقد لإتمام عملية التبادل.
- ❖ **محل العقد:** يقصد بمحل العقد الشيء المتفق على بيعه وشرائه بين طرف العقد، والذي قد يكون بضائع، أوراق مالية، مؤشرات، عملات...

❖ **مشتري العقد:** هو الطرف الملزם باستلام الشيء محل العقد نظير دفع السعر المتفق عليه للطرف الثاني (البائع) في التاريخ المحدد في المستقبل.

❖ **بائع العقد:** هو الطرف الملزם بتسديد الشيء محل العقد نظير الحصول على السعر المتفق عليه من الطرف الأول (المشتري) في التاريخ المحدد في المستقبل.

### ج-1-2- أنواع العقود المستقبلية: تتنوع العقود المستقبلية إلى الأنواع التالية:

- للمع العقود المستقبلية على السلع؛
- للمع العقود المستقبلية على أسعار الصرف؛
- للمع العقود المستقبلية على أسعار الفائدة (العقود المستقبلية على الأصول المالية ذات الدخل الثابت)؛
- للمع العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم.

### ج-2- العقود الآجلة: (العقود الأمامية):

العقود الآجلة أو الأمامية هي تلك العقود التي يلتزم فيها البائع أن يسلم المشتري السلعة محل التعاقد في تاريخ لاحق، بسعر يتحقق عليه وقت التعاقد يطلق عليه سعر التنفيذ.

وهي عقود على أصول مالية كالأسهم أو أصول مادية كالسلع، تسلم في تاريخ لاحق في المستقبل، كما يؤجل تسليم الثمن إلى ذلك التاريخ، فهي عقود لا تختلف من حيث حقيقتها عن العقود المستقبلية.

وتتجدر الإشارة إلى أن العقود الآجلة هي عقود شخصية، حيث تخضع للتفاوض المباشر بين الطرفان، بما يتلاءم مع ظروفهما الشخصية والتي قد لا تناسب غيرهما.

وقد تستخدم العقود الآجلة للوقاية من تقلب الأسعار السوقية للسلع أو لأذونات الخزينة أو السندات أو القروض أو حتى أسعار الفائدة، وعندما تسمى العقود الآجلة لأسعار الفائدة، فإيمكان المستثمر الذي يريد الحصول على قرض معين مثلاً أن يقوم بشراء عقد آجل لأسعار فائدة بمعدل فائدة ثابت محدد مسبقاً، وأن يلزم الطرف الآخر بالتنفيذ خلال فترة محددة في العقد، وبذلك يضمن حماية نفسه من مخاطر ارتفاع سعر الفائدة.

كما تستخدم العقود الآجلة لتقليل خطر تذبذب أسعار صرف العملات، وذلك بإبرام العقود الآجلة لأسعار الصرف في الأسواق العالمية، فإذا قام (أ) ببيع بضاعة على الحساب إلى (ب) في دولة أخرى، على أن يقبض ثمنها بعد ستة أشهر مثلاً بالعملة الأجنبية، وتوقع (أ) أن تتحفظ قيمة العملة الأجنبية مستقبلاً، فإن بإمكانه أن بيع العملات الأجنبية هذه من خلال السوق بسعر صرف يتم الاتفاق عليه آنذاك، على أن يتم التسليم بعد ستة

أشهر، وبذلك، فإن أي إنخفاض بالعملة الأجنبية لن يؤثر على صافي المبلغ الذي سوف يقبضه بعملته المحلية.

### ج-3- عقود الخيارات: (الاختيارات)

يعرف عقد الخيار بأنه عقد يمثل حقا للمشتري (وليس التزاما) في بيع أو شراء شيء معين بسعر محدد (سعر التعاقد أو الممارسة) خلال فترة زمنية محددة، ويلزم بائعه ببيع أو شراء ذلك الشيء بالسعر المتفق عليه خلال تلك الفترة الزمنية، مقابل مبلغ محدد يدفعه مشتري العقد، يسمى بعلاوة الصفقة الشرطية.

وتعتبر سوق السلع أساس نشأة الخيارات، حيث يهدف المنتجون إلى حماية أنفسهم من مخاطر وفرة الإنتاج وتدحرج الأسعار، وبذلك يشترون هذا الحق (خيار البيع) ليتمكنوا من بيع الإنتاج للتجار بسعر وفي تاريخ محددين.

#### ج-3-1- أنواع عقود الخيارات: تتوج عقود الخيار إلى نوعين هما:

- ❖  **الخيار البيع:** يتيح اختيار البيع فرصة للمستثمر لحماية نفسه من مخاطر انخفاض القيمة السوقية لأوراق مالية يمتلكها.
- ❖  **الخيار الشراء:** خيار الشراء يعطي الحق للمشتري بأن يتسلم الأوراق المالية المتعاقد عليها، أو أن يتمتع عن ذلك مقابل دفع مبلغ معين لمالك الأسهم، لقاء منحه إياه هذا الحق.

### ج-4- عقود المبادلات:

عقد المبادلة هو عقد يبرم بين طرفين يتفقان فيه على تبادل تدفقات نقدية خلال فترة مستقبلية.

#### ج-4-1- أنواع عقود المبادلة: لعقود المبادلة أنواع عديدة لعل من أهمها وأكثرها شيوعا ما يلي:

- ❖  **عقود مبادلة أسعار الفائدة:** تتم هذه العقود بين طرفين كل منهما يرغب في مبادلة نوع مختلف من التدفقات النقدية، وهذه العقود ست أركان هي كالتالي:
  - **دافع الفائدة الثابتة:** يمثل الطرف الأول لعقد المبادلة، حيث يقوم هذا الطرف بدفع الفائدة الثابتة في مقابل الحصول على الفائدة المتغيرة، لذلك يطلق عليه دافع الفائدة الثابتة، ويهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر ارتفاع معدلات الفائدة، وعلى هذا الأساس إذا كان معدل الفائدة المتغيرة أعلى من معدل الفائدة، يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الثاني (المحر).

- **دافع الفائدة المتغيرة:** يمثل الطرف الثاني لعقد المبادلة، حيث يقوم بدفع الفائدة المتغيرة في مقابل الحصول على الفائدة الثابتة، لذلك يطلق عليه دافع الفائدة المتغيرة، ويهدف هذا الطرف إلى التحوط ضد مخاطر انخفاض معدلات الفائدة، وعلى هذا الأساس، إذا ما انخفض معدل الفائدة المتغيرة عن معدل الفائدة الثابتة يحصل هذا الطرف على الفرق من الطرف الأول (المشتري).
  - **معدل الفائدة الثابتة:** هو سعر الفائدة الثابت في العقد والذي يتلقى عليه الطرفان، ويحصل عليه الطرف الثاني (المحرر) في مقابل أن يدفع للطرف الأول (المشتري) معدل الفائدة المتغير.
  - **معدل الفائدة المتغيرة:** قد يتلقى طرفي عقد المبادلة على أن يكون سعر الفائدة المتغير هو متوسط سعر الفائدة في السوق لحظة تسوية عقد المبادلة، ويعتبر سعر الفائدة المتغير المحسوب على أساس LIBOR
  - **(London Inter-Bank Offering Rate)** أكثر أسعار الفائدة المتغيرة استخداماً في عقود المبادلة، وهو معدل الفائدة على القروض بين البنوك في سوق الدولار الأوروبي.
  - **التسوية:** تتم تسوية عقد المبادلة على أساس دوري متعدد عليه (ربع سنوي، نصف سنوي،...). وتتجدر الإشارة إلى أن تسوية عقود المبادلة لا تتم يومياً، لذلك يطلق على الأرباح أو الخسائر في عقد المبادلة أرباحاً أو خسائر ورقية، كذلك يلاحظ أن عملية التسوية تتم على أساس معدل الفائدة المتغير في الفترة التي تسبق عملية التسوية مباشرةً، بالمقارنة بمعدل الفائدة الثابت، فلو أن عقداً للمبادلة تتم تسويته مرتين سنوياً في 15 مارس و 15 سبتمبر، فإن التسوية في 15 سبتمبر تتم على أساس آخر سعر لمعدل الفائدة المتغير قبل يوم 15 سبتمبر.
  - **قيمة عقد المبادلة:** هو المبلغ المتفق عليه بين طرفي عقد المبادلة، ويمثل قيمة عقد المبادلة نفسه.
- ❖ **عقود مبادلة العملات:** تهدف عقود مبادلة العملات إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلاً في أسعار صرف العملات، وفي ظل هذه العقود، عادةً ما يتم شراء أو بيع عملة مقابل عملة أخرى في السوق الحاضر، وفي نفس الوقت تجري عملية متزامنة في السوق الآجل، وذلك لبيع العملة التي سبق شراؤها أو شراء العملة التي سبق بيعها.