

جامعة الانبار
كلية الإدارة والاقتصاد
قسم إدارة الاعمال/المرحلة الثالثة

اسم المقرر: الإدارة المالية (1)

المحاضرة الخامسة

الأسواق المالية

➤ طبيعة الأسواق المالية

➤ الوساطة المالية

➤ مصادر التمويل

➤ تصنيف الأسواق المالية

➤ أوامر السوق المالية

أستاذ المادة: ا.م.د. فائز هليل الصبيحي

الأسواق المالية Financial Markets

1-3 طبيعة الأسواق المالية Nature of Financial Markets

الأسواق المالية هي مؤسسات تعنى بشؤون الاستثمار بالأوراق المالية إصدار وتداول، ففي إطارها يجري بيع وشراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات وتحتل عملياتها العوائد والمخاطر. ولهذا فإن السوق المالية هي الآلية التي من خلالها يتم شراء، بيع، تبادل للموجودات المالية Financial Assets . فالموجودات المالية هي تعهدات بمقابل دخل مستقبلي، وموجودات بالنسبة للمصدر. وتشمل الموجودات المالية النقد، استثمارات المديونية، استثمارات الملكية. وفي إطار المعاملات النقدية فإن النقد يجري تبادله بأوراق موجودات أخرى كالقروض والإستثمارات. والمصدر لإستثمارات المديونية يوافق ان يدفع للدائن مقدار محدد من النقد في تاريخ مستقبلي. أما المصدر لإستثمارات الملكية فهو يبيع حق الملكية في الشركة. واستثمارات المديونية والملكية هي موجودات مالية من وجهة نظر المستثمر، ولكنها التزامات على موجودات الشركة من وجهة نظر الشركات المصدرة لها.

يتطلب تأسيس الأسواق المالية تطوراً للنظام المالي الذي يشمل البنك المركزي والمؤسسات المالية أو المؤسسات الحكومية، والشركات المساهمة، وكذلك المدخرين والمستثمرين، التنوع بأدوات الاستثمار التي تتمثل بالأوراق المالية المتداولة في السوق المالية بما فيها القصيرة والطويلة الأجل، كما يتطلب إطار تشريعي وتنظيمي محدد وواضح، وتأمين مناخ استثماري ملائم من حيث الاستقرار السياسي والاقتصادي.

وتكمن أهمية السوق المالية من أنها تؤدي دور كبير في تجميع الموارد المالية وتوظيفها في المجالات الاستثمارية من خلال الأدوات المالية، كما تساعد في الارتقاء بالكفاءة التشغيلية للشركات، وتوفير السيولة، وتقليل كلفة رأس المال كما تحقق الاستقرار النسبي في أسعار الفوائد. ولهذا فإن للأسواق المالية ثلاث وظائف مهمة للإدارة المالية في الشركات هي:

1- تمويل النمو: تلجأ الشركات إلى السوق المالية للحصول على الاموال اللازمة للاستثمار بمختلف الموجودات، حيث تبادل النقد بالإستثمارات التي تصدرها واستخدام حصيلة النقد في شراء الموجودات الرأسمالية. وأن غياب السوق المالية يفوت الفرص الاستثمارية لكثير من الشركات.

2- إعادة بيع الإستثمارات: تمكن الأسواق المالية شراء الموجودات المالية وإعادة بيعها أو تبادلها بأي وقت من الأوقات. فلولا إمكانية إعادة بيع الموجودات المالية كأسهم التي ليس لها تاريخ استحقاق، والسندات التي يكون تاريخ استحقاقها طويل الأمد لأدى ذلك بالمستثمرين إلى التقليل من شراء هذه الإستثمارات، وهذا التقليل لشراء الإستثمارات يفوت على الشركات الكثير من الفرص الاستثمارية، ويزيد من مخاطرة الإستثمارات طويلة الأجل.

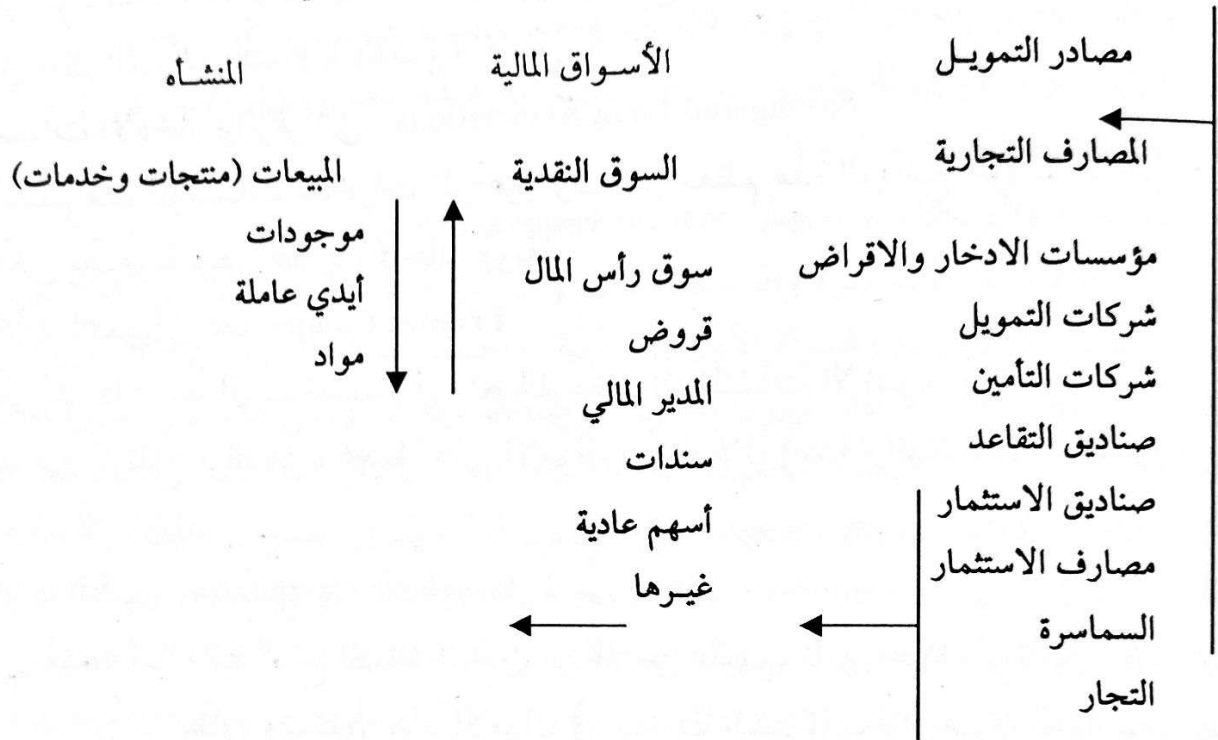
3- اختبار قيمة الموجودات المالية: وجود السوق المالية يساعد الشركات في تحديد أسعار بيع موجوداتها المالية من خلال الإستثمارات المماثلة.

2-3 الوساطة المالية Financial Intermediaries

1.2.3 السوق المالية والوساطة المالية

يمول المدير المالي الأنشطة المختلفة لمنشأته من مصادر مالية متعددة، والشكل (1-3) يبين العلاقة بين الأسواق المالية ومصادر التمويل والمدير المالي. تتمثل الوظيفة الأساسية للمدير المالي في الحصول على التمويل اللازم لشركته، والمساهمة في تخصيص هذه الأموال لموجودات الشركة. وكذلك يتوجب عليه ادارة دورة التدفق النقدي، وعند ادارته للتدفقات النقدية الداخلة والخارجة ينبغي على المدير المالي ان يستخدم بعضها لاعادة دورة التدفق النقدي وأن يعيد بعضها إلى مصادر التمويل.

شكل (3 - 1) الأسواق المالية - مصادر التمويل - المدير المالي



أن العملية المالية تؤدي إلى خلق موجودات مالية والتزامات مالية بشكل متزامن (أي). وأن الأسواق المالية تسهم في خلق وتحويل هذه الموجودات والالتزامات. فخلال السوق المالية تجرى جميع العمليات التجارية والمالية التي تؤدي إلى خلق ونقل الموجودات المالية والالتزامات المالية. وتتم بعض هذه العمليات من خلال مؤسسات منظمة بشكل رسمي، كأسواق الأوراق المالية المنظمة (البورصات) Exchanges، بينما تتم الغالبية العظمى منها عن طريق السماسرة والتجار الذين يتداولون الأوراق المالية في الأسواق الموازية. وبالإضافة إلى هذه العمليات، فإن العمليات التجارية المالية التي يقوم بها وبنوك الادخار وبالتالي تشكل أسواق مالية. يستدل من ذلك بأن الأسواق المالية لا تقع في أماكن جغرافية أو أبنية معينة ومحددة، ولكنها توجد أينما وجدت المعاملات التي تؤدي إلى خلق موجودات والتزامات مالية.

2.2.3 مصادر التمويل والوساطة المالية

توفر الأسواق المالية الآلية التي يستطيع المدير المالي أن يحصل على أموال لمنشأته من مصادر تمويل كثيرة كالتالي تظهر في الشكل (3-1)، وفيما يلي شرحاً موجزاً لكل منها:

1- المصارف التجارية Commercial Banks

هي مؤسسات مالية وظيفتها الأساسية قبول الودائع ودفعها عند طلبها، وتوظيف هذه الودائع في مجال القروض التجارية القصيرة الأجل.

2- مؤسسات الادخار والإقراض Saving and Loan Associations

تستلم هذه المؤسسات مدخرات المودعين وتستثمر معظم هذه الودائع طويلة الأجل في منح قروض مضمونة برهن عقاري لآجال طويلة.

3- شركات التمويل Finance Companies

هي شركات أعمال متخصصة في منح القروض إلى المنشآت الأخرى والأفراد، وتتميز هذه القروض بارتفاع فوائدها، وتحصل على الأموال من خلال إصداراتها وكذلك القروض من المصارف التجارية.

4- شركات التأمين Insurance Companies

هي مؤسسات مالية تجمع أقساط التأمين من المؤمن عليهم، تأمين حياة، أو تأمين الخسائر المالية الناجمة عن الاخطار، وتستثمر هذه الأموال في سندات الشركات والرهون العقارية، أي على وجه التحديد الإستثمارات قليلة المخاطر.

5- صناديق التقاعد Pension Funds

وهي مؤسسات مالية تقوم بجمع المساهمات من العاملين المشمولين بالضمان وتكون مؤسسات خاصة وحكومية، وتستثمر حصيلة الأموال التي تجمعها في الأسواق المالية، وتقدم فيما بعد معاشات التقاعد لهؤلاء العاملين عند عجزهم أو إحالتهم على التقاعد.

6- صناديق الاستثمار Investment Funds

تصدر هذه الشركات أسهمها وتبيعها إلى المستثمرين والمدخرين، ثم تستخدم الدخل الناتج في الاستثمار في الأوراق المالية (الأسهم والسندات) المتداولة في الأسواق المالية وذلك لصالح جميع المستثمرين والمدخرين الذين يحملون أسهمها. وبذلك تقوم بتوزيع المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر في حالة تركيز مدخراته في نوع معين من الأوراق المالية، وذلك عن طريق شراء أوراق متنوعة ومختلفة من الأسواق لصالح حاملي أسهمها من المدخرين والمستثمرين.

7- مصارف الاستثمار Investment Bankers

تختص هذه المصارف في تسويق الأوراق المالية التي تصدرها الشركات لأول مرة، وذلك لمساعدة هذه الشركات في الحصول على ما تحتاجه من أموال طويلة الأجل. وكذلك يمكن ان

تشتري هذه المصارف الأوراق المالية (الاسهم والسندات) الصادرة عن هذه الشركات بسعر معين ثابت، وتقوم المصارف المشتريه بعد ذلك ببيعها للمستثمرين ولشركات اخرى مستخدمة خبراتها الواسعة بالأسواق المالية. وبذلك تقوم هذه المصارف بدور الوسيط بين الشركات المحتاجة إلى اموال وبين المستثمرين، وان عمليات هذه المصارف تنحصر في الإصدارات الجديدة New Issues of Securities .

8- السماسرة والوسطاء أو التجار Brokers and Dealers

يستخدم تعبير السماسرة والوسطاء بالتناوب أي أحدهما بدل الآخر، فالاثنين هما وسطاء للتوسط في بيع وشراء الأوراق المالية، وحياناً يشار إلى وسطاء السوق الأولية بالسماسرة Brokers، ووسطاء السوق الثانوية بالوسطاء Dealers ولكن هذا ليس على الدوام. والسماسرة أو الوسطاء بالعمولة Commission Brokers أو كما يسمون أيضاً السماسرة أو الوسطاء الوكلاء Agency Brokers هم دلالون للأسهم في السوق المالية ينفذون أوامر موكلهم مقابل عمولة Commission، ولا يسمح لهم بتداول الأسهم لحسابهم الخاص. ولهذا تقتصر مهام الوسطاء الوكلاء أو وسطاء العمولة على التوسط بين المشترين والبائعين للأوراق المالية من أفراد ومؤسسات، ويعتمد نظام الوسطاء تبعاً لذلك على مطابقة أوامر البيع والشراء المتاحة في الأسواق مقابل عمولات محددة أو متفق عليها.

3-3 تصنيف الأسواق المالية Financial Markets Classification

الأسواق المالية متنوعة بشكل كبير، ولهذا تصنف إلى فئات واسعة التنوع Categories. أحد هذه التصنيفات هو بالاستناد إلى تواريخ استحقاق الموجودات، ولهذا فإن السوق المالية تجزأ إلى سوق نقدية Money Market وسوق رأس المال Capital Market . وأن كلاً منهما ينقسم بدوره إلى سوق أولي Primary Market، والسوق الثانوية Secondary Market وهذا التصنيف يستند إلى فيما إذا كانت الموجودات المالية هي إصدار أولي أو فيما إذا كانت داخلية مسبقاً في السوق المالية.

1.3.3 السوق النقدية Money Market

هي السوق المالية التي يجرى التعامل فيها بالأوراق المالية قصيرة الاجل، وتسمى سوق السيولة. تتعامل اغلب الشركات المساهمة الكبيرة في السوق النقدية، وهناك اهمية للسوق النقدية في تنفيذ السياسة النقدية للدولة. وغالباً ما تباع ادوات السوق النقدية (الأوراق المالية) بخصم من قيمتها الاسمية. وتتصف الادوات المالية للسوق النقدية بدرجة عالية من الامان، وأن تواريخ استحقاقها تقل عن سنة. والأوراق المالية الرئيسة للسوق النقدية هي حوالات الخزينة، والأوراق التجارية، وشهادات الإيداع، والحوالات المصرفية المقبولة.

1- حوالات الخزينة Treasury Bills

تعرف حوالات الخزينة بأنها عبارة عن قروض خاصة بالحكومة لأي دولة لمدة أقل من سنة. ولهذا فهي تكون لمدة 91 يوم، 182 يوم، 360 يوم. وهي الورقة المالية الرئيسة من أدوات السوق النقدية. وتعد منفذ استثماري ملائم للأموال الفائضة بصورة مؤقتة، حيث انها استثمار خالي من المخاطرة Risk Free, R_F ، ولهذا فهي تؤدي دور فاعل السوق الثانوية، ففي ضوء معدل العائد لهذه الإستثمارات يتحدد معدل العائد المطلوب للإستثمارات المالية الأخرى. وهي لا تدفع فائدة وإنما تباع بخخص من قيمتها الاسمية. ويتم تحديد أسعار حوالات الخزينة على أساس عدد ايام الاستحقاق واعتبار السنة 360 يوم، وتستخدم المعادلة التالية في تحديد مقدار الخصم وسعر الإصدار.

$$(1-3) \quad D = \left(\frac{M}{360} \right) B$$

$$P = 100 \text{ Dinar} - D$$

حيث أن:

D	=	الخصم الكامل
M	=	عدد ايام الاستحقاق
B	=	اساس الخصم (معدل الخصم)
P	=	السعر بالدينار

مثال 1-3

المطلوب حساب السعر بالدينار لحوالة خزينة T-Bill تستحق بعد 275 يوم ومصدره على أساس خصم مقداره 8% .

الحل:

$$D = \frac{275}{360} \times 8\% = 6.11\%$$

$$P = 100 - D \\ = 100 - 6.11 = 93.890 \text{ Dinar.}$$

القيمة الحالية لحوالة الخزينة على أساس معدل خصم 8% .

أن المبلغ (93.890) دينار هو سعر حوالة الخزينة على أساس معدل خصم مقداره 8%. وأن الدخل من هذا النوع من الاستثمار خاضع لكل أنواع الضرائب الحكومية. ولهذا فإن الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع عند الاستحقاق يعتبر دخلاً عادياً وليس ربحاً رأسمالياً أو خسارة رأسمالية.

2- الأوراق التجارية Commercial Papers

الورقة التجارية هي مستند غير موثق صادر من المدين لامر الدائن، أي سندات أذنيه غير مضمونة تصدرها الشركات الكبيرة ذات الشهرة والسمعة العالية للحصول على حاجتها من التمويل قصير الأجل. وتعتبر الورقة التجارية، في دول عديدة من أهم مصادر التمويل لمؤسسات مختلفة ومتنوعة كشركات التمويل، وشركات التأمين، والشركات الصناعية. وتباع الورقة التجارية أما مباشرة إلى الدائنين أو من خلال الوسطاء، إذ تبيع بعض الشركات وخاصة شركات التمويل الورقة التجارية مباشرة إلى المستثمرين مثل المصارف التجارية، ومنشآت الأعمال، وشركات التأمين. أما الورقة التجارية الصادرة عن معظم منشآت الأعمال فتباع في السوق النقدية عن طريق المتعاملين بالورقة التجارية الذين يقومون بدور الوسطاء في تداول الورقة التجارية. وتقوم بعض شركات الاستثمار في الأسواق المالية بتصنيف الورقة التجارية الصادرة من مختلف المنشآت طبقاً لنوعيتها، وتصنف الورقة التجارية بالخصائص التالية: أجالها تتراوح بين شهرين وستة أشهر، تحمل سعر فائدة أقل من سعر الفائدة السائد في السوق المالية، وتعطي خيار للمقرض (مصدر الورقة التجارية) باسترجاعها دونماً دفع فوائده، إلا أنها تحمل معدل فائدة يفوق إصدارات حوالات الخزينة وتباع بخخص وتسترد بقيمتها الاسمية عند موعد الاستحقاق، ويتحدد معدل فائدة الخصم على الورقة التجارية على النحو الآتي:

$$\text{معدل فائدة الخصم} = \frac{\text{القيمة الاسمية} - \text{القيمة المدفوعة (المستثمرة)}}{\text{القيمة الاسمية}} \times \frac{360 \text{ يوم}}{\text{مدة الورقة التجارية (بالأيام)}} \quad (2-3)$$

مثال 3-2

معدل فائدة الخصم (معدل العائد على الاستثمار) الناجم عن الاستثمار بورقة تجارية Commercial paper، أمدتها 90 يوم، وقيمتها الاسمية 10000 دينار هو 4٪.

المطلوب:

1. حساب القيمة المدفوعة أو المستثمرة بهذه الورقة التجارية.
2. ما هو مقدار الفائدة المتحققة من استثمار نصف مليون دينار بهذه الورقة التجارية.

الحل:

$$1- \frac{\text{القيمة الاسمية} - \text{القيمة المدفوعة (المستثمرة)}}{\text{القيمة الاسمية}} \times \frac{360 \text{ يوم}}{\text{مدة الورقة التجارية (بالأيام)}}$$

$$\frac{360}{90} \times \frac{10000 - 10000}{10000} = 0.04$$

دينار القيمة المستثمرة = 9900

2- الفائدة = أصل المبلغ × معدل فائدة الخصم

$$500000 \times 0.04 = 20000 \text{ دينار}$$

3- شهادات الایداع Certificates of Deposit

هي عبارة عن إيصال رسمي أو تعهد يحمل سعر فائدة معين وله تاريخ استحقاق محدد، وتعد أداة من أدوات السوق النقدية وسوق رأس المال، وتباع بسعر فائدة وليس بخصم والفائدة تحسب على أساس 365 يوم. تصدر المصارف التجارية هذه الشهادات وقابلة للتداول في أسواق النقد ولها تواريخ على ودائع متوسطة وطويلة الأجل. وهذه الشهادات قابلة للتداول في أسواق النقد ولها تواريخ استحقاق محددة ولا يمكن أعادتها إلى المصرف المصدر لها قبل حلول ميعاد استحقاقها، لأن أعادتها يسبب للمصرف المصدر حرجاً مالياً وهو بحاجة ماسة للاموال عند إصداره لهذه الشهادات. وبما ان هذه الشهادات قابلة للتداول فيمكن لحاملها بيعها في السوق النقدية قبل استحقاقها. وتكون معدلات الفائدة التي تدفعها المصارف على هذه الشهادات مساوية للمعدلات الجارية في سوق النقد عند إصدارها.

4- الحوالات المصرفية المقبولة Banker Acceptance

هي مستند مالي أو ورقة مالية مسحوبة على مصرف معين (المسحوب عليه) من قبل احد زبائنه شخص معنوي أو طبيعي يطلب فيه من ذلك المصرف ان يدفع لأمر شخص آخر (المستفيد)، مبلغاً محدداً من الأموال بتاريخ معين. وتنشأ الحوالات المصرفية المقبولة عن تعاملات التجارة الخارجية. فمثلاً يمكن لشركة عراقية تستورد معدات من اليابان ان تعمل على فتح اعتماد مستندي غير قابل للإلغاء في مصرف الرافدين لصالح المصدر الياباني الذي جرت معه المفاوضات بخصوص استيراد صفقة معدات. ويغطي الاعتماد المستندي كل التفاصيل المتعلقة بشحن البضاعة، وكذلك تبيان بأن المصدر الياباني يمكنه ان يسحب كمبيالة آجلة بمبلغ محدد خلال فترة محددة من مصرف الرافدين. ففي ضوء الاعتماد المستندي يقوم المصدر الياباني بسحب كمبيالة آجلة Time Draft على أحد المصارف اليابانية الذي يتعامل معه وذلك للتفاوض معه على استلام قيمة الكمبيالة فوراً. بعد ذلك يقوم المصرف الياباني بإرسال الكمبيالة الآجلة إلى مصرف الرافدين الذي فتح الاعتماد المستندي لقبولها. وعندما يقبل

مصرف الرافدين هذه الكمبيالة فإنه يَختُمها بختم مقبول Stamp، وهذا القبول يعني التزام مصرف الرافدين بدفع قيمة الاعتماد عند الاستحقاق، ومن ثم يكون مصرف الرافدين قد أتم عملية قبول مصرفي Banker Acceptance . وفي كثير من الحالات تباع الكمبيالة المقبولة لأحد المتعاملين بالقبولات المصرفية على ان تقيد القيمة في الحساب الدائن للمصرف الياباني. وبعد الحصول على قيمة البضاعة في اليابان يتم ارسال مستندات الشحن للشركة العراقية المستوردة مقابل ائصال أمانة وذلك لتمكين الشركة المستوردة من سحب البضاعة من الكمارك وبيعها.

وبعد بيع الشركة العراقية للبضاعة المستوردة، يتم ايداع قيمة المبيعات في مصرف الرافدين الذي فتح الاعتماد المستندي، وذلك لسداد الكمبيالة عند استحقاقها، ويقوم حامل الكمبيالة المقبولة بتقديمها لمصرف الرافدين عند استحقاقها وبذلك تنتهي العملية.

2-3-3 سوق رأس المال Capital Market

وهي السوق المالية التي تتداول فيها الأوراق المالية طويلة الاجل، وتختلف عن السوق النقدية من أن السوق النقدية هي سوق سيولة، بينما سوق رأس المال هي سوق احتياجات مالية طويلة الاجل، ولهذا فإن مخاطرتها تكون اكبر من مخاطرة السوق النقدية. وأسواق رأس المال هي اسواق مركزية اكثر من السوق النقدية وان المتعاملين الرئيسيين في هذه السوق هم شركات الاعمال، الحكومة، الافراد. والأوراق المالية التي تتداول في سوق رأس المال تشمل استثمارات المديونية واستثمارات حق الملكية.

1- استثمارات المديونية Debt Securities

وهي تعهدات مالية يتعهد بموجبها المقرض للاموال من اعادة هذه الاموال في تاريخ محدد، ودفع الفوائد المترتبة عليها إلى الدائنين. وهناك انواع متعددة من ادوات أو استثمارات المديونية كالسندات Bonds، والقروض الموثقة. Mortgages فالسندات هي تعهدات أو التزامات مالية طويلة الاجل بأعادة المبالغ المقرضة مضافاً إليها الفوائد. اما القروض الموثقة فهي قروض طويلة الاجل موثقة بالعقارات كالاراضي والابنية. تسترجع مع فوائدها على شكل اقساط.

2- استثمارات الملكية Equity Securities

وهي تعبر عن حصص ملكية في الشركات التي استلمت الاموال. ويوجد نوعين من استثمارات الملكية الاسهم العادية Common Stocks، والاسهم الممتازة Preferred stocks فالاسهم العادية هي التي تعبر عن حصص الملكية بوجودات الشركة وتستلم مقسوم أرباح في حالة تحقق صافي دخل عندما تقرر الشركة التوزيع لهذا الدخل الصافي أو لجزء منه. اما الاسهم

المتمازة فهي حق ملكية طويلة الاجل وتستلم مقسوم ارباحها ثابت. وبهذا فهي تمثل حق ملكية إلا انها تتشابه مع المديونية في بعض خصائصها.

3-3-3 السوق الأولية Primary Market

3-3-3-1 ماهية السوق الأولية

يقصد بالسوق الاولية بأنها السوق المالية التي يجري فيها بيع وشراء الأوراق المالية المصدرة لأول مرة، فالشركات المصدرة تستلم متحصلات بيع الإستثمارات المالية مطروحاً منها تكاليف الإصدار. وان اغلب الإصدارات الجديدة تباع اما بالطرح العام Pubic offering، وهو بيع الإستثمارات الجديدة لعموم المستثمرين، أو بالطرح الخاص Private Placement، وهو بيع الإصدارات الجديدة من الإستثمارات، أو الإستثمارات الأخرى إلى عدد محدد من المستثمرين.

وعادة ما تخلق مصارف الاستثمار السوق الاولية، والتي تعمل بمثابة سماسرة في هذه السوق والتي تسمى بنكير أو بنك الاستثمار Investment Banker or Bank فهذه المصارف هي التي تتولى مهمة اصدار الإستثمارات المالية الجديدة. وفي الدول التي تتسم سوق اوراقها المالية بالصغر قد تتولى بعض المصارف التجارية العاملة فيها مهمة الإصدار.

ولا يخرج مصرف الاستثمار عن كونه وسيطاً بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة، والجهة التي اصدرت تلك الورقة. فهو يقدم المساعدة للجهة المعنية لكي يتم اصدار الورقة، كما يشترى الإصدار كله منها، ليقوم بعد ذلك ببيعه إلى جمهور المستثمرين. وكما يبدو فإن مصرف الاستثمار لا يمارس نشاطاً مصرفياً بالمعنى المعروف، كما ان تمويله لشراء الإصدار على النحو المشار اليه لا يمثل استثماراً دائماً، بل هو استثمار مؤقت ينقضي بمجرد نجاحه في تسويق كامل الإصدار.

ولا يعد مصرف الاستثمار السبيل الوحيد لاصدار الأوراق المالية وتصريفها، بل هناك اسلوبين آخرين هما: الاسلوب المباشر Direct Approach، والمزاد Auction Approach ويقصد بالاسلوب المباشر قيام الجهة المصدرة للورقة بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الفخمة لكي تبيع لها الأوراق المالية التي اصدرتها. أما اسلوب المزاد بمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شراءها وسعر الشراء، ويتم قبول العطاءات ذات السعر الاعلى ثم العطاءات ذات السعر الاقل فالأقل، إلى ان يتم تصريف الإصدار بالكامل. ولكن يبقى الاعتماد على مصارف الاستثمار هو الاسلوب السائد في الإصدارات الجديدة، لهذا ستم تغطية هذا الموضوع من خلال ثلاث فقرات رئيسة هي: اختيار مصرف الاستثمار، المهام الرئيسة لمصرف الاستثمار، وأجراءات اصدار الأوراق المالية في السوق الاولية.

3-3-4 السوق الثانوية Secondary Market

هي السوق المالية التي تتداول فيها الأوراق المالية الموجودة في التداول، أي المصدرة في السابق. أي ان السوق الثانوية هي سوق اعادة البيع للأوراق المالية وليست لزيادة اموال الشركات، حيث أن الشركات المصدرة لهذه الإستثمارات لا تستلم الاموال جراء عمليات التداول هذه. وتتكون السوق الثانوية من السوق المنظمة أو البورصة Organized Exchange، والسوق الموازية Over - The - Counter, OTC، بالإضافة إلى السواقين الثالث والرابع. وتحظى السوق الثانوية بأهمية كونها توفر السيولة وتساعد على اختبار قيمة المنشأة.

1- السوق المنظمة (البورصة) Organized Securities Exchange

وهي اسواق مالية تتداول فيها الأوراق المالية (الاسهم والسندات) للشركات المدرجة (المسجلة) فيها. وتقسم الأسواق المالية المنظمة إلى اسواق مركزية واسواق المناطق أو الأسواق المحلية، فالسوق المركزي هو ذلك السوق الذي يتعامل في الأوراق المالية المسجلة فيه بصرف النظر عن الموقع الجغرافي للمنشأة المصدرة لتلك الورقة. ومن الامثلة على البورصات المركزية، بورصة لندن، وبورصة طوكيو، وبورصة نيويورك. أما البورصات المحلية فتتعامل عادة بالأوراق المالية لمنشآت صغيرة تهتم جمهور المستثمرين في النطاق الجغرافي للمنشأة أو في المناطق القريبة منه. هذا ولا يوجد ما يمنع من ان تتعامل تلك البورصات في الأوراق المالية المعروفة والمتداولة في البورصات المركزية.

تتكون البورصات المنظمة من اسواق موجودة بشكل فعلي في اماكن معينة وفي ابنية خاصة بها. وأن لكل سوق اعضاء محددين بالعدد ومسجلين، وهيئة رقابة منتخبة من قبل هؤلاء الاعضاء الذين لهم وحدهم الحق في بيع وشراء الاسهم في هذا السوق. وبما ان عدد الاعضاء وتسمى بالمقاعد Seats ثابت، فيمكن للشركة العضو ان تبيع عضويتها أو مقعدها للغير. ويتكون معظم اعضاء هذا السوق من شركات السمسرة Brokerage Firms، تقوم هذه الشركات بتسهيل الاتصال بين بائعي ومشتري الاسهم وذلك من خلال فروعها المنتشرة في انحاء البلاد ومن خلال سماسرتها الذين يمثلونها داخل مبنى السوق نفسه. ويقوم بعملية الوساطة المباشرة في تداول الاسهم داخل السوق اعضاء متخصصون Specialists في انواع معينة من الأوراق المالية المتداولة. فإذا ما اراد مستثمر ما ان يبيع الاسهم بجوزته، يذهب إلى مكتب السمسرة البورصة في منطقته ويقدم طلباً لبيع ما يحمله من اسهم شركة معينة وليكن 1000 سهم، فيأخذ السمسار هذا الطلب ويرسله حالاً إلى الشركة العضو في البورصة والتي يمثلها بالهاتف أو الكمبيوتر، والشركة بدورها تعطي طلب البيع هذا إلى السمسار الذي يمثلها داخل السوق. فيأخذ السمسار

ويؤدي البعض من الوسطاء Dealers دور تاجر الجملة في هذه السوق المالية، اذ يبيع أو يشتري من تاجر آخرين، في حين يقصر البعض الآخر نشاطه على تجارة التجزئة حيث يتعامل مباشرة مع الجمهور، والبعض الآخر منهم يمتد نشاطه ليشمل على كل من تجارة الجملة وتجارة التجزئة. وبصرف النظر عن نوعية النشاط وما إذا كان تجارة جملة أو تجارة تجزئة، فإن الورقة المالية الواحدة عادة ما يتعامل فيها أكثر من تاجر واحد.

3- السوق الثالث The Third Market

يمثل السوق الثالث جزء من السوق غير المنتظمة (السوق الموازية) تتكون من سماسرة أو وسطاء غير أعضاء في السوق المنتظمة. وعلى الرغم من انه لهم الحق في التعامل بالسوق المنتظمة، يعملون كصناع سوق في مجموعة من الأوراق المالية. وهؤلاء السماسرة على استعداد للبيع والشراء من محافظهم، اذ تمثل بيوت السمسرة هذه اسواقاً مستمرة على استعداد دائم لشراء تلك الأوراق أو بيعها، اما بشكل طليبات صغيرة Odd Lot تقل عن 100 سهم، أو طلبات كبيرة Blocks.

لقد كان الدافع وراء خلق هذه السوق هو الاستفادة من الخصم في العمولة، فمؤسسات الاستثمار الكبيرة لا تتمتع بخصم في العمولة عند تعاملها في السوق المنتظمة، ولهذا وجدت غايتها في السوق الثالثة التي تتيح لها التفاوض حول العمولة. وان قدرة بيوت السمسرة المتعاملة في السوق الثالث على منح خصم في العمولة ترجع إلى ثلاثة اسباب: أولها ان السماسرة في ذلك السوق غير ملزمين بحد ادنى للعمولة. ثانيهما انه طالما ان تلك البيوت تتعامل مع كبار المستثمرين أو مع بيوت صغيرة للسمسرة فإن الخدمات التي تقدمها لهم عادة ما تكون محدودة، حيث انهم ليسوا في حاجة إلى خدمات مساعدة عند إعادة بيع ما سبق ان اشتروه من اوراق. واخيراً فإن بيوت السمسرة المتعاملة في السوق الثالث لا تدفع رسوم عضوية كما هو الحال في الأسواق المنتظمة، وهو ما يعني انخفاض تكاليف الخدمات التي تؤديها.

ومنذ الغاء تحديد العمولة وجعلها محل للتفاوض في السوق المنتظمة اصبح سماسرة السوق المنتظمة ايضاً يتعاملون بالسوق الثالث، ولهذا فإنه بالرغم من اختفاء دوافع وجود تلك السوق، تلك الدوافع التي تمثلت اساساً في الحد من العمولة المدفوعة، فأنها ظلت نشطة حتى اليوم.

4- السوق الرابع The Fourth Market

يشمل هذا السوق المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والافراد الاغنياء، الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة Block Traders يتم اللقاء من خلال وسيط

يجمع بين الطرفين، ولا يقدم استشاره، ويعمل بكافة الأوراق المالية المتداولة بجميع الأسواق، والعمولة فيه منخفضة.

تبرم الصفقات بسرعة في السوق الرابعة، كما يتم عن الاتصال المباشر ابرام الصفقات بأسعار مرضية للطرفين وبتكلفة أقل نظراً لانخفاض اتعاب انهاء الصفقات. وبسبب هذه المزايا يعد السوق الرابع منافساً قوياً للأسواق المنظمة اضافة إلى الأسواق غير المنظمة الاخرى. خاصة وانه يمكنه التعامل في كافة الأوراق المالية المتداولة في تلك الأسواق. ويعد كل من السوق الثالث والسوق الرابع جزء من السوق الثانوي.

4-3 أوامر السوق المالية Financial Market Orders

قبل قيام الوسيط أو السمسار بتنفيذ عمليات البيع أو الشراء ينبغي ان يتسلم تعليمات أو أوامر محددة من العميل، وفي هذا الصدد يمكن تقسيم الأوامر إلى اربعة مجموعات رئيسية هي: أوامر محددة لسعر التنفيذ، أوامر محددة لوقت التنفيذ، أوامر تجمع بين تحديد سعر التنفيذ ووقته، وأخيراً هناك الأوامر الخاصة.

1-4-3 الأوامر المحددة لسعر التنفيذ Price Limit of orders

يقصد بالأوامر المحددة لسعر التنفيذ، تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه وتشمل:

1- أوامر السوق: Market Orders

يعتبر امر السوق من اكثر الأوامر شيوعاً، وبمقتضاه يطلب العميل من السمسار تنفيذ العملية المطلوبة على وجه السرعة، وبأفضل سعر يمكن ان يجري بموجبه التداول. ونظراً لان الأمر لا يتضمن سعراً معيناً فإن الصفقة تنفذ عادة في دقائق معدودة.

ومن اهم مزايا هذا النوع من الأوامر السرعة وضمنان التنفيذ. اما أهم عيوبه فهي ان المستثمر لا يمكن ان يعرف السعر الذي سينفذ به الأمر إلا عند اخطاره به. كما ان عليه قبول السعر السائد في السوق كقضية مسلم بها. وفي الأسواق ذات الكفاءة العالية كما هو الحال في بورصة نيويورك، قد لا يكون لتلك العيوب وزن كبير لدى المستثمر. على اساس ان التغيرات السعرية من لحظة إلى اخرى تكون عادة محدودة. وفي ظل السرعة الهائلة في ابرام الصفقات.

2- الأوامر المحددة Limit Orders

في الأوامر المحددة يضع العميل سعراً معيناً لتنفيذ الصفقة، ومن ثم ليس امام السمسار إلا الانتظار لأغتنام الفرصة، وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو اقل منه في حالة امر الشراء، أو اعلى منه في حالة امر البيع. وينبغي ان يضع المستثمر حداً اقصى للفترة الزمنية التي ينبغي ان ينفذ خلالها الأمر.

وكما يبدو فإن أهم ميزة لهذا النوع من الأوامر انه - على عكس امر السوق - يعرف المستثمر مقدماً وعلى وجه اليقين الحد الاقصى للقيمة التي سيدفعها إذا كان امر شراء، أو الحد الأدنى للقيمة التي سيحصل عليها إذا كان امر بيع. اما اهم عيوبه فهي ان سعر السوق قد لا يصل إلى السعر المحدد ومن ثم لا تنفذ الصفقة حتى لو كان الفرق بين السعرين ضئيلاً.

2.4.3 الأوامر المحددة لوقت التنفيذ Time Limit of Orders

يقصد بالأوامر المحددة لوقت التنفيذ تلك الأوامر التي يكون الزمن الفاصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها. وقد تكون مدة الأمر يوماً أو اسبوعاً أو شهراً، أو قد يكون الأمر مفتوحاً أي لا يوجد تاريخاً محدداً لتنفيذه.

1- أوامر محددة بيوم Day Orders

يقصد بالأمر المحدد بيوم الأمر الذي يظل سارياً لما تبقى من ساعات اليوم، فإذا ما تسلم السمسار الأمر في الساعة العاشرة صباحاً فإنه يظل ساري المفعول إلى ان تغلق البورصة ابوابها في ذلك اليوم. ويعد الأمر المحدد بيوم من اكثر الأوامر شيوعاً، وغالباً ما يكون مبنياً على توقعات مسبقة بأن ذلك اليوم هو افضل يوم للتعامل في الورقة المالية المعنية. ويعتبر أمر السوق Market Order بطبيعته امراً محدداً بيوم واحد.

2- أوامر محددة بأسبوع أو شهر Week or Month orders

بالنسبة للأمر الذي مدته اسبوعاً فإنه ينتهي بنهاية الاسبوع الذي صدر فيه، فإذا ما صدر الأمر يوم الثلاثاء فإنه يظل ساري المفعول حتى نهاية يوم الجمعة في بورصة نيويورك وبنهاية يوم الخميس في البورصات العربية. كذلك فإن الأمر الذي مدته شهراً ينتهي سريانه بنهاية الشهر فإذا صدر الأمر يوم 14 كانون الثاني فإن سريانه ينتهي 31 كانون الثاني.

3- الأمر المفتوح: Open order or Good - Till Canceled (GTC) order

يقصد بالأمر المفتوح ذلك الأمر الذي يظل ساري المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر الغاءه. وفي بورصة نيويورك ينبغي على المستثمر تجديد الأمر كل ستة شهور. هذا ويرتبط بالأوامر المفتوحة نوعان من المخاطر: مخاطر النسيان، ومخاطر تغير المعلومات.

3-4-3 الأوامر التي تجمع بين سعر التنفيذ ووقته:

1- الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة:

يقصد بالأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة، الأوامر التي تحدد سعراً معيناً للتنفيذ غير انها تشترط اتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوماً أو شهراً أو اكثر. وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر ومزايا الأوامر المحددة للزمن.

2- الأمر المفتوح في حدود سعر معين:

يقصد بالأمر المفتوح في حدود سعر معين الأمر الذي يحدد له فترة معينة للتنفيذ غير انه يشترط اتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي حدده المستثمر أو سعر أفضل منه. ويتلائم هذا النوع من الأوامر مع المستثمر الذي لديه ثقة بأن اعطاء وقت كافي للأمر كفيل بتنفيذه بالشروط التي يريدها. اما اهم عيوبه فهو انه إذا كان السعر المحدد اعلى قليلاً (في حالة أمر الشراء) أو أقل قليلاً (في حالة أمر البيع) عن السعر المحدد فلن ينفذ الأمر على الاطلاق.

3-4-4 الأوامر الخاصة:

تشمل الأوامر الخاصة أوامر الايقاف، وأوامر الايقاف المحدده ثم الأمر الذي يترك فيه للسمسار أن يتصرف بحرية حسبما يقتضي الحال.

1- أوامر الايقاف Stop orders

يقصد بأوامر الايقاف الأوامر التي لا تنفذ إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها، وأمر الايقاف تتعلق بالبيع واخرى تتعلق بالشراء. وتسمى أوامر ايقاف البيع Stop - Loss order الذي يكون لزاماً على السمسار ان ينفذ امر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه. اما أمر الايقاف الذي يتعلق بالشراء Stop - Buy order، فإنه يقضي بأن يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معيناً أو تعدها.

2- أوامر الايقاف المحددة Stop - Limit order

بموجب هذه الأوامر يضع المستثمر حداً ادنى لسعر البيع، وحداً اقصى لسعر الشراء. ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو سعر افضل منه.

3- أوامر التنفيذ حسب مقتضى الاحوال Discretionary order

بموجب هذه الأوامر يترك للسمسار الحق في ابرام الصفقة حسب ما يراه. وقد تكون حرية السمسار في هذا النوع من الأوامر مطلقة، فهو الذي يختار الورقة محل التعامل والسعر وما إذا كانت الصفقة شراءاً أو بيعاً، وتوقيت تنفيذها.

3-5 صناع السوق والمختصون Market Makers and Specialists

1- صناع السوق Market Maker

صناع السوق هم وسطاء وتجار للاسهم في السوق الموازية أو السوق غير المنظمه، يجوز لهم التعامل بأي من الاسهم المدرجة في السوق الموازية، ويحتفظون بمحافظهم بمخزون كبير من هذه الاسهم، يتيح للراغبين في شرائها وجود مركز دائم لبيعها، كما يتاح للراغبين في بيعها وجود مركز دائم للشراء.