

## المحور الأول: مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية

### محتوى المحور الأول

أولاً: ماهية سوق الأوراق المالية

1- تعريف سوق الأوراق المالية

2- التطور التاريخي لسوق الأوراق المالية

3- مقومات إنشاء سوق الأوراق المالية

ثانياً: تصنيف سوق الأوراق المالية

1- تصنيف سوق الأوراق المالية حسب فترات التعاقد

2- تصنيف سوق الأوراق المالية حسب أولية الإصدار

3- تصنيف سوق الأوراق المالية حسب تنظيمها

4- تصنيف سوق الأوراق المالية الثانوية غير المنظمة

ثالثاً: وظائف سوق الأوراق المالية

يقسم هذا المحور إلى محاضرتين

### المحور الأول: مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية

تمثل أسواق الأوراق المالية بالشكل العام أداة أساسية من أدوات النمو الاقتصادي، لما لها من أثر إيجابي على النشاط الاقتصادي، وذلك من خلال تحريك الأموال بين فئتين متضادتين في الموضوع، الأمر الذي يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين لطول آجال التمويل فيها، ومع وجود إمكانية تحويلها إلى سيولة مطلقة بسرعة ويسر نسبين، أو إعادة تشكيل المحفظة المالية بما يحقق أكبر عائد، الأمر الذي يعزز آفاق النمو والتطور الاقتصادي في المدى الطويل.

#### أولاً: ماهية سوق الأوراق المالية

يطلق الاقتصاديون على سوق الأوراق المالية عدة أسماء تشير إلى مدلول واحد - كسوق الأسهم والسندات، سوق رأس المال، البورصة - وتعتمد في دروسنا على مصطلح واحد هو سوق الأوراق المالية.

#### 1- تعريف سوق الأوراق المالية

قبل الانطلاق في التعريف نلاحظ أن هذا المصطلح " سوق الأوراق المالية " مكون من مصطلحين وهما السوق والأوراق المالية، وسنقوم بتعريف السوق ثم الأوراق المالية اصطلاحاً:

##### أ- السوق

وللسوق في اصطلاح الاقتصاد المعاصر معنى أوسع مما هو عليه في التعريف اللغوي (أنه موضع البياعات -البيع والشراء -) <sup>(1)</sup>، إذ يكفي مجرد وجود تعامل على سلعة أو خدمة معينة لإطلاق لفظ السوق سواء هذا التعامل بالالتقاء المباشر بين البائعين والمشتريين، أو بأي وسيلة من وسائل الاتصال كالبريد والهاتف والتلكس وشبكة المعلومات، وغيرها من طرق الاتصال الحديثة. <sup>(2)</sup> وبوجه مختصر - فالسوق لا يقصد به مكان معين وإنما أسلوب إتمام عملية تجارية سواء كان على نطاق دولي أو محلي. <sup>(3)</sup> ولهذا أصبح تعريفه أنه ليس بالمكان بل هو المجال أو الإطار.

<sup>1</sup> - ابن منظور، لسان العرب، المجلد الثالث، جزء الرابع والعشرين، باب السين، مادة سوق، دار المعارف، القاهرة، ص: 2154.

<sup>2</sup> - عبد الله بن محمد بن عبد الله العمراني، العقود المالية المركبة، كنوز اشبيليا، السعودية، 2006 ص: 315.

<sup>3</sup> - أنور مصباح سوبره، شركات استثمار الأموال من منظور إسلامي، رسالة أعدت لنيل درجة الماجستير في الدراسات الإسلامية، رسالة منشورة، مؤسسة الرسالة للنشر، لبنان، 2004، ص: 186.

ب- الأوراق المالية

والورقة المالية في الاصطلاح هي صك أو مستند، يعطي لحامله أو صاحبه الحق في الحصول على عائد محدد أو غير محدد مسبقاً كما أنها تضمن حق أصحابها في استرداد القيمة الأصلية (الاسمية) للورقة في نهاية مدة معينة أو الحق في الحصول على جزء من الأصول المادية المقابلة لها في ظروف معينة، وكذلك حق التصرف في الورقة ذاتها في أي وقت <sup>(1)</sup>، بمعنى قابليتها للتداول بالبيع والشراء. هذا من حيث مكونات مصطلح "سوق الأوراق المالية" أما من حيث بأنه مصطلح واحد فيمكن صياغة التعريف التالي للوصول الى مدلوله ومفهومه: هو الإطار الذي يتم وفقه إصدار أدوات مالية طويلة الاجل من طرف أصحاب العجز ثم اقتناؤها وتداولها عبر قنوات اتصال فعالة بين أصحاب الفائض بصورة منظمة ومراقبة" من خلال هذا التعريف يمكن إبراز الجوانب المختلفة لسوق الأوراق المالية في العناصر التالية:

**العنصر الأول:** تتمثل الوظيفة الأساسية لسوق الأوراق المالية في جذب وتجميع مدخرات الأفراد والفوائض المالية لدى الشركات وغيرها المعبر عنها بالوحدات المدخرة أو وحدات ذات الفائض المالي وإتاحتها وفقاً لقواعد معينة إلى الجهات التي تحتاج إليها المعبر عنها بالوحدات ذات العجز المالي.

**العنصر الثاني:** تؤدي هذه السوق وظيفتها من خلال أدوات مالية معينة بشكلها التقليدي المتمثل بالأسهم والسندات والأدوات غير التقليدية المعبر عنها بالأدوات المشتقة.

**العنصر الثالث:** تطلق سوق الأوراق المالية على عملية تتكون من مرحلتين:

- المرحلة الأولى: يتم فيها إصدار هذه الأوراق فيما يسمى بسوق الإصدار أو السوق الأولية
- المرحلة الثانية: يتم فيها تداول ما تم طرحه في السوق الأولية وتسمى سوق التداول أو السوق الثانوية.

وتطلق سوق الأوراق المالية على هذين السوقين معاً.

**العنصر الرابع:** قد يكون التعامل في هذا السوق إما بطريقة مباشرة وذلك يحتم عليه وجود مكان وزمان مشتركين، وإما بطريقة غير مباشرة، وذلك يحتم عليه وجود الزمان المشترك دون المكان ويتم تبادل المشتريات (الأوراق والعقود) بواسطة أو عن طريق وسائل الاتصال والشبكات المختلفة.

**العنصر الخامس:** تتناول هذه الأسواق أدوات ذات أجل طويل.

<sup>1-</sup> سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1999، ص: 67.

**العنصر السادس:** لا تقوم هذه الأسواق إلا على قنوات اتصال بين طرفي العملية، ولا يقوم هذا السوق بنشاطه إلا إذا كانت هذه القنوات ذات فعالية ونشاط.

**العنصر - السابع:** يمكن أن تكون هذه الأسواق منظمة أو غير منظمة ويمكن أن تكون محلية أو تكون دولية.

**العنصر الثامن:** يسهر على تنظيم هذه الأسواق هيئات رقابية وأشخاص مختصون ومرخصون ومن خلال ما سبق يمكننا سياق التعريف التالي:

## 2-التطور التاريخي لسوق الأوراق المالية

**أ-الخلفية التاريخية:** وجدت الأسواق في المجتمعات البشرية منذ القدم، وكان يتم فيها تبادل السلع عن طريق المقايضة ثم تطورت وأصبحت تتم عن طريق المبادلة بالنقود، وكان تبادل السلع يتم عن طريق الاتصال المباشر، ثم بعد أن تطورت وسائل الاتصال أصبح التبادل يتم عن طريقها (وسائل الاتصال)، أو عن طريق الوسطاء والوكلاء.

بناء على ذلك تطور مفهوم السوق، كما سبقت الإشارة، فلم يعد يقتصر على المكان المعين ونتيجة لكثرة وتنوع المنتجات ظهرت الأسواق المتخصصة كأسواق المواد الغذائية وأسواق الذهب وظهرت أسواق تهتم ببيع وشراء الأوراق المالية.

لقد كان التعامل بالأدوات المالية في بداية الأمر في فرنسا وإنجلترا وأمريكا يتم على قارعة الطريق، ثم استقر التعامل بعد ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تسمى الآن أسواق الأوراق المالية<sup>(1)</sup>، وترجع نشأة هذه الأسواق تاريخياً إلى فرنسا في القرن الثالث عشر الميلادي في عهد الملك "فيليب" الذي عاش خلال الفترة (1268-1314) ميلادي حيث أوجد مهنة السمسرة، وخلال هذه الفترة انتعشت الحركة التجارية في بلجيكا فكانت مدينة بروج (Bruges) من أشهر المدن والمراكز التجارية العالمية، وأصبحت مهبط التجار ورجال الأعمال إذ كانوا يجتمعون مقابل قصر عائلة فان دي بورص (Vander Bourse) ليتبادلوا الصفقات<sup>(2)</sup> وقيل يجتمعون في فندق يملكه شخص يسمى (Van Der Bourse)<sup>(3)</sup> وقيل إن (فان دي بورص) هذا اكتسب اسمه من الشعار الذي رسمه على فندقه دلالة على مهنته وهو عبارة عن ثلاثة أكياس من النقود وذلك لأن كلمة Bourse تعني

<sup>1</sup> - عبد النافع عبد الله الزراري، غازي توفيق فرح، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، 2001، ص:46.

<sup>2</sup> - أشرف محمد دواية، نحو سوق مالي إسلامي، دار السلام للطباعة والنشر والتوزيع والترجمة، مصر، 2006، ص: 22.

<sup>3</sup> - صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية - علمياً وعملياً، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية، 2000، ص: 10

باللغة الجرمانية كيس النقود<sup>(1)</sup> وتطورت حركة التبادل هذه لتأخذ أسم العائلة أو الشخص مع العملية إلى أن أصبحت هذه الكلمة تطلق على سوق تداول الأوراق المالية<sup>(2)</sup> وإذا رجعنا إلى تواريخ إنشاء أهم البورصات في العالم وجدنا أن أول بورصة أنشئت كانت في مدينة "أنفريس البلجيكية" عام 1536م<sup>(3)</sup>، ثم تنابع بعد ذلك إنشاء البورصات في أوروبا، ثم في باقي دول العالم. لم تنشأ سوق الأوراق المالية بهيكلها ونظمها وإدارتها التي عليها اليوم، بصورة فجائية بل مرت بمراحل هي:

ب- مراحل نشوء أسواق الأوراق المالية: يمكن التعرض إليها كما يلي: (4)

- مرحلة إنشاء أسواق البضائع: إن التطور الذي مس أوروبا بالانتقال من المرحلة الزراعية إلى المرحلة الصناعية، وازدياد المحاصيل والطلب عليها، حتم وجود سوق الاتجار بالمحاصيل الزراعية وظهر ما يسمى بالمضاربين ليحتملوا خطر تقلبات الأسعار، وإنشاء تجارة الجملة لتحمل خطر الاتجار فنشأت الأسواق في أماكن متعددة للاتجار في هذه المحاصيل، وسميت سوق البضائع فقد أنشأت أول سوق للبضائع في باريس عام 1304م.
- مرحلة التعامل بالأوراق التجارية: بدأت في فرنسا في القرن الثالث عشر - بتداول الكمبيالات والمسحوبات الأذنية حيث أوجد الملك فيليب ممنة سمسرة الصرف من أجل تنظيم هذا التداول.
- مرحلة التعامل بالأوراق المالية في المقاهي وعلى قارعة الطريق: ذكرنا سابقا بأن التعامل في الأوراق المالية كان يجرى في سوق البضائع، ولكن بعد أن خرج المتعاملون في الأوراق المالية من سوق البضائع بدأوا يبحثون عن مكان لهم، فكان مكانهم قارعة الطريق والمقاهي.
- مرحلة استقلال أسواق الأوراق المالية بمبانيها وأنظمتها: صاحب مرحلة التطور الصناعي نشوء مشاريع ضخمة لم يستطع المستثمر الفرد وحده القيام بالأعباء المالية، فتم الاقتصاد وتطور الصناعة وزيادة الدخل من ناحية ورواج التعامل في الأوراق المالية من ناحية أخرى، أملى ضرورة قيام أسواق الأوراق المالية المستقلة بأنظمتها وإدارتها ومبانيها، ومن بين الأسواق المالية التي استطاعت

<sup>1</sup> - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، كنوز اشبيليا للنشر- التوزيع، الرياض، الطبعة الأولى، 2005، ص: 78/1.

<sup>2</sup> - عبد النافع عبد الله الزراري، غازي توفيق فرح، مرجع سابق، ص: 46.

<sup>3</sup> - صلاح الدين السبسي، بورصات الأوراق المالية العربية والدولية، عالم الكتاب، مصر، 2003، ص: 05.

<sup>4</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، دار الفكر، دمشق، 2002، ص: 32.

أن تستقل بمبنى خاص هي بورصة لندن 1773م ثم باريس 1808م ونيويورك 1821م<sup>(1)</sup> ثم طوكيو وغيرها...

### 3- مقومات إنشاء سوق الأوراق المالية

لا تنشأ سوق الأوراق المالية لمجرد الرغبة في ذلك ولا بصدور قرارات من السلطات المختصة ولكن يتطلب ذلك توافر مجموعة من الشروط والمقومات أهمها:

أ. تبني فلسفة اقتصادية واضحة، قائمة على الثقة في قدرات السوق على تحريك النشاط الاقتصادي في ظل اعتبارات الكفاءة الاقتصادية والسلوك الرشيد للفرد والهيئات القائمة بالنشاط الاقتصادي.<sup>(2)</sup>

ب. توفر الإطار التشريعي، المرن القادر على الاستمرار والتكيف مع المستجدات والمتغيرات الاقتصادية وعلى تسهيل المعاملات وعلى تحريك رؤوس الأموال، مع توفير الحماية والأمان لكافة أطراف التعامل.<sup>(3)</sup>

ت. وجود هيكل مؤسسي- منظم، يعبر عنه بـ جهاز إداري متكامل تحكمه هيئة أو لجنة ويشترط بأعضاء السوق الحياد والخبرة بشؤون المال.<sup>(4)</sup>

ث. وجود قنوات وسيطة فعالة ومتطورة وكفئة، تساهم في توفير المعلومات الدقيقة وتسهيل وتسريع عمليات التداول.

ج. وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار، من خلال أجهزة السوق مقابل وجود طاقة استيعابية مقبولة ومعقولة وقادرة على استيعاب رأس المال المعروض المتمثل في المشروعات ذات الجودة الاقتصادية، والربحية المغرية.<sup>(5)</sup>

ح. وجود الاستمرارية والتنظيم، فلا بد من أن تكون سوق الأوراق المالية سوقاً مستمرة وذلك من خلال وجود العناصر التالية:

1 - أحمد محي الدين أحمد، أسواق الأوراق المالية وآثارها الإئتمانية في الاقتصاد الإسلامي، سلسلة صالح كمال للرسائل الجامعية في الاقتصاد الإسلامي، مجموعة دالة البركة، جدة، الكتاب الثاني، 1415 / 1995، ص، ص: 30، 31.

2 - حسن عبد المطلب الأسرج، تحليل أداء البورصات العربية خلال الفترة (1994-2003)، ص: 08 على الموقع الإلكتروني

تاريخ الزيارة New.gdnet.ws/fulltext/alarag\_arab\_stock.pdf 15/02/2007

3 - خليل الهندي، أنطوان الناشف، العمليات المالية والسوق المالية، المؤسسة الحديثة للكتاب، الجزء الثاني، لبنان، 2000، ص: 53.

4 - أرشد فؤاد النجمي، أسامة عزمي سلامة، الاستثمار بالأوراق المالية - تحليل وإدارة، دار المسيرة، عمان، 2004، ص: 113.

5 - حسين عبد المطلب الأسرج، مرجع سابق، ص: 08.

- ✓ وجود عدد كافي من المتعاملين فيها، يضمن الاستمرارية والاستقرار، لأنه يمنع التحكم في الأسعار من قبل فئة من المتعاملين.
- ✓ وجود الحرية التامة بين المتعاملين.
- ✓ تعدد وتنوع الأوراق المالية المطروحة والمتداولة، وذلك بزيادة عدد الشركات.
- ✓ وجود أنظمة كفئة للإفصاح المعلوماتي والمالي عن واقع الشركات والسوق وتحليل النشاط الاقتصادي.
- ✓ وجود الشركات والمؤسسات المصدرة للأوراق ضمن قائمة المؤسسات ذات السمعة الجيدة.
- خ. وجود هيكل متكامل من البنوك والمؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة ووجود إطارات فنية ذات خبرة عالية. (1)

### ثانياً: تصنيف أسواق الأوراق المالية

تصنف سوق الأوراق المالية حسب عدة معايير منها:

#### 1- تصنيف سوق الأوراق المالية حسب فترات التعاقد

- أ- السوق الآجلة: هي الأسواق التي يتم التعامل فيها، بين البائع والمشتري بالاتفاق على تسليم سلعة أو أصل (ورقة مالية) في تاريخ لاحق على أن يدفع المشتري الثمن عند التسليم. (2)
- وتعرف أيضاً بأسواق المشتقات المالية وذلك لأنها تقوم على مبدأ اشتقاق أسعار الأدوات من أدوات الأسواق المالية - الرئيسية - (الأسهم والسندات) وغيرها. (3)
- وهناك عدة عقود مشتقات وتسمى كل سوق على اسم العقود المبرمة فيها فمنها: (4)
- I. سوق الخيارات: ويتم فيها تبادل عقود الخيار، وهذه العقود تعطي لصاحبها الحق في البيع أو الشراء في وقت محدد، وهي عقود غير ملزمة فله الخيار في التنفيذ أو عدم التنفيذ عند تاريخ الاستحقاق.

1- حسين شحاته، عطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية - البورصة -، دار الطباعة للنشر - الإسلامية، مصر -، 2001، ص: 11.

2- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، الأردن، 2006، ص: 51.

3- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص: 65.

4- نفس المرجع، ص: 67.

- II. سوق المستقبلية: وتتعلق عقود هذه السوق بشراء أو بيع كمية كبيرة معينة من سلعة أو من أداة عند سعر معين ووقت محدد، وهي عقود ملزمة فليس له الخيار في التنفيذ من عدمه.
- III. سوق المقايضات (المبادلات) (سواب): ويتم فيها نوعان أساسيان للمبادلات أحدهما للفائدة والأخر للعملة، حيث تقوم على وضع مدفوعات دورية بين طرفي التعاقد أحدهما للآخر.
- ب- الأسواق الحاضرة: وهي الأسواق التي يتم فيها عرض وتداول وتسجيل الأدوات المالية المختلفة وتعد فيها الصفقات لتنفذ بشكل فوري.

## 2- تصنيف أسواق الأوراق المالية حسب أولية الإصدار

يمكن تصنيف الأسواق المالية الحاضرة (الحالية) من حيث أولية الإصدار إلى:

أ- السوق الأولية: هي سوق الإصدارات الجديدة، وهي سوق تشمل بيع وشراء الأوراق المالية التي تطرح لأول مرة من طرف الهيئات والشركات التي تصدرها، ويكتب فيها الأفراد والمؤسسات.<sup>(1)</sup>

وتؤدي المؤسسات المالية الوسيطة بمختلف أنواعها وأنشطتها دورا رئيسيا في هذه الأسواق، لا سيما بنوك الاستثمار التي تقدم النصح والمشورة إلى الشركات فيما يتعلق بأنسب أنواع الأوراق المالية المزعم إصدارها، وأنسب توقيت للإصدار وأنسب سعر وأنسب كمية، كما تقوم بترويج الأوراق المالية المصدرة وكذا قد تضمن للشركات بيع كم معين من الأوراق المالية المصدرة بسعر معين، وقد يقوم بنفس وظائف بنك الاستثمار كل من البنوك وشركات سمسة الأوراق المالية.<sup>(2)</sup>

إن الأسواق الأولية هي التي تمثل الإضافة الحقيقية إلى الاستثمارات لأن اقتناء الأدوات الصادرة عن المنشآت المختلفة يعني مساهمة مباشرة في استثمار رؤوس الأموال من هذه المنشآت.

وتعكس الأسواق الأولية بشكل عام كل من:<sup>(3)</sup>

✓ واقع التغيرات التي تحدث في العلاقات الهيكلية للاستثمارات.

✓ تطور الاستثمارات في الاقتصاد المعني

✓ المناخ الاستثماري السائد.

✓ النظام السوقي المعتمد.

<sup>1</sup> - عطية فياض، سوق الأوراق المالية في الميزان الفقهي الإسلامي، دار النشر للجامعات، مصر، 1998، ص: 44.

<sup>2</sup> - صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص: 22.

<sup>3</sup> - هوشيار معروف، مرجع سابق، ص: 61.



ويتم الإصدار في هذا السوق إما عن طريق: (1)

● **الاكتتاب العام:** وهو الإكتتاب لأول مرة من قبل شركات تحت التأسيس، أو من قبل شركات قائمة بالفعل بغرض زيادة مواردها المالية.

● **الاكتتاب المغلق:** وهو اكتتاب يقتصر على مؤسسي الشركة فقط ويمثل زيادة في رأس المال لشركات قائمة بالفعل.

**ب-السوق الثانوية:** تعد السوق الأولية الخطوة الأولى للنشاط المالي للورقة، إذ أن التوقف عند هذه السوق يفقد الورقة المالية مرونة تسليها الأمر الذي يستدعي وجود أسواق أخرى محفزة ومنشطة لحركة تداول الإصدارات الجديدة، إذ تعد السوق الثانوية الصورة الأخرى لسوق رأس المال التي توفر مهمة المرونة والاستمرارية للورقة المالية.

حيث تعرف الأسواق المالية الثانوية بأنها السوق التي تتداول فيها الأوراق المالية، التي أصدرت في السوق الأولية، ويطلق على هذه السوق اصطلاحاً "البورصة" (2) وتوفر هذه السوق السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من السوق الأولية وعليه فإن المستثمرين الذين يحملون هذه الأدوات قادرون بفضل هذا السوق أن يتخلصوا من هذه الأدوات، بسعر معروف في السوق.

ونلاحظ أن كلا من السوق الأولية والسوق الثانوية يؤثر أحدهما على الآخر، فإذا كانت هناك سوق ثانوية نشطة يتم فيها تداول الأوراق المالية بكفاءة ويسر فإن هذا يشجع المستثمرين على ارتياد سوق الإصدار، ذلك أنهم يطمئنون إلى إمكانية تحقيق السيولة والسعر العادل لما اكتتبوا فيه من الأوراق المالية وفي الجانب المقابل من سوق الإصدار فإن الإقبال على تأسيس شركات المساهمة والاكتتاب فيها من شأنه أن يضيف تنوعاً كبيراً في إضفاء السعر العادل والسيولة للأوراق المقيدة فيه. (3)

ومن مواصفات السوق الثانوية أن المساهم فيه يستطيع بيع مساهمته (دين أو حصص) كله أو جزء منه إلى آخر، لذلك فإنه يلجأ إليها كثير من المتعاملين، إذ لا يقصدون من وراء ذلك المشاركة

<sup>1</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق: 38.

<sup>2</sup> - عبد النافع عبد الله الزراري، غازي توفيق فرح، مرجع سابق: 48.

<sup>3</sup> - عطية فياض، مرجع سابق، ص: 46.

الفعلية في المشروع بل يرمون إلى تحقيق الأرباح من فروق الأسعار فيشترون الأوراق لا للاحتفاظ بها بل لبيعها عندما ارتفاع سعرها في السوق. ويتم التعامل في هذه السوق بين المتعاملين دون تدخل الشركة المصدرة لهذه الورقة في هذه العملية.

### 3- تصنيف سواق الأوراق المالية حسب صيغة تنظيمها

وتصنف السوق الثانوية طبقاً لصيغة تنظيمها إلى سوق منظمة وأخرى غير منظمة  
أ- السوق المنظمة: هي السوق التي يتداول فيها الأوراق المالية المدرجة بمواعيد دورية طبقاً لقواعد وإجراءات تحددها لجنة السوق<sup>(1)</sup>، ويطلق عليها السوق المنظمة وسوق المزاد والسوق الرسمية والسوق القارة<sup>(2)</sup> وتتداول فيها الأوراق المسجلة في السوق، مع ملاحظة أن هناك شروطاً لتسجيل الأسهم في البورصة.

ب- السوق غير المنظمة: هي أسواق عرفية ليس لها إطار مؤسسي أو هيكل تنظيمي محدد وتمثل بيوت السمسرة والوسطاء والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافياً حدود السوق ويتداول بها الأوراق غير المدرجة في السوق المنظمة وتشكل عملية التفاوض بين البائع والمشتري أساس آلية التسعير<sup>(3)</sup>

ويطلق عليها السوق غير الرسمية، السوق الموازية، السوق غير القارة والمعاملات التي تتم في هذه السوق تسمى بمعاملات على المنضدة<sup>(4)</sup>، ويتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة كبيرة من أجهزة الاتصال السريعة كالخطوط الهاتفية وغيرها من وسائل الاتصال الحديثة، التي تربط بين المتعاملون<sup>(5)</sup>، وغالباً ما ينظم المتعاملين في السوق غير المنظمة بجمعية أو رابطة تسمى بالجمعية الوطنية لتجار الأوراق المالية ويقوم هذا الاتحاد بتنظيم العمل في هذا السوق ومنح التراخيص للممارسة<sup>(6)</sup>.

1- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سابق، ص: 122.

2- مبارك بن سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الجزء الأول، كنوز اشبيليا للنشر والتوزيع، الرياض، 2005، ص: 78.

3- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلامة، مرجع سابق، ص: 124.

4- حسن عبد الله الأسرج، مرجع سابق، ص: 07.

5- مبارك بن سليمان، مرجع سابق 81/1.

6- صلاح السيد جودة، مرجع سابق، ص: 24.

## 4-تصنيف سوق الأوراق الثانوية غير المنظمة

تصنف السوق الثانوية غير المنظمة إلى صنفين هما:

أ- السوق الثالثة: تمثل هذه السوق قطاعًا من السوق غير المنظمة، وتتكون من بيوت السماسرة من غير الأعضاء المسجلين في السوق المنتظمة، وتبرز الحاجة للتعامل في السوق الثالثة بسبب وجود العديد من المؤسسات التي تقوم باستثمارات مالية كبيرة في السوق، كصناديق الضمان وصناديق التقاعد والأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها<sup>(1)</sup>، في حين لا تحصل على ميزات عند تعاملها في السوق المنظمة كالحصم مثلا والذي تفترض حصولها عليها مقابل حجم الاستثمارات المالية الكبيرة التي تقوم بها، لأن أنظمة السوق المنظمة لا تسمح بالتمييز بين متعامل وآخر وعدم إعطاء أفضلية لمتعامل دون آخر، ولذلك تتجه مثل هذه المؤسسات إلى السوق الثالثة غير المنظمة من أجل التفاوض للحصول على أكبر قدر ممكن من الحصم وبشكل يناسب تعاملها الكبير.<sup>(2)</sup>

ب- السوق الرابعة: حالها من حال السوق الثالثة إذ تعتبر شكلاً من أشكال السوق غير المنظمة، وتعرف بأنها سوق للتعامل المباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى السماسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل فيها بسرعة وتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وتليفونية.<sup>(3)</sup>

وتوفر هذه السوق إمكانية إجراء المعاملات بسرعة بسبب الاتصال المباشر، الذي يتم من خلاله تحديد الأسعار التي تكون مناسبة للمتعاملين، وبالشكل الذي يتضمن في الغالب، انخفاضاً في تكاليف المعاملات هذا لبعدها عن رسوم التسجيل والتعامل والعمولات المرتفعة وما إلى ذلك، ولهذا فإن السوق هذه تعتبر منافساً قويا للأسواق المنظمة وللأسواق غير المنظمة الأخرى، ويشمل التعامل في السوق الرابعة كافة الأوراق المالية، دون أن يقتصر على أوراق مالية معينة.<sup>(4)</sup>

وفي الأخير يمكن تلخيص أقسام أسواق الأوراق المالية في الشكل التالي:

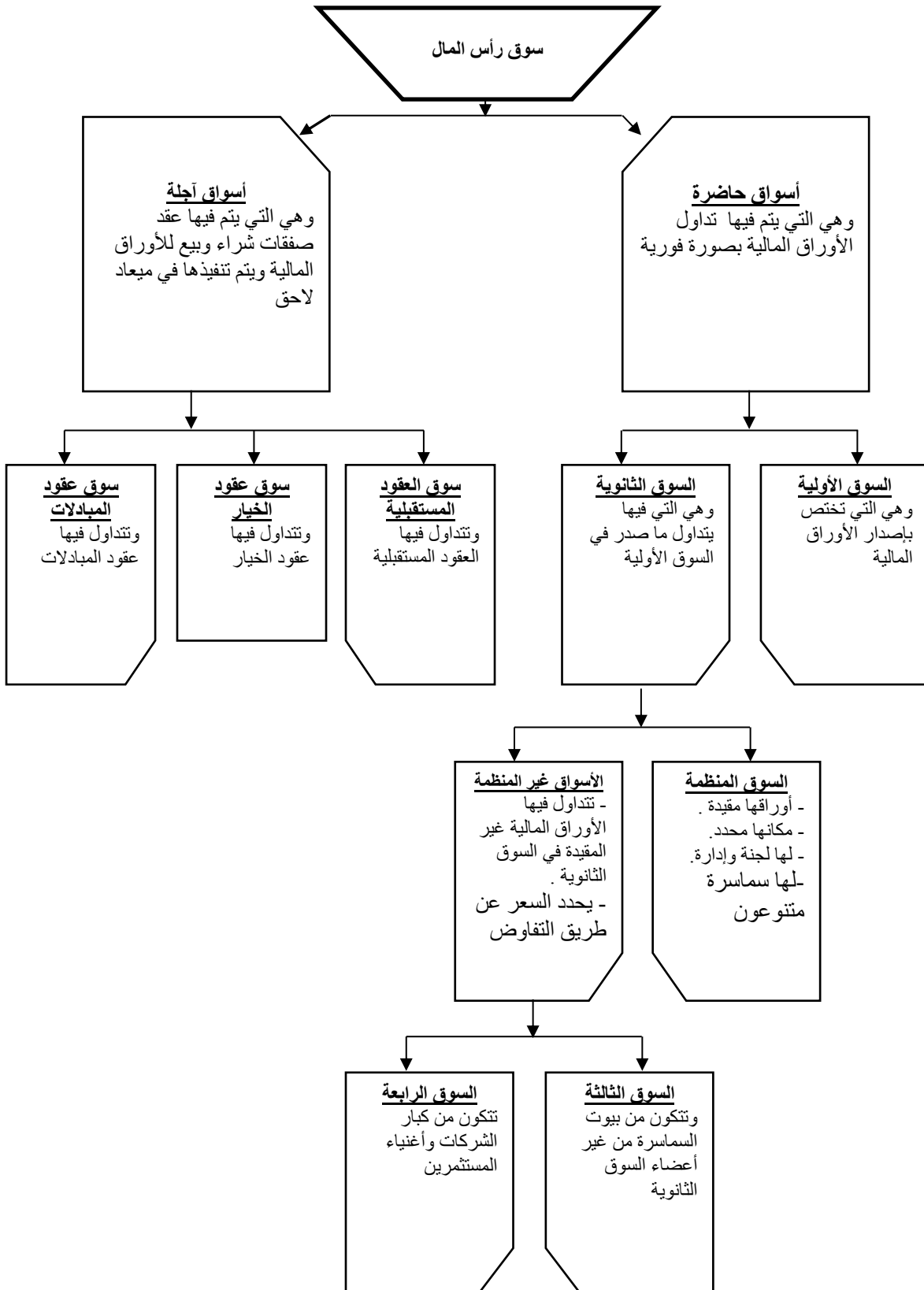
<sup>1</sup>- نفس المرجع ص، 24.

<sup>2</sup>- فليح حسن خلف، الأسواق المالية والتقديية، عالم الكتب الحديث، الأردن، ص: 47.

<sup>3</sup>- محمد عبده محمد مصطفى، سلسلة دليل صناع القرار رقم 05، كيفية التعامل في البورصة والأوراق المالية، مركز القرار الاستشاري، القاهرة، 1998، ص: 14.

<sup>4</sup>- فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص: 49.

عنوان الشكل: أنواع أسواق الأوراق المالية



## ثالثاً: وظائف سوق الأوراق المالية

وجدت سوق الأوراق المالية من أجل الربط بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز، ولم تقتصر على هذه المهمة بل تعددت وظائفها إلى:

**1- إيجاد سوق دائمة ومستمرة وحرّة:** تعتبر سوق الأوراق المالية سوقاً مستمرة، يتم العمل من خلالها على الأوراق المالية في أوقات العمل الرسمية، بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء وبيع الأوراق المالية، طلباً للربح أو تغير للاستثمار، حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسهيل أصوله المادية ومن جهة المستثمر وجود سوق لطلب الأموال<sup>(1)</sup>، وتتحقق في هذه السوق المنافسة الحرة حيث تتحدد فيها الأسعار وفقاً لقانون الطلب والعرض<sup>(2)</sup>، وتكون الأسواق حرة ومفتوحة لجميع المستثمرين، دون النظر إلى مراكزهم المالية.

**2- ضخ الأموال في دائرة الاقتصاد:** إن قيام أصحاب الفائض بالاكتتاب في أسهم شركة حديثة أو شراء كمية من السندات التي تصدر عن بعض الشركات يعني هذا، أنهم قد أضافوا مصادر تمويل جديدة للسوق، حيث لا يستطيع المستثمر سحب أمواله من السوق إلا إذا حل محله مستثمر آخر وقام بشراء هذه الأدوات، وهذا يدل أن الأموال تبقى في السوق ولا تخرج منه إلا إذا تم تصفية هذه الشركة أو تم استحقاق دين الورقة، كما إن عملية بيع الورقة وتحويلها إلى أموال يفتح أبواب مجالات استثمار جديدة وذلك بضخ تلك الأموال في مجالات استثمار أخرى.<sup>(3)</sup>

**3- تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشاريع:** تحول سوق الأوراق المالية مدخرات الأفراد إلى استثمارات، وتتيح هذه الاستثمارات التمويل اللازم لتمكين مشاريع الأعمال والحكومة من إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها الفرد، ويتم تشجيع المدخرات نحو الاستثمار المالي بعدة أساليب منها: عن طريق الاكتتابات المقسطة، أو ضمان حد أدنى من الأرباح والفوائد، نشر الوعي الاستثماري في الأدوات المالية<sup>(4)</sup> إضافة إلى ذلك تسهيل استثمار رؤوس الأموال في هذه السوق، وتظهر هذه السهولة في إمكانية استثمار أي مبلغ مالي صغير أو كبير، ولأي مدة طالت أو قصرت، ولا يحتاج

<sup>1</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 45

<sup>2</sup> - حسين شحاتة، عطية فياض، الضوابط الشرعية للتعامل في سوق الأوراق المالية -البورصة-، دار الطباعة للنشر- الإسلامية، مصر-، 2001، ص: 08.

<sup>3</sup> - خليل الهندي، أنطوان الناشف، مرجع سابق، ص: 56.

<sup>4</sup> - وليد أحمد صافي، سوق الأوراق المالية ودورها في التنمية الاقتصادية - حالة تطبيقية، سوق عمان المالي-رسالة لنيل شهادة ماجستير، غير منشورة في العلوم الاقتصادية - فرع نقود وتمويل-جامعة الجزائر (1996-1997)، ص 27.

ذلك إلى خبرات مالية عالية ويتيح الفرصة لتنويع الاستثمار فيمكن توزيع رأس المال على عدة مجالات وذلك بشراء أسهم لشركات صناعية وأخرى زراعية وغيرها من مجالات الاستثمار.<sup>(1)</sup>

**4-أداة لتقييم الأداء الاقتصادي للشركات:** إن الشركات والمؤسسات المسجلة في هذه السوق، هي تلك التي قد استوفت عددًا من الشروط المحددة في التنظيمات والقوانين الساري العمل بها، ومن بينها مطالبة هذه المؤسسات بالإفصاح عن نشاطها وقوائمها المالية ورقم أعمالها بصفة دورية إلى غير ذلك من المعلومات التي تساعد على تقييم أداء هذه الشركات

**5-مؤشر الأحوال الاقتصادية:** تعبر سوق الأوراق المالية عما يحدث في الاقتصاد الأمر الذي يعطي الإدارة الاقتصادية في البلاد الفرصة لاتخاذ أي إجراءات تصحيحية بهدف معالجة أي خلل اقتصادي<sup>(2)</sup>، فعند انخفاض الأسعار يعتبر مؤشرا لاحتمال تعرض البلاد لموجة من الكساد، كما يبدي المحللون الاقتصاديون وجهات نظرهم بشأن الحالة وبشأن الترتيبات المقترحة لمواجهتها<sup>(3)</sup>، ومن خلالها نستطيع أن نعرف معدلات الاستثمار والادخار، وتستطيع الدولة اتخاذ قرارات من أجل السياسات النقدية والمالية لتحقيق الاستقرار فيها.

**6-أداة للتحوط من المخاطر:** يستفيد من سوق الأوراق المالية التجار والصناع والزراع، حيث يتمكن كل واحد منهم، من التأمين على مركزه ضد تقلبات الأسعار بفضل عملية التغطية<sup>(4)</sup>، وذلك بدخوله في عمليات تتم في أسواق مخصصة لذلك.

**7-بيع الحقوق وشراؤها:** فعن طريق هذه السوق يستطيع المستثمر الانسحاب من الشركة، وذلك ببيع حقه في الشركة في هذه السوق، دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع من أراضٍ ومبانٍ وغيرها من المعدات.<sup>(5)</sup>

**8-المساهمة في تمويل خطط التنمية:** عن طريق طرح أوراق مالية حكومية في تلك السوق وذلك من أجل سداد نفقاتها المتزايدة وتمويل مشروعات التنمية<sup>(6)</sup>، أو من أجل تحقيق سياسة اقتصادية معينة (طرح أدوات في السوق من أجل امتصاص السيولة).

<sup>1</sup> - حسين شحاتة، عطية فياض، مرجع سابق، ص: 09.

<sup>2</sup> - عبد النافع الزراري، غازي توفيق فرح، مرجع سابق، ص: 13.

<sup>3</sup> - ضياء مجيد الموسوي، البورصات - أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات، منشورات image، 1998، ص: 07.

<sup>4</sup> - شعبان محمد إسلام البرواري، مرجع سابق، ص: 48.

<sup>5</sup> - نفس المرجع، ص: 47.

<sup>6</sup> - أحمد بوراس، سعيد بريكة، كفاءة الأسواق العربية وتمويل الاقتصاد بالجزائر، بحث مقدم للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية - بسكرة، الجزائر، يومي: 21-22 / نوفمبر / 2006، ص: 03.

- ويمكن تمثيل أهمية سوق الأوراق المالية في النقاط التالية: (1)
- ✓ سهولة الحصول على الأموال بالنسبة للمؤسسات الاقتصادية المقيدة في السوق.
  - ✓ سهولة عملية الربط بين أصحاب الفائض وأصحاب العجز.
  - ✓ سهولة تسهيل الأوراق المالية التي يجوزها المستثمر.
  - ✓ استقطاب الأموال الأجنبية للاستثمار المحلي.
  - ✓ تسهيل توزيع المدخرات على مختلف المشاريع الاقتصادية وتنشيط كافة قطاعات النشاط الاقتصادي.
  - ✓ تجنب الآثار التضخمية (2) إذ لو قامت المصارف المحلية بعمليات التمويل لأدى ذلك إلى زيادة كبيرة في حجم الائتمان وبالتالي إحداث موجة تضخمية.
  - ✓ الزيادة من حيوية المشروعات للوصول إلى الشروط اللازمة لدخوله إلى هذا السوق.
  - ✓ كما تبرز أهميتها بالنسبة إلى الدولة بأنها أداة اقتصادية تضبط بها السير الحسن للاقتصاد.

<sup>1</sup> زيدان محمد، نورين بومدين، دور السوق المالي في تمويل التنمية الاقتصادية بالجزائر، بحث مقدم للملتقى الدولي حول سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات - دراسة حالة الجزائر والدول النامية - بسكرة، الجزائر، يومي: 21-22 / نوفمبر 2006، ص: 03.

<sup>2</sup> صلاح الدين السيسي، مرجع سابق، ص: 21.