

المحاضرة 02:

مدخل إلى النظام المالي: أساسيات الأسواق المالية

المرجع الأساسي: Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2006). *Financial markets and institutions*. Pearson Education

India. (للتفصيل أكثر راجع الفصل 2، 11، 12، 13، 14 من الكتاب)

الأهداف:

التعرف على تعريف السوق المالي (Financial Market) ووظائفه الرئيسية.
فهم تقسيمات السوق المالي مثل السوق النقدي (Money Market) وسوق الأوراق المالية (Capital Market).
دراسة الفرق بين السوق الأولي (Primary Market) والسوق الثانوي (Secondary Market).

الكلمات المفتاحية:

السوق المالي (Financial Market)

السوق النقدي (Money Market)

سوق الأوراق المالية (Capital Market)

السوق الأولي (Primary Market)

السوق الثانوي (Secondary Market)

السيولة (Liquidity)

تخصيص رأس المال (Capital Allocation)

1. تعريف السوق المالي:

السوق المالي (Financial Market) هو المكان الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية مثل الأسهم (Stocks)، السندات (Bonds)، والعقود المشتقة (Derivatives). يوفر السوق المالي بيئة تُمكن المدخرين والمستثمرين من تبادل هذه الأدوات بناءً على قيمتها السوقية. تتيح هذه الأسواق للشركات جمع رأس المال اللازم لتمويل مشاريعها وللمستثمرين فرصة تنمية رأس المال الخاص بهم من خلال العوائد الاستثمارية.

وفقًا لـ Mishkin و Eakins، تُعتبر الأسواق المالية وسيلة هامة لربط من يحتاجون إلى التمويل (مثل الشركات والحكومات) مع المدخرين (مثل الأفراد والمؤسسات). تقوم الأسواق المالية بتحديد الأسعار العادلة للأوراق المالية من خلال قوى العرض والطلب، وتوفر السيولة للأدوات المالية مما يُمكن المستثمرين من تحويل استثماراتهم إلى نقد بسهولة (صفحة 19).

2. وظائف السوق المالي:

تؤدي الأسواق المالية دورًا حيويًا في تعزيز النمو الاقتصادي من خلال وظائف متعددة، منها:

توفير السيولة (Providing Liquidity): السيولة هي القدرة على تحويل الأصول المالية إلى نقد بسرعة وبأقل تكلفة. تساعد الأسواق المالية في توفير سيولة عالية، مما يسمح للمستثمرين ببيع الأوراق المالية التي يمتلكونها عند الحاجة، وبالتالي يمكنهم تعديل محافظهم الاستثمارية حسب الضرورة (صفحة 20).

تخصيص رأس المال (Capital Allocation): تُعتبر الأسواق المالية الوسيلة التي يتم من خلالها تخصيص الموارد المالية إلى المشاريع الأكثر إنتاجية. توفر الأسواق الحافز للشركات لجمع رأس المال للاستثمار في مشاريع جديدة أو توسيع الأعمال القائمة، مما يُعزز من كفاءة الاقتصاد الكلي (صفحة 21).

إدارة المخاطر (Risk Management): تساعد الأسواق المالية المستثمرين في توزيع المخاطر عبر مجموعة متنوعة من الأدوات المالية. من خلال تداول المشتقات المالية (Derivatives) أو السندات، يمكن للمستثمرين تغطية الخسائر المحتملة وتقليل التعرض للمخاطر المالية الكبيرة (صفحة 22).

3. تقسيمات السوق المالي:

أ. السوق النقدي (Money Market):

السوق النقدي هو السوق الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية قصيرة الأجل، والتي تستحق في أقل من عام. تشمل هذه الأدوات أذون الخزانة (Treasury Bills)، شهادات الإيداع (Certificates of Deposit)، والاتفاقيات المالية قصيرة الأجل بين المؤسسات. يتميز السوق النقدي بسيولته العالية وقلة مخاطره مقارنةً بالأسواق الأخرى، مما يجعله خيارًا مفضلًا للمستثمرين الذين يبحثون عن استثمارات آمنة وسريعة العائد (صفحة 254-255 من Mishkin).

يُعتبر مصطلح "أسواق النقد" (Money Market) في الواقع تسمية خاطئة. فالنقد، أو العملة، لا يتم تداوله في أسواق النقد. ولكن نظرًا لأن الأوراق المالية التي تُتداول هناك تكون قصيرة الأجل وسريعة التحويل إلى نقد، فإنها تقترب من أن تكون مثل النقد. تمتلك الأوراق المالية في أسواق النقد ثلاث خصائص أساسية مشتركة:

- عادة ما تُباع في فئات كبيرة (Large Denominations).

- لديها مخاطر افتراضية منخفضة (Low Default Risk).

- تستحق في سنة أو أقل من تاريخ إصدارها الأصلي. معظم أدوات أسواق النقد تستحق في أقل من 120 يومًا.

لا تجري معاملات أسواق النقد في مكان معين أو مبنى محدد، بل عادة ما يرتب المتداولون عمليات الشراء والبيع بين المشاركين عبر الهاتف ويتم إكمالها إلكترونيًا. نظرًا لهذه الخاصية، عادة ما يكون لأوراق أسواق النقد سوق ثانوية نشطة (Active Secondary Market). وهذا يعني أنه من السهل نسبيًا العثور على مشترين لهذه الأصول في المستقبل. درجة

سيولة السوق الثانوية في أسواق النقد تجعل من أدوات المتداولة فيها مرنة جدًا لتلبية الاحتياجات المالية قصيرة الأجل. على سبيل المثال، ذكر في التقرير السنوي لشركة مايكروسوفت (Microsoft): "نعتبر جميع الاستثمارات ذات السيولة العالية التي تحقق أرباحًا بفائدة والتي تستحق في 3 أشهر أو أقل من تاريخ الشراء بمثابة معادلات نقدية" (Cash Equivalents). (صفحة 255 من Mishkin).

ميزة أخرى لأسواق النقد هي أنها أسواق بالجملة (Wholesale Markets)، مما يعني أن معظم المعاملات تكون كبيرة جدًا، عادةً تتجاوز مليون دولار. حجم هذه المعاملات يمنع معظم المستثمرين الأفراد من المشاركة مباشرة في أسواق النقد. بدلًا من ذلك، يقوم الوسطاء والوكلاء العاملون في قاعات التداول لدى البنوك الكبرى وبيوت الوساطة بجمع العملاء معًا. على الرغم من طبيعة أسواق النقد بالجملة، تم تطوير أوراق مالية وأساليب تداول مبتكرة لتوفير وصول المستثمرين الصغار إلى الأوراق المالية في أسواق النقد.

الغرض من **أسواق النقد** (Money Markets) هو أنها توفر سوقًا ثانوية متطورة تجعلها مكانًا مثاليًا للشركات أو المؤسسات المالية "لتخزين" الأموال الفائضة حتى الحاجة إليها. وبالمثل، توفر أسواق النقد مصدرًا منخفض التكلفة للأموال للشركات، والحكومة، والوسطاء الماليين الذين يحتاجون إلى تمويل قصير الأجل.

معظم المستثمرين في **أسواق النقد**، الذين يخزنون أموالهم مؤقتًا، لا يحاولون عادةً تحقيق عوائد عالية بشكل غير عادي على أموالهم في هذه الأسواق. بدلًا من ذلك، يستخدمون **أسواق النقد** كاستثمار مؤقت يوفر عائداً أعلى من الاحتفاظ بالنقد أو الأموال في البنوك. قد يشعرون أن ظروف السوق ليست مناسبة لشراء أسهم إضافية، أو قد يتوقعون ارتفاع أسعار الفائدة، وبالتالي لا يرغبون في شراء السندات. من المهم أن تأخذ في الاعتبار أن الاحتفاظ بالنقد الفائض دون استخدام يعد مكلفًا للمستثمر، لأن أرصدة النقد لا تحقق دخلًا لصاحبها. النقد الفائض يمثل **تكلفة الفرصة البديلة** (Opportunity Cost) من حيث الفوائد التي تم تفويتها. ويمكن تعريف تكلفة الفرصة البديلة للأصل بأنها مقدار الفائدة التي يتم التضحية بها لعدم الاحتفاظ بأصل آخر. توفر **أسواق النقد** وسيلة لاستثمار الأموال الفائضة وتقليل تكلفة الفرصة البديلة.

غالبًا ما يحتفظ المستشارون الماليون ببعض الأموال في **أسواق النقد** حتى يتمكنوا من التصرف بسرعة والاستفادة من الفرص الاستثمارية التي يحدونها. كما تحتفظ معظم صناديق الاستثمار والوسطاء الماليين أيضًا بأوراق مالية في أسواق النقد لتلبية احتياجات الاستثمار أو تدفق الودائع.

ب. سوق الأوراق المالية (Capital Market):

في المقابل، سوق الأوراق المالية أو سوق رأس المال (Capital Markets) هو السوق الذي يتم فيه تداول الأدوات المالية طويلة الأجل، والتي تزيد مدة استحقاقها عن عام. يشمل هذا السوق الأسهم (Stocks) والسندات طويلة الأجل (Long-Term Bonds)، والرهن العقاري (Mortgages). يُعتبر سوق الأوراق المالية أداة حيوية لتوفير التمويل للمشاريع الكبيرة التي تحتاج إلى استثمارات طويلة الأجل (صفحة 279-280 من Mishkin).

الغرض من أسواق رأس المال (Capital Market) يختلف عن الأهداف في أسواق النقد (Money Markets). الشركات والأفراد يستخدمون أسواق النقد أساسًا لتخزين الأموال لفترات قصيرة حتى تنشأ حاجة أكثر أهمية أو استخدام أكثر إنتاجية لتلك الأموال. على العكس من ذلك، يتم استخدام أسواق رأس المال للاستثمارات طويلة الأجل.

على سبيل المثال، بعد إجراء تحليل مالي دقيق، قد تقرر شركتك أنها بحاجة إلى مصنع جديد لتلبية الطلب المتزايد على منتجاتها. سيتم إجراء هذا التحليل باستخدام أسعار الفائدة التي تعكس التكلفة طويلة الأجل الحالية للأموال بالنسبة

للشركة. والآن، إذا قررت شركتك تمويل هذا المصنع من خلال إصدار أوراق مالية في أسواق النقد، مثل الأوراق التجارية (Commercial Paper)، فطالما أن أسعار الفائدة لا ترتفع، فإن الأمور تسير على ما يرام: عندما تستحق هذه الأوراق المالية قصيرة الأجل، يمكن إعادة إصدارها بنفس سعر الفائدة. ولكن إذا ارتفعت أسعار الفائدة، فقد تجد الشركة أنها لا تمتلك التدفقات النقدية أو الدخل اللازم لدعم المصنع، لأن الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تستحق سيتعين إعادة إصدارها بأسعار فائدة أعلى. ولو تم استخدام أوراق مالية طويلة الأجل مثل السندات (Bonds) أو الأسهم (Stock)، لما كانت أسعار الفائدة (Interest Rates) لتكون بهذا القدر من الأهمية.

4. أقسام سوق الأوراق المالية:

يمكن تصنيف الأوراق المالية بعدة طرق حسب عدة معايير، فيما يلي أهم هذه التصنيفات

أ. أسواق الدين والأسهم (Debt and Equity Markets)

يمكن للشركة أو الفرد الحصول على الأموال في سوق مالية (Financial Market) بطريقتين. الطريقة الأكثر شيوعًا هي إصدار أداة دين، مثل السند (Bond) أو الرهن العقاري (Mortgage)، وهي اتفاقية تعاقدية يلتزم فيها المقترض بدفع مبالغ ثابتة لحامل الأداة على فترات منتظمة (مدفوعات الفائدة والأصل) حتى تاريخ محدد (تاريخ الاستحقاق) حيث يتم دفع المبلغ النهائي. مدة استحقاق (Maturity) أداة الدين هي عدد السنوات (الفترة) حتى تاريخ انتهاء صلاحية تلك الأداة. تكون أداة الدين قصيرة الأجل إذا كانت مدة استحقاقها أقل من سنة وطويلة الأجل إذا كانت مدتها 10 سنوات أو أكثر. أما الأدوات التي تتراوح مدة استحقاقها بين سنة و10 سنوات فتسمى متوسطة الأجل.

الطريقة الثانية لجمع الأموال هي إصدار الأسهم (Equities)، مثل الأسهم العادية (Common Stock)، والتي تمنح حق المشاركة في صافي دخل الشركة (الدخل بعد المصاريف والضرائب) وأصولها. إذا كنت تملك سهمًا واحدًا في شركة أصدرت مليون سهم، فإنك تمتلك واحدًا من مليون جزء من صافي دخل الشركة وواحدًا من مليون جزء من أصولها. غالبًا ما تقوم الأسهم بدفع مبالغ دورية (توزيعات أرباح) لحامليها وتعتبر أوراقًا مالية طويلة الأجل لأنها ليس لها تاريخ استحقاق. بالإضافة إلى ذلك، يعني امتلاك الأسهم أنك تمتلك جزءًا من الشركة وبالتالي لديك الحق في التصويت على المسائل المهمة للشركة وانتخاب مديريها.

العيب الرئيسي لامتلاك الأسهم في شركة بدلًا من ديونها هو أن حامل الأسهم هو مطالب متبقي (Residual Claimant)، أي أن الشركة يجب أن تدفع لكل حاملي الديون قبل أن تدفع لحاملي الأسهم. أما الميزة في امتلاك الأسهم فهي أن حاملي الأسهم يستفيدون مباشرة من أي زيادة في ربحية الشركة أو قيمة أصولها، لأن الأسهم تمنح حقوق الملكية لحامليها. ولا يشارك حاملو الديون في هذا الفائدة، حيث أن مدفوعاتهم ثابتة.

ب. السوق الأولي (Primary Market) و السوق الثانوي (Secondary Market):

السوق الأولية (Primary Market) هي سوق مالية يتم فيها بيع إصدارات جديدة من الأوراق المالية، مثل السندات (Bonds) أو الأسهم (Stocks)، للمشتريين الأوائل من قبل الشركة أو الوكالة الحكومية التي تستعير الأموال. بينما **السوق الثانوية (Secondary Market)** هي سوق مالية يتم فيها إعادة بيع الأوراق المالية التي تم إصدارها مسبقًا. السوق الأولية للأوراق المالية ليست معروفة جيدًا للجمهور، لأن بيع الأوراق المالية للمشتريين الأوائل غالبًا ما يتم خلف الأبواب المغلقة. ومن المؤسسات المالية المهمة التي تساعد في البيع الأولي للأوراق المالية في السوق الأولية هي البنك الاستثماري (Investment Bank). حيث يقوم البنك بالتحقق من الأوراق المالية: يضمن سعرًا للأوراق الشركة ثم يبيعها للجمهور.

تعد بورصة نيويورك (New York Stock Exchange) وناسداك (NASDAQ) من أفضل الأمثلة على الأسواق الثانوية، على الرغم من أن أسواق السندات (Bond Markets) التي يتم فيها شراء وبيع سندات الشركات الكبرى والحكومات لديها حجم تداول أكبر. ومن الأمثلة الأخرى على الأسواق الثانوية أسواق الصرف الأجنبي (Foreign Exchange Markets)، أسواق العقود الآجلة (Futures Markets)، وأسواق الخيارات (Options Markets).

يعتبر وسطاء الأوراق المالية (Securities Brokers) والمتعاملون (Dealers) ضروريين لعمل السوق الثانوية بشكل جيد. حيث يُعتبر الوسطاء وكلاء للمستثمرين يقومون بربط المشتريين بالبائعين للأوراق المالية؛ بينما يقوم المتعاملون بربط المشتريين والبائعين من خلال شراء وبيع الأوراق المالية بأسعار محددة.

عندما يشتري فرد ورقة مالية في السوق الثانوية، يتلقى الشخص الذي باع الورقة المالية المال مقابل تلك الورقة، ولكن الشركة التي أصدرت الورقة المالية لا تحصل على أموال جديدة. تحصل الشركة على أموال جديدة فقط عندما يتم بيع أوراقها المالية لأول مرة في السوق الأولية. ومع ذلك، تخدم الأسواق الثانوية وظيفتين مهمتين:

- أولًا، تجعل من السهل والسريع بيع هذه الأدوات المالية لجمع النقد؛ أي أنها تجعل الأدوات المالية أكثر سيولة. وتزيد السيولة المتزايدة لهذه الأدوات من الرغبة فيها، وبالتالي تجعلها أسهل للبيع من قبل الشركة المصدرة في السوق الأولية.

- ثانيًا، تحدد أسعار الأوراق المالية التي تبيعها الشركة المصدرة في السوق الأولية. لن يدفع المستثمرون الذين يشترون الأوراق المالية في السوق الأولية للشركة المصدرة أكثر من السعر الذي يعتقدون أن السوق الثانوية ستحدد لهذا كلما زادت أسعار الأوراق المالية في السوق الثانوية، زادت الأسعار التي ستلقاها الشركة المصدرة لأوراقها الجديدة في السوق الأولية، ومن ثم زادت كمية رأس المال الذي يمكنها جمعه. لذلك، فإن الظروف في السوق الثانوية هي الأكثر صلة بالشركات التي تصدر الأوراق المالية (صفحة 19).

ج. السوق المنظم والسوق غير المنظم:

الأسواق الثانوية يمكن تنظيمها بطريقتين. الطريقة الأولى هي الأسواق المنظمة (Exchanges)، حيث يجتمع المشترون والبائعون للأوراق المالية (أو وكلاؤهم أو وسطاءهم) في موقع مركزي واحد لإجراء التداولات. بورصة نيويورك (New York Stock Exchange) وبورصة الأسهم الأمريكية (American Stock Exchange) ومجلس شيكاغو للتجارة (Chicago Board of Trade) للسلع مثل القمح، الذرة، الفضة، وغيرها من المواد الخام هي أمثلة على البورصات المنظمة. أما الطريقة الأخرى لتنظيم السوق الثانوية فهي سوق التداول خارج البورصة (Over-the-Counter - OTC) وتسمى بالسوق غير المنظمة أو سوق التراضي، حيث يقوم المتعاملون في مواقع مختلفة الذين لديهم مخزون من الأوراق المالية بالاستعداد لشراء وبيع الأوراق المالية "خارج البورصة" لأي شخص يأتي إليهم ويقبل أسعارهم. ونظرًا لأن المتعاملين خارج البورصة يتواصلون عبر الكمبيوتر ويعرفون الأسعار التي يحددها بعضهم البعض، فإن سوق التداول خارج البورصة تنافسية للغاية وليست مختلفة جدًا عن السوق المنظمة. ومن أمثلتها **الأوراق المالية الحكومية الأمريكية** (U.S. Treasury securities) والأسهم التي تظهر في المؤشر الذي يتابع عن كثب وهو **مؤشر ناسداك** (Nasdaq Index). مؤخرًا ظهرت منصات أخرى للتداول خارج البورصة إلى جانب أسواق التراضي، **كالنظام المتخصص** (Specialist System). حيث تعد **بورصة نيويورك** (New York Stock Exchange - NYSE Euronext) المستخدم الأكثر شهرة لهذا النظام. ففي هذا النظام، تُعَيّن البورصة **متخصصًا** (Specialist) في إدراج وتداول الأوراق المالية. عندما يتم تقديم أوامر الشراء أو البيع للأوراق المالية المدرجة في البورصة، يتم توجيه هذه الأوامر إلى المتخصص المعين. يتحمل المتخصص مسؤولية **موازنة أوامر الشراء والبيع** (Crossing Orders)، وغالبًا ما يتطلب ذلك **رفع السعر** عندما يتجاوز الطلب على الشراء الطلب على البيع، أو **خفض السعر** عندما يحدث العكس. يحتفظ المتخصص أيضًا **بمخزون** من الورقة المالية، يمكنه السحب منه لتلبية زيادة في الطلب لا يمكن تلبيةها بشكل كامل من خلال أوامر البيع المتاحة. وعلى العكس، سيزيد المخزون عندما لا يمكن مطابقة الزيادة في أوامر البيع مع أوامر الشراء المتاحة.

النظام الثالث الذي يزداد أهمية هو **شبكة الاتصالات الإلكترونية** (Electronic Communications Network - ECN). حيث تتمتع **شبكات ECN** بخصائص مشتركة بين نظام OTC ونظام المتخصص. يحاول مشغل ECN **موازنة أوامر الشراء والبيع** مثل نظام المتخصص، لكن شبكات ECN تتنافس فيما بينها مثل منصة OTC تُستخدم شبكات ECN لتنفيذ الصفقات خارج أوقات التداول الرسمية، بعد إغلاق البورصات، وأصبحت شائعة لتنفيذ الصفقات الكبيرة بين المستثمرين المؤسسيين. حجم التداول في شبكات ECN يتزايد مع مرور الوقت مقارنة بالمنصات الأخرى، جزئيًا لأن **التكاليف** تميل إلى أن تكون **أقل**، ويتوقع العديد من المحللين استمرار هذا الاتجاه.

د. أسواق الرهن العقاري (Mortgage Markets)

هي المكان الذي يمكن للمقترضين—سواء كانوا أفرادًا، شركات، أو حكومات—الحصول فيه على قروض عقارية طويلة الأجل بضمانات حيث **الرهن العقاري** (Mortgage) هو قرض طويل الأجل مضمون بعقار. وتشكل أسواق الرهن العقاري فئة فرعية من أسواق رأس المال، نظرًا لأن الرهون العقارية تتعلق بتمويل طويل الأجل. ولكن تختلف أسواق الرهن العقاري عن أسواق الأسهم والسندات (Stock and Bond Markets) في نقطتين أساسيتين:

- المقترضون المعتادون: في أسواق رأس المال هم الكيانات الحكومية والشركات، بينما في أسواق الرهن العقاري، يكون المقترضون المعتادون أفرادًا.

- قروض الرهن العقاري: تُمنح بمبالغ وأجال استحقاق مختلفة، وذلك بناءً على احتياجات المقترضين، وهذه السمات تسبب مشاكل في تطوير سوق ثانوية.