

المحاضرة 03:

مدخل إلى النظام المالي: تنظيم الأسواق المالية

المرجع الأساسي:

- Mishkin, F. S., & Eakins, S. G. (2006). *Financial markets and institutions*. Pearson Education India.
- Fabozzi, Frank J. & Jones, Frank J. (2019). *Foundations of global financial markets and institutions*, 5th edition, Cambridge Massachusetts.
- Loader, D. (2019). *Clearing, settlement and custody*. Butterworth-Heinemann.

الأهداف:

- التعرف على التنظيمات التي تحكم الأسواق المالية ودورها في استقرار النظام المالي.
- فهم دور غرفة المقاصة (Clearinghouse) في تسوية المعاملات المالية.
- دراسة أهمية الوسطاء الماليين مثل البنوك الاستثمارية (Investment Banks) والسماسرة (Brokers)
- التعرف على هيئات التوظيف الجماعي وصناديق الاستثمار الجماعي (Mutual Funds and Collective Investment Schemes).

الكلمات المفتاحية:

- تنظيم الأسواق المالية (Financial Market Regulation)
- غرفة المقاصة (Clearinghouse)
- الوسطاء الماليون (Financial Intermediaries)
- بنوك الاستثمار (Investment Banks)
- لجنة الأوراق المالية والبورصات (Securities and Exchange Commission - SEC)
- هيئات التوظيف الجماعي (Collective Investment Schemes)
- صناديق الاستثمار الجماعي (Mutual Funds)

1. تمهيد:

تنظيم الأسواق المالية (Financial Market Regulation) هو عملية وضع القواعد والإشراف على الأسواق المالية لضمان أن تعمل بكفاءة وعدالة وشفافية. هذه القوانين تهدف إلى حماية المستثمرين من المخاطر المالية المفرطة، وتجنب الغش والتلاعب في السوق. تعتبر هذه التنظيمات أساسية لاستدامة الأسواق وتوفير بيئة آمنة للتداولات المالية. التنظيم المالي يعزز الثقة بين المستثمرين ويضمن أن جميع المشاركين يتبعون نفس القواعد، مما يقلل من مخاطر الأزمات المالية مثل تلك التي حدثت في عام 2008. يعتمد التنظيم على هيئات إشرافية مثل لجنة الأوراق المالية

والبورصات (Securities and Exchange Commission - SEC) في الولايات المتحدة، التي تهدف إلى حماية المستثمرين وضمان استقرار السوق (صفحة 425 من *Mishkin*).

تؤدي الحكومات دورًا مهمًا في تنظيم الأسواق المالية، مما يؤثر على تطورها وتطور المؤسسات المالية. تتفاعل الحكومات والمُصدرون والمستثمرون بشكل متبادل، مما يؤدي إلى استجابات متغيرة بين الجهات التنظيمية والأسواق.

التبرير الأساسي لتنظيم الأسواق هو أنه بدون تدخل حكومي، لن تتمكن السوق من تقديم السلع أو الخدمات بكفاءة وتكلفة منخفضة. الأسواق المثالية تتسم بالكفاءة والإنتاج بتكلفة منخفضة. إذا لم تكن السوق تنافسية، أو لم يكن من المتوقع أن تصبح كذلك، فقد تتدخل الحكومة. يمكن أن تتدخل الحكومات أيضًا في الأسواق التنافسية إذا كانت غير قادرة على الحفاظ على المنافسة على المدى الطويل. يشير الاقتصاديون إلى هذا الوضع بـ "فشل السوق" (Market Failure)، وهو يحدث عندما لا تستطيع السوق الحفاظ على جميع متطلبات المنافسة دون تدخل.

2. غرفة المقاصة:

هناك عملية تكتمل بها كل معاملة معاملة تتم في الأسواق. بشكل عام، يعني ذلك حدوث نوع من التبادل بين الطرفين في الصفقة، قد يكون هذا التبادل عبارة عن نقد مقابل ورقة مالية أو نتيجة صافية لأكثر من معاملة، على سبيل المثال، نتيجة الشراء والبيع.

مصطلح "المقاصة" (Clearing) يرتبط بالبنوك، ولهذا لدينا ما يسمى "البنوك المُقاصة" (clearing banks). في هذه الحالة، العنصر الذي يتم "مقاصته" هو المال، وتاريخيًا، الشيكات. عندما يتم سحب شيك، تكون له قيمة لا تتحقق إلا عندما يقدم البنك المستلم الشيك إلى البنك المُصدر ويحصل على القيمة، ومن هنا يأتي مصطلح "تاريخ القيمة" (value date). كما يعرف معظم الناس، قد يستغرق الحصول على القيمة ثلاثة أيام أو أكثر من تاريخ إيداع الشيك في الحساب. اليوم، تم استبدال عملية المقاصة القديمة هذه جزئيًا بعمليات مؤتمتة أو بنوك إلكترونية، ومع ذلك، في كثير من الحالات، يستغرق الحصول على القيمة عدة أيام.

1.2. تعريف غرفة المقاصة:

يمكن تعريف عملية المقاصة (clearing) على أنها: التحضير من خلال المطابقة، التسجيل، ومعالجة تعليمات المعاملة للتسوية. ويمكن تعريف التسوية (settlement) على أنها: تبادل النقد أو الأصول مقابل أصول أخرى أو نقد ونقل ملكية تلك الأصول والنقد.

في كل سوق حول العالم، تتبع المعاملات في أدوات السوق المالي نفس المبدأ الأساسي للمقاصة والتسوية. غالبًا ما ترتبط عملية المقاصة والتسوية بعملية أخرى وهي الاحتفاظ بالأوراق المالية. عندما يحدث ذلك، نجد ما يُسمى *الإيداع*

المركزي للأوراق المالية (CSDs)، الذي يحتفظ بالأوراق المالية مركزياً نيابة عن أعضائه لتسريع عملية المقاصة والتسوية، بحيث لا يضطر الطرف البائع إلى إرسال الأوراق المالية للطرف المشتري الذي قد يكون مقيماً في الخارج. يساعد هذا أيضاً في تقليل احتمالية فقدان الأوراق المالية. ويعتبر هذا بالطبع مهماً للغاية في حالة الأوراق المالية لحاملها، حيث لا يوجد إثبات ملكية مسجل.

من المهم لفت الإنباه إلى أن عملية المقاصة (clearing) تتم بواسطة وظيفة مخصصة، والمؤسسة التي تقوم بهذه الوظيفة تُسمى غالباً غرفة المقاصة (clearing house)، تعمل غرفة المقاصة إما بشكل مستقل تماماً أو إلى حد كبير عن البورصات.

المسؤولية عن إدارة ومراقبة عملية التداول منفصلة تماماً عن عملية التحكم في المعاملات حتى التسوية. لا تضع غرفة المقاصة القواعد واللوائح المتعلقة بإجراء المعاملات، لكنها تُحدد القواعد، بالتعاون مع الجهة التنظيمية والبورصة، التي من خلالها سيقوم أعضاؤها بمقاصة وتسوية الأعمال.

إذا، غرفة المقاصة (Clearinghouse) هي مؤسسة مالية تعمل كوسيط بين المشتري والبائع في الأسواق المالية، حيث تقوم بتسوية المعاملات المالية وتضمن تنفيذ الالتزامات بين الأطراف. تعتبر غرفة المقاصة عنصراً أساسياً في البنية التحتية للأسواق، فهي تضمن أن الصفقات تتم بسلامة وأن المخاطر المرتبطة بعدم تنفيذ الصفقات يتم تقليلها.

جدول 1: خطوات عملية تداول الأوراق المالية

الخطوة	الجهة المنفذة	الوصف
1	العميل	إصدار تعليمات التداول
2	الوسيط (بصفته وكيلًا أو طرفًا في الصفقة)	تلقي التعليمات وتنفيذ الصفقة
3	(ETC) نظام التداول الإلكتروني	تأكيد الصفقة
4	المؤسسة	تسجيل الصفقة لدى المؤسسة
5	مؤسسة حفظ الأوراق المالية + الوسيط	إصدار تعليمات التسوية
6	(CREST) نظام تسوية الأوراق المالية	مطابقة الأوامر وتسوية الصفقة
7	السجل	تحديث سجلات الملكية
8	النظام	إشعار البنوك بواجبات الدفع
9	الجهات التنظيمية	إعداد تقارير المعاملات
10	السلطات الضريبية	تحصيل الرسوم

.Loader, D. (2019). Clearing, settlement and custody. Butterworth-Heinemann

2.2. وظائف غرفة المقاصة:

- تسوية المعاملات (Transaction Settlements): عند إجراء صفقة بين طرفين، تتولى غرفة المقاصة مسؤولية التأكد من أن كل طرف يحصل على ما تم الاتفاق عليه.
- تقليل مخاطر التخلف عن السداد (Default Risk Mitigation): توفر غرفة المقاصة حماية للأطراف المشاركة من مخاطر عدم إتمام المعاملات بسبب مشاكل في الدفع أو التسليم.

- تعزيز السيولة (Liquidity Enhancement) تساهم غرفة المقاصة في زيادة السيولة في السوق من خلال ضمان تسوية المعاملات بسرعة وكفاءة (صفحة 450 من Mishkin).

3. الوساطة في سوق رأس المال:

الجدول 2: الوسطاء في سوق رأس المال وأدوارهم

البنوك الاستثمارية (Investment banks)	البنوك التجارية (Commercial banks)	السماسرة والتجار (Broker/dealers)
الاكتتاب في إصدارات الأوراق المالية الجديدة	التداول الرسمي في البورصة (أفرع الوساطة)	التداول الرسمي في البورصة
التداول في الأوراق المالية	التداول في الأوراق المالية (أفرع الوساطة)	التداول في الأوراق المالية
تسوية معاملات الأوراق المالية	تسوية معاملات الأوراق المالية	تسوية معاملات الأوراق المالية
خدمات الحفظ (Custody)/الائتمان	خدمات الحفظ (Custody)/الائتمان	خدمات الحفظ (Custody)
الاستشارات الاستثمارية	الاستشارات الاستثمارية	الاستشارات الاستثمارية
الاكتتاب في بعض إصدارات الأوراق المالية الجديدة قروض الوسطاء خدمة الديون	الاكتتاب في بعض إصدارات الأوراق المالية الجديدة قروض الوسطاء خدمة الديون	الاكتتاب في إصدارات الأوراق المالية الجديدة

.Loader, D. (2019). Clearing, settlement and custody. Butterworth-Heinemann

1.3. البنوك الاستثمارية:

البنوك الاستثمارية (Investment Banks) هي مؤسسات مالية تقدم خدمات وساطة للشركات في جمع رأس المال عبر إصدار الأوراق المالية. تعتبر هذه البنوك وسيطًا بين المستثمرين والشركات التي تحتاج إلى تمويل. بالإضافة إلى ذلك، تقدم البنوك الاستثمارية خدمات استشارية في عمليات الاندماج والاستحواذ.

- وظائف البنوك الاستثمارية:

- إصدار الأوراق المالية: (Securities Issuance) تمكن البنوك الاستثمارية الشركات من إصدار أوراق مالية مثل الأسهم والسندات لجمع رأس المال.
- الاكتتاب العام: (Underwriting) تقوم البنوك بشراء الأوراق المالية من المصدر ثم بيعها في السوق. هذه العملية تقلل المخاطر على الشركة المصدرة.
- الاستشارات المالية: (Financial Advisory) تقدم البنوك الاستثمارية خدمات استشارية تساعد الشركات في اتخاذ القرارات المالية الهامة المتعلقة بالتوسع أو إعادة الهيكلة (صفحة 544 من Mishkin).

2.3. السماسرة والتجار:

السماسرة (Financial Broker) هو طرف ثالث في التداول (trade) يعمل نيابة عن (المشتري) أو (البائع) الذي يرغب في تنفيذ (طلب). من الناحية الاقتصادية والقانونية، يُعتبر الوسيط "وكيلًا" لأحد الأطراف في (التجارة). لا تتطلب نشاطات

الوساطة) من السماسرة شراء أو الاحتفاظ بمخزون أو بيع من المخزون للأصل المالي موضوع (التداول). بدلاً من ذلك، يتلقى السمسار، وينقل، وينفذ طلبات العملاء. مقابل هذه الخدمة، يحصل الوسيط على (عمولة) صريحة.

التاجر (Dealer) هو كيان يعمل كوسيط في (التداول) من خلال الشراء والبيع لحسابه الخاص. بشكل أساسي، يشتري التاجر أصلًا ماليًا لوضعه في (المخزون) الخاص به أو يبيع أصلًا ماليًا من (المخزون) الخاص به.

يجب التمييز بين التاجر (Dealer) الذي يقوم بالشراء والبيع لحسابه الخاص، والذي يعتبر عملاً كوسيط في (التداول)، وبين المشتري الطبيعي والبائع الطبيعي الذين يشترون أو يبيعون لحسابهم الخاص. حيث يعتمد التاجر على رأس ماله لتسهيل التداول المطلوب من الأطراف الأخرى. وبالتالي، بخلاف الوسيط (Broker)، يعمل التاجر كطرف رئيسي في التداول (principal) من خلال استعمال رأس ماله. الدخل المحتمل المكتسب من هذه النشاطات الوسيطة هو الفرق بين السعر الذي يكون التاجر مستعدًا لتقديمه للأصل المالي للمستثمرين سعر الطلب (the ask price) والسعر الذي يكون التاجر مستعدًا لشراء أصل مالي من المستثمرين وهو سعر العرض (the bid price). يُشار إلى الفرق باسم فرق السعر بين العرض والطلب (bid-ask spread).

هناك نوع خاص من التجار يُسمى صانع السوق (market maker). يصف هذا المصطلح تاجرًا لديه التزام خاص في (السوق الثانوية) حيث يكون جاهزًا ومستعدًا لشراء أصل مالي لحسابه الخاص (إضافة إلى مخزون الأصل المالي الخاص به) أو بيعه من حسابه الخاص (لتقليل مخزون الأصل المالي الخاص به) في وقت معين، يكون التجار مستعدين لشراء أصل مالي بسعر (سعر العرض) الذي يكون أقل مما هم مستعدون لبيعه بنفس الأصل المالي (سعر الطلب). فالتجار هنا يتميزون بالقدرة على (التداول) بشكل سريع ويمكن اعتبار (فرق السعر بين العرض والطلب) بدوره السعر الذي يتقاضاه التجار مقابل توفير (السرعة) مع استقرار أسعار على المدى القصير (استمرارية أو سلاسة) في ظل وجود (عدم التوازن) في الطلبات على المدى القصير. كما يوفر الوسطاء معلومات قيمة حول حالة الأسواق ويساعدون المستثمرين في اتخاذ قرارات مالية أكثر دقة. (Fabozzi, Frank J. & Jones, Frank J. (2019).

4. هيئات التوظيف الجماعي وصناديق الاستثمار الجماعي:

1.4. تعريف هيئات التوظيف الجماعي:

هيئات التوظيف الجماعي (Collective Investment Schemes) تشمل الصناديق التي تجمع أموال المستثمرين وتستثمرها في محفظة متنوعة من الأصول مثل الأسهم، السندات، أو غيرها من الأدوات المالية. تُدار هذه الصناديق من قبل مديري استثمار محترفين يهدفون إلى تحقيق أفضل عائد على الاستثمار بأقل مخاطرة ممكنة.

بشكل عام، تعتمد هذه الهيئات على الأرباح المرتبطة بالاستثمار من خلال الأموال المجمعّة بدلاً من الاستثمار مباشرة في الأصول المالية من خلال خلق تنوع محفظة متفوق، وتحقيق سيولة أفضل، واكتساب خبرة في إدارة الأصول باحترافية. تتلقى شركات إدارة الأصول تعويضًا على شكل (رسوم إدارة) وتعويضًا إضافيًا يعتمد على الأداء.

2.4. صناديق الاستثمار الجماعي: (Mutual Funds)

صناديق الاستثمار الجماعي (Mutual Funds) هي شكل شائع من هيئات التوظيف الجماعي حيث يقوم مديرو الاستثمار بجمع الأموال من العديد من المستثمرين واستخدامها للاستثمار في مجموعة متنوعة من الأوراق المالية. تتيح صناديق الاستثمار للمستثمرين الوصول إلى محفظة متنوعة من الأصول بدون الحاجة إلى شراء كل أصل مالي بشكل فردي. تعتبر صناديق الاستثمار الجماعي وسيلة مثالية للمستثمرين الذين يرغبون في تنويع محافظهم الاستثمارية وتقليل المخاطر المرتبطة بالاستثمار في عدد قليل من الأصول.

ج. أهمية صناديق الاستثمار الجماعي:

- التنويع (Diversification): صناديق الاستثمار الجماعي تقدم للمستثمرين فرصة لتنويع محافظهم عن طريق الاستثمار في مجموعة واسعة من الأصول المالية. التنويع يقلل من المخاطر لأنه لا يعتمد على أداء أصل مالي واحد.
- الإدارة المهنية (Professional Management): يتم إدارة هذه الصناديق من قبل مديري استثمار محترفين يمتلكون خبرة واسعة في تحليل الأسواق واتخاذ القرارات الاستثمارية.
- السيولة (Liquidity): توفر صناديق الاستثمار سيولة عالية، حيث يمكن للمستثمرين شراء أو بيع حصصهم في الصندوق بشكل يومي أو أسبوعي، مما يمنحهم مرونة في التفاعل مع التغيرات في الأسواق (صفحة 496-497 من *Mishkin*).

5. هيئات التنظيم والرقابة:

هي هيئات تشرف على الأسواق المالية يتمثل دورها في:

- الإفصاح المالي (Financial Disclosure): تفرض اللجنة على الشركات المتداولة الإفصاح عن معلوماتها المالية بشكل دوري لتوفير الشفافية للمستثمرين.
- مكافحة الاحتيال (Anti-Fraud Enforcement): تعمل اللجنة على مكافحة الاحتيال في الأسواق المالية وتفرض عقوبات على الشركات والأفراد المتورطين في التلاعب بالسوق.
- تنظيم التداول (Trading Regulation): تقوم اللجنة بمراقبة التداول في الأسواق للتأكد من أنه يتم وفقًا للقوانين التنظيمية، مما يعزز من نزاهة السوق.