

الإطار النظري للسوق المالية ووظائفها الاقتصادية

I. مفهوم السوق المالية وتقسيماتها:

تعرف الأسواق المالية على أنها أماكن تجتمع فيها طلبات بيع وشراء الأدوات المالية بمختلف أنواعها، والتي يؤدي تنفيذها إلى تحريك عمليات التداول بين الأطراف المكونة للسوق. ويمكن تعريف السوق المالية من حيث المدخل المؤسسي على أنها مجموع المؤسسات المالية والبورصات بمختلف أنواعها التي تتسبب من خلالها الأموال الفائضة من الأفراد والمؤسسات في الاقتصاد إلى من هم بحاجة إلى هذه الأموال لفترة زمنية معينة وبناء على هذا التعريف، يمكن القول أن السوق المالية تمثل الآلية التي تعمل على تجميع المدخرات وتوجيهها إلى الأنشطة الاقتصادية المختلفة بالاستعانة بالمؤسسات المالية المختلفة.

وفي الواقع، يشتمل تعبير السوق المالية على نوعين من الأسواق هما : أسواق النقد وأسواق رأس المال، وتختلف أسواق النقد عن أسواق رأس المال أساساً في آجال استحقاق الأدوات المالية التي يجري تداولها، إضافة إلى طبيعة المؤسسات المالية العاملة في كل من السوقين.

1. أسواق النقد:

تعرف أسواق النقد بأنها تلك الأسواق التي تتداول فيها الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية، والجهات الحكومية، وذلك بالنسبة للأوراق المالية التي تصدرها الحكومة وهيئاتها المحلية. وتقاس أوضاع أسواق النقد بمستوى معدلات الفائدة قصيرة الأجل و ما يسمى بمعدلات سوق النقد، وينطوي تحتها عدد كبير من المعدلات أبرزها معدل إعادة الخصم، معدل الفائدة على الاقتراض ما بين البنوك ومعدل الفائدة على شهادات الإيداع.

وتختلف تقسيمات أسواق النقد من بلد إلى آخر وذلك تبعاً لدرجة تطور هذه السوق ومدى قدرة السلطات النقدية على تنظيمها ورقابتها. ففي الولايات المتحدة الأمريكية التي تمثل نموذجاً من حيث التنظيم والرقابة تتكون سوقها النقدية من سوقين فرعيين، تتمثل الأولى في سوق الخصم، وفيها تخصص

الأوراق التجارية من كمبيالات وأذونات الخزينة. وتؤدي البنوك التجارية والبنوك المركزية دورا كبيرا في هذه السوق. وتتمثل السوق الفرعية الثانية للسوق النقدية في سوق القروض قصيرة الأجل، وبمقتضاها تتفاعل قوى جانبي العرض والطلب على رؤوس الأموال لآجال تتراوح بين يوم وسنة.

وتتمتع السوق النقدية بعدة مزايا، حيث تعتبر مصدرا مهما للتمويل قصير الأجل، إذ توفر فرصا جيدة للمستثمرين للادخار والاستثمار في أصول مالية ذات مرونة وسيولة مرتفعة، وعلاوة على هذا تتميز هذه السوق بانخفاض تكاليف الصفقات نظرا لإجراءاتها المرنة وتدني درجة مخاطرها لسببين وجيهين هما:

أ- تدني درجة المخاطرة النقدية:

تتميز أسعار الأوراق المالية بتذبذبها من حين لآخر، وحيث أن الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد تتصف بقصر آجال استحقاقها، فإن التغيرات الحاصلة في أسعار الفائدة السوقية عادة ما تكون لها آثار محدودة على الأسعار السوقية لهذه الأوراق على نحو يجعل هامش التغيير ما بين القيمة الاسمية والقيمة الحقيقية للورقة المالية ضيقا جدا إلى الحد الذي لا يؤدي إلى تكبيد حاملها خسائر كبيرة فيما لو أقدم على بيعها أو خصمها قبل تاريخ استحقاقها.

ب- تدني درجة مخاطرة الدين:

تتمثل مخاطرة الدين في عدم قدرة المقترض على تسديد ما عليه من التزامات اتجاه دائني هـ، وطالما أن الأوراق المالية المتداولة في سوق النقد تصدر عن مراكز مالية ذات ملاءة مالية قوية كالبنوك التجارية والبنوك المركزية، فلن احتمالات عدم القدرة على الوفاء بالدين ستكون جد ضئيلة إن لم تكن منعدمة تماما.

2. أسواق رأس المال:

وتسمى غالبا سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل، وهي سوق يتم فيها التعامل بالأدوات المالية طويلة الأجل كالأسهم والسندات. وتؤدي هذه السوق دورا كبيرا في تمويل الاحتياجات المالية للمؤسسات والمشاريع الاقتصادية مقابل التخلي عن جزء أو كل ملكيتها بطرح الأسهم على غرار

شركات المساهمة أو بإصدار سندات دين. ونفس الشيء يمكن أن يقال عن الحكومات في حال رغبتها في الحصول على الأموال اللازمة لتغطية العجز المالي أو لتمويل المشاريع الجديدة. وتنقسم سوق رأس المال إلى أسواق العقود الآجلة والأسواق الحاضرة (الفورية).

ويقصد **بأسواق العقود الآجلة** تلك التي يتم التعامل فيها بأصول مالية (سندات، أسهم، ومؤشرات...) من خلال عقود واتفاقات يتم تنفيذها في تاريخ لاحق. وعادة ما يلجأ إليها المستثمرون للتغطية من مخاطر تغير أسعار الأصول محل التعامل أو بغرض تحقيق الأرباح الرأسمالية كما هو حال المضاربين.

أما **الأسواق الفورية** أو **الحاضرة** فيقصد بها تلك الأسواق التي يتعامل فيها بأوراق مالية ذات استحقاقات طويلة الأجل يتم تسليمها وتسليمها فور إتمام الصفقة. وهي بدورها تنقسم إلى قسمين هما السوق الأولية والسوق الثانوية.

أ- السوق الأولية:

وهي السوق التي يتم فيها بيع وشراء أسهم وسندات الشركات المساهمة والسندات الحكومية وغيرها من الأوراق المالية التي تصدر لأول مرة. تدعى هذه السوق بسوق **الإصدارات الجديدة**. وتتم عملية التنظيم والإشراف على الإصدار مؤسسات مالية تدعى بنوك الاستثمار كما هو الحال في الأسواق المالية المتطورة، أو البنوك التجارية في أسواق الدول النامية.

وجدير بالذكر أن بنوك الاستثمار لا تمارس نشاطا مصرفيا بالمعنى المتعارف عليه، إذ لا تقوم بتجميع الودائع ومنح القروض والتسهيلات المصرفية للمستثمرين؛ والإشارة إلى أنها بنوك للاستثمار هو أمر غير دقيق أيضا، ذلك أن هذه البنوك لا تستثمر أموالها في شراء وبيع الأوراق المالية التي تضمن إصدارها بصورة دائمة. بل إن استثمارها مؤقت ينقضي بمجرد نجاحها في تصريف الإصدار بأسرع وقت ممكن، والسرعة هنا أساسية لبنك الاستثمار لتحرير أمواله وإعادة استعمالها في شراء إصدار آخر؛ ويمثل الفرق بين سعر البيع وسعر شراء الأوراق المالية من المؤسسات المصدرة **العائد** الذي يحققه بنك الاستثمار لقاء مخاطر انخفاض سعر البيع إلى أقل من سعر شراء الإصدار، وتقوم بنوك الاستثمار بمهام عديدة يمكن إبرازها فيما يلي :

- تقديم النصح والمشورة للمؤسسات الراغبة في الإصدار فيما يتعلق بطبيعة وحجم الإصدار ومدى ملائمة توقيته؛
 - القيام بكل الإجراءات التنفيذية للإصدار، كالاتصال بلجنة الأوراق المالية في البورصة للتفاوض حول ما إذا كانت هناك إمكانية لتداول الإصدار الجديد في البورصة؛
 - التعهد بتصريف كل أو جزء من الكمية المقرر إصدارها مقابل الحصول على عمولة أو الحصول على أرباح في حالة موافقته على شراء الإصدار وبيعه لجمهور المستثمرين،
 - القيام بعملية تصريف الإصدار على جمهور المستثمرين وفي حالة الإصدارات ذات الحجم الكبير قد يلجأ بنك الاستثمار أو " البنك المنشئ " إلى عقد إتحاد مع بنوك استثمار أخرى تتعهد فيه بالمساهمة في تمويل شراء الإصدار وتحمل مخاطر الفشل في التسويق لقاء الحصول على عمولة الإصدار، بما يضمن حصول الجهة المصدرة على قيمة الإصدار دون تحمل مخاطر عدم شراء أو توزيع الأوراق المالية.
- وفضلا عن دور البنوك الاستثمارية في سوق الإصدار، هناك طريقتين أخريتين تستطيع من خلالهما المؤسسات والحكومات تصريف إصدارها وهما : الأسلوب المباشر والبيع عن طريق المزاد العلني. ويقصد بالأسلوب المباشر قيام الجهة المصدرة (شركة مساهمة أو الحكومة) بالاتصال بعدد من المستثمرين كالمؤسسات المالية الضخمة، أو بعقد جلسات تفاوضية لغرض بيع الأسهم والسندات المصدرة؛ أما أسلوب المزاد العلني فهو أسلوب يتبعه البنك المركزي نيابة عن وزارة المالية لتصريف ما يصدره من أوراق، وذلك بطرحها في مناقصات على شكل عطاءات تنافسية تتضمن سعر الشراء والكميات المراد شراؤها من طرف المستثمرين المحتملين ، وعمليا يتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل فالأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار.
- ويتضح مما سبق أن نشاط السوق الأولية يبتدىء من لحظة إصدار الأوراق المالية وينتهي بمجرد تصريف هذه الأخيرة على جمهور المستثمرين، غير أن هؤلاء المستثمرين قد يحتاجون إلى السيولة في أي وقت لإتمام معاملاتهم، ولأجل هذا الغرض وجدت السوق الثانوية.

ب- السوق الثانوية:

وتدعى أيضا ببورصة الأوراق المالية، وهي تلك السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي سبق في إصدارها السوق الأولية، وتعرف هذه السوق بسوق الإصدارات القديمة وهي بمثابة مكان لالتقاء المشتريين والبائعين للأوراق المالية. وتوفر هذه السوق للمستثمرين ميزتين هما السيولة وفرصة تحقيق الأرباح الرأسمالية.

وترتبط السوق الثانوية بالسوق الأولية برابطة وثيقة، إذ لولا السوق الأولية لما وجد ما يتداول في السوق الثانوية من أوراق مالية، كما أنه لولا المزايا التي توفرها السوق الثانوية لما نجحت السوق الأولية في تسويق وتصريف إصدارات الشركات والحكومات، باعتبار أن المستثمرين لن يقدموا على شراء الإصدارات الجديدة إلا إذا كانوا متأكدين من قدرتهم على بيعها في السوق الثانوية؛ ومع ذلك، تعتبر السوق الثانوية الجزء الأهم في هيكل السوق المالية نظرا لأن نشاطها يتصف بالاستمرارية على عكس السوق الأولية التي يتميز نشاطها بالظرفية، ذلك أن إصدار الشركات والحكومات لقيم مالية جديدة قد لا يتم إلا مرة أو عدة مرات في السنة، بينما عملية تداول الأوراق في السوق الثانوية هي عملية يومية، باستثناء أيام العطل الأسبوعية. وتنقسم السوق الثانوية بدورها إلى سوق منظمة (البورصة) وسوق غير منظمة (السوق غير الرسمية) وفيما يلي بيان كل منهما على حدة.

- السوق المنظمة :

وهي سوق تتعد في أماكن مركزية وفي 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، وتتم العمليات والصفقات في هذه السوق تحت إشراف مجلس منتحب من أعضاء السوق يساعده أشخاص مختصون مرخص لهم.

وتنقسم السوق المنظمة بدورها إلى سوق مركزية وسوق إقليمية، ويقصد بالسوق المركزية تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة بغض النظر عن الموقع الجغرافي للشركة المصدرة لتلك الأوراق ومن أهم البورصات المركزية العالمية بورصة نيويورك للأسهم، البورصة الأمريكية للأسهم، بورصة طوكيو وبورصة لندن للأوراق المالية. أما

البورصات الإقليمية فيتم التعامل فيها بالأوراق المالية التي تعود ملكيتها للشركات الصغيرة المتواجدة في إقليم جغرافي محدد.

- السوق غير المنظمة :

وتتضمن هذه السوق المعاملات التي تجري خارج البورصات ولذلك تسمى بسوق المعاملات على المنضدة تمييزاً لها عن المعاملات التي تتم في السوق المنظمة ، وعلى عكس السوق المنظمة أو البورصة لا تتوفر هذه السوق على مكان محدد لإجراء المعاملات فهي شبكة إلكترونية مؤلفة من خطوط التلفون وأطراف الكمبيوتر التي تربط بين السماسرة والتجار والمستثمرين.

وتتم عملية التداول في هذه السوق بطريقة التفاوض بين المستثمرين والسماسرة الذين ينشرون أسعار الشراء وأسعار البيع على كمبيوتر لتحديد السعر النهائي للصفقة. ويعتبر كل سمسار في هذه السوق بمثابة صانع السوق على غرار المتخصصين الذين يحتكرون التعامل في السوق المنظمة؛ وغالبا ما تجري المعاملات في السوق غير المنظمة على الأوراق المالية غير المسجلة في البورصة سيما السندات، غير أن هذا لا يعني بالضرورة أنها لا تتعامل إطلاقاً في الأسهم بأنواعها المختلفة.

وتجدر الإشارة إلى أن إطلاق صفة غير المنظمة على هذه السوق لا يعني أنها لا تخضع لأيّة رقابة قانونية أو إجراءات تنظيمية، ففي الولايات المتحدة الأمريكية مثلا، لا يسمح لبيوت السمسرة التي ترغب في التعامل في السوق غير المنظمة إلا إذا كانت عضواً في الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية الذي يدعى اختصاراً " نازداك " هذا الأخير الذي يضع شروط العضوية ويتأكد من التزام الأعضاء بالقواعد التنظيمية الخاصة بنشر الأسعار وإجراء المعاملات.

وتتضمن السوق الغير منظمة في الولايات المتحدة الأمريكية سوقين فرعيتين هما : السوق الثالثة والسوق الرابعة ويتم تداول الأوراق المالية في السوق الثالثة بما فيها تلك المدرجة في الأسواق المنظمة أو البورصات وذلك من خلال بيوت السمسرة غير الأعضاء في البورصات، والذين يبدون استعداداً لشراء وبيع الأوراق المالية مهما نكّن الكمية. ويمكن النظام المتبع في الصفقات الكبيرة التي تعقدتها مؤسسات الاستثمار الكبرى في هذه السوق من التفاوض على قيمة العمولة بين الأطراف المتعاقدة.

وعلى عكس البورصات، توفر بيوت السمسرة للمتعاملين في السوق غير المنظمة إمكانية تخفيض تكاليف الصفقات بمنح خصم على العمولة بالإضافة إلى الحصول على أفضل الأسعار فضلا عن تنفيذ الصفقات بسرعة فائقة، وترجع قدرة بيوت السمسرة المتعاملة في السوق الثالثة على منح خصم على العمولة إلى محدودية الخدمات التي تقدمها بالإضافة إلى تمتعها بالإعفاء من دفع رسوم العضوية كما هو الحال في الأسواق المنظمة. أما السوق الرابعة ويقصد بها مجموع الصناديق الاستثمارية الكبيرة والأفراد ذوي الثراء الذين يبيعون ويشتررون الأوراق المالية مباشرة فيما بينهم في طلبات كبيرة متخطين بذلك وسطاء السوق المنظمة. وتتألف السوق الرابعة من نظام للاتصالات يربط المتعاملين بالصفقات الكبيرة، حيث يقوم الوسطاء في هذا النظام بالإعلان عن رغبات المستثمرين وتسهيل عملية التفاوض ما بين الأطراف المتعاملة مقابل عمولة زهيدة. وعادة ما تكون تكاليف التعامل بالصفقات الكبيرة في السوق الرابعة منخفضة عما هو سائد في الأسواق الأخرى. ويتجه المستثمرون في هذه السوق إلى التعامل مع بعضهم البعض مباشرة للاستفادة من مزايا انخفاض الأسعار التي يتيحها نظام التفاوض وتحقيق وفورات وعمولات الوساطة فضلا عن إتمام الصفقات بسرعة كبيرة

وبسبب هذه المزايا، أصبحت السوق الرابعة منافسا قويا للأسواق المنظمة، ومن الملاحظ أن هذه السوق يمكن أن يدفع بسوق الأوراق المالية لأن تكون أكثر كفاءة، حيث أن نشاط السوق الرابعة يترتب عنه إجبار السماسرة والتجار في الأسواق المنظمة على تخفيض تكاليف الصفقات مما سينعكس بالإيجاب على تخصيص الموارد المالية والرفاه الاقتصادي بالتبعية.

II. وظائف السوق المالية :

وجدت السوق المالية أساسا لإشباع رغبات وحاجات المتعاملين، ومن ثم فقد أصبحت ضرورة حتمية استلزمتهما المعاملات الاقتصادية، وتعمل السوق المالية وفق مجموعة من الآليات على تحقيق التوازن بين قوى الطلب وقوى العرض فضلا عن إتاحة إمكانية إجراء كافة المعاملات والمبادلات. وتستمد الأسواق المالية أهميتها في الاقتصاديات الحديثة من وظائفها المتعددة الأوجه والتي يمكن إبرازها فيما يلي :

1. تعبئة المدخرات وتمويل الاستثمارات:

للأسواق المالية دور بالغ الأهمية في جذب الفائض من رؤوس الأموال غير الموظفة في الاقتصاد الوطني وتحويلها من مال عاطل إلى رأس مال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار في الأدوات المالية المتنوعة كالأسهم والسندات. فضلا عن ذلك، تساهم السوق المالية في تمويل خطط التنمية الاقتصادية وتسريع معدلات النمو الاقتصادي من خلال تعبئة رؤوس الأموال الضخمة التي تعجز الحكومات والبنوك التجارية عن توفيرها لأسباب عديدة منها مشاكل التضخم الناجمة عن الإصدار النقدي ومحدودية إيرادات بعض الدول، إلى جانب المخاطر التي قد تتعرض لها البنوك سيما عند منحها للقروض طويلة الأجل.

ويتميز التمويل عن طريق الأسواق المالية (البورصات) بطول آجاله استمراريته، علاوة على انخفاض تكلفته، إذ أن ميزة السيولة والرقابة على الأداء والإفصاح والأمان في عمليات التداول التي توفرها البورصات الكفؤة تشجع المستثمرين على توظيف مدخراتهم مما ينعكس بالإيجاب على تخصيص الموارد المالية وانتعاش إنتاجية الشركات.

2. توفير السيولة:

وهي أهم وظيفة تؤديها الأسواق المالية (البورصة) بعد وظيفة تجميع المدخرات، إذ توفر البورصة سوقا مستمرة لتداول الأوراق المالية الأمر الذي يتيح للمستثمرين درجة عالية من السيولة. وتشجع ميزة السيولة المستثمرين على توظيف مدخراتهم في شراء الأوراق المالية من السوق الأولية أو من السوق الثانوية طالما أنه يمكن تحويلها بسهولة وبسرعة إلى نقدية دون تحمل خسائر معتبرة. لذلك تساهم سيولة البورصة في تدعيم الاستثمارات طويلة الأجل وتوسيعها مما ينعكس بالإيجاب على النمو الاقتصادي والمستوى المعيشي للأفراد.

ويتميز الاستثمار في سوق الأوراق المالية بمرونته وسهولة التعامل بيها وشراء مقارنة بالاستثمار في العقارات أو الأصول الثابتة الأخرى، كما يتميز بإمكانية استثمار أي مبلغ ولأية مدة طالت أم قصرت.

3. تخفيض مخاطر الاستثمار وتوفير المعلومات حول أداء الشركات:

توفر السوق المالية للمستثمرين فرصا عديدة لتخفيض المخاطر من خلال إمكانيات التنوع التي توفرها الأدوات الاستثمارية المتداولة فيها، حيث تمكن السوق المالية من تكوين محافظ استثمارية تضم أوراقا مالية لقطاعات متعددة وشركات متنوعة. ولا يقتصر تنوع المخاطر على المستوى المحلي فحسب، ففي ظل ظاهرة تكامل واندماج الأسواق المالية أصبح تنوع المخاطر على المستوى الدولي أمرا ممكنا، وإلى جانب وظيفة تخفيض المخاطر تساهم البورصة في توفير المعلومات حول أداء القائمين على إدارة الشركات، ومن شأن ذلك أن يساهم في التسعير العادل للأوراق المالية، إذ تلزم قوانين السوق المالية الشركات المدرجة بالإفصاح عن المعلومات المتعلقة بأدائها وعن الأوراق المالية التي ترغب في إصدارها مما يوفر للمستثمرين المعلومات الدقيقة لاتخاذ قرار الاستثمار.

وكخلاصة لهذه المحاضرة من شأن التقسيمات المتعددة للسوق المالية أن تساعد الكثير من الأعوان الاقتصاديين من عارضين وطالبيين لرؤوس الأموال على التوجه للسوق المناسبة للتزود بما يحتاجونه من أدوات مالية أو عرضها، فمثلا توفر سوق رؤوس الأموال الطويلة الأجل فرصا عديدة للشركات الراغبة في التمويل الطويل الأجل للاستثمارات الجديدة أو تمويل متطلبات التوسع. في حين توفر السوق النقدية للشركات مجالا واسعا لتمويل احتياجاتها الاستغلالية من خلال الحصول على الأموال قصيرة الأجل.

كذلك تفيد التقسيمات السابقة السلطات العمومية سيما السلطات النقدية والمالية التي تتولى مهمة تنظيم ومراقبة الأسواق بكل فروعها لتفادي حدوث الإختلالات في مستوى عرض رؤوس الأموال والطلب عليها، حيث تتدخل تلك السلطات إذا اقتضى الأمر باستخدام الوسائل والأدوات المعروفة لإعادة التوازن وبالتالي توفير الظروف الجيدة للتعامل.

وتوفر السوق المالية خدمات متنوعة للمتعاملين الاقتصاديين، ومن أهم تلك الخدمات تعبئة المدخرات وتمويل المشاريع الاستثمارية، وتوفير المعلومات حول أداء الشركات، فضلا عن تخفيض مخاطر الاستثمار وتوفير المعلومات حول أداء الشركات ونتائجها مما يحقق النمو الاقتصادي والتخصيص الكفؤ للموارد المالية.