

## المتدخلون في سوق الأوراق المالية

تمارس البورصة عملياتها بواسطة مجموعة متنوعة من الأعوان الاقتصادية تؤثر وتتأثر بنشاط البورصة إذ بواسطتهم يتحقق للبورصة الاستمرارية في أداء نشاطها وإشباع الرغبات التمويلية للأطراف المختلفة، ويعتبر الإلمام الكافي بتصرفات وأعمال هؤلاء الأعوان شرطا أساسيا لفهم آلية نشاط البورصة ويمكن تبيان دور الفئات المتدخلة في البورصة فيما يلي :

### I. الحكومات:

تعتبر الحكومات بوزاراتها وهيئاتها المحلية من بين المتدخلين الأساسيين في البورصة سيما في أسواق السندات، بل يمكن القول أن الحكومات تمثل منافسا قويا لبقية المتدخلين وذلك لاستحواذها على مصادر التمويل نظير ما تقدمه من منتجات مالية متنوعة ذات مخاطر متدنية ، وعادة ما يكون لجوء الحكومات إلى إصدار الأوراق المالية نابعا من الرغبة في تحقيق جملة من الأهداف يمكن إيجازها فيما يلي :

- تغطية العجز المتراكم في الميزانية العمومية للدولة أو لتمويل المشاريع التنموية المتنوعة؛
- التحكم في حجم السيولة في الاقتصاد الوطني لتفادي الوقوع في الأزمات الاقتصادية من خلال التأثير على سيولة البنوك وكيفية توزيع مواردها على مختلف الأنشطة؛
- التأثير على معدلات الفائدة في السوق المالية حسبما تقتضيه المصلحة الاقتصادية للبلد؛
- إعادة توزيع الموارد المالية في الاقتصاد الوطني بما يتناسب مع أهداف الخطة الاقتصادية العامة.

ويأخذ تدخل الدولة في البورصة عدة أشكال منها تنظيم هيئات الإشراف على البورصة وتحديد أشكال العمليات (الصفقات) وأسعار بعض أنواع الأوراق المالية، وتوجيه ومراقبة نشاط البورصة من خلال حضور الجمعية العمومية للجنة المسيرة للبورصة. ومنذ التسعينيات لوحظ تزايد تدخل الحكومات في الكثير من الدول، ويتجلى ذلك في تزايد حجم الادخارات الفردية كمصدر من مصادر تمويل سوق السندات وذلك بفرض نظام الادخار الإجباري على مستوى الشركات والمؤسسات.

وإذا كان تدخل الحكومات في غالب الأحيان مهما وضرورياً إلا أنه قد تمارس بعض الأطراف الحكومية دوراً سلبياً على توازن البورصة سيما ما يتعلق بالشفافية والتوزيع العادل للمعلومات على جمهور المستثمرين والمتعاملين ، وقد أكدت الشواهد المستقاة من بعض الدول أن تسريب بعض الأطراف الحكومية للمعلومات على وجه المحاباة لصالح بعض الأطراف قد أخل بتوازن البورصة وأضعف كفاءتها وفعاليتها في توجيه الموارد المالية، وذلك لعدم تساوي المتعاملين في الحصول على المعلومات المختلفة.

## II. الشركات والبنوك :

تعتبر الشركات الاقتصادية الخاصة والعامة من بين المتدخلين الفاعلين أيضاً في البورصة والأسواق المالية على حد سواء، وتلجأ الشركات إلى إصدار الأوراق المالية للحصول على رؤوس الأموال لتمويل استثماراتها الجديدة والتوسعية، ويتم تسويق الإصدار في إطار قواعد وقوانين تسطرها الجهات المسؤولة عن البورصة ممثلة في لجنة الأوراق المالية والبورصة، وذلك للتأكد من صحة البيانات وطبيعة الإصدار وهدفه وتسعيه وتوقيته.

وتنقسم عملية تصريف الإصدار إلى نوعين هما : الأسلوب المباشر والأسلوب غير المباشر، ويفتضي الأسلوب المباشر قيام الشركة المصدرة ببيع الأوراق المالية مباشرة للجمهور الراغب في الشراء وعادة ما يمتاز هذا الأسلوب بارتفاع تكاليفه. أم أن الأسلوب غير المباشر فيتمثل في بيع الأوراق المالية لوسيط مالي كبنك الاستثمار على أن يقوم بدوره ببيعها مرة أخرى للجمهور.

وفضلاً عن نشاط الإصدار، يتجلى الجانب الآخر لتدخل الشركات في البورصة في توظيفات تدر عليها أرباحاً تفوق أرباح نشاطها العادي، كالمتاجرة في بيع وشراء الأوراق المالية المتداولة في السوق.

وإلى جانب الشركات بمختلف أنواعها، تعتبر البنوك التجارية من أهم الفاعلين في السوق المالية والبورصة، وفي حقيقة الأمر فإن تدخل البنوك التجارية في البورصة إنما هو ظاهرة فرضها تقسيم العمل المالي الدولي؛ فبعدما كان نشاط البنوك التجارية منحصراً في قبول الودائع وتقديم التسهيلات الائتمانية قصيرة الأجل طراً على هذا النشاط تغيراً وظيفياً ، فنتيجة مجموعة من العوامل والظروف أصبحت تلك البنوك تقدم خدمات عديدة ومتنوعة كتقديم الاستشارات الفنية للمستثمرين وتشجيع الأفراد

والشركات على شراء الأوراق المالية، إضافة إلى تقديم الضمانات على الصفقات التي يعقدها السماسرة بتوفير القروض الموجهة لتمويل عمليات شراء الأوراق المالية، ودعم الهامش المبدئي التي تتطلبها تلك الصفقات فضلا عن تحليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية والمساعدة في تركيب الصفقات المالية المعقدة التي تمتاز بها المالية الحديثة، وتصريف وتسويق الأوراق المالية المصدرة كما هو الحال في الدول النامية التي لا تتوفر على بنوك ونوادي الاستثمار.

### III. المستثمرون المؤسسيون:

يعتبر المستثمرون المؤسسيون من بين المتدخلين المهمين في بورصات الدول المتقدمة نظرا لقدرتهم الكبيرة على تعبئة المدخرات طويلة الأجل وتوجيهها نحو البورصات وتميزهم بنوع من الثبات والاستقرار في قدراتهم الادخارية والاستثمارية، فهم يوفران للجمهور أدوات مالية بعوائد معقولة ومخاطر محدودة. ويتكون هؤلاء المستثمرين أساسا من البنوك وشركات التأمين، صناديق التقاعد، صناديق الإيداع وشركات الاستثمار.

وقد شهدت هذه الفئة من المتدخلين نموا مطردا في الدول المتقدمة، ويمكن أن يعزى هذا النمو إلى مجموعة من العوامل أهمها ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي بهذه الدول، وتحسن المستوى المعيشي للأفراد الذي أدى إلى ارتفاع معدل الميل الحدي للادخار، وبروز الاتجاه نحو تدويل التوظيفات الأمر الذي جعل هذه المؤسسات تجمع مدخرات معتبرة، وتأخذ توظيفات المستثمرين المؤسسين عدة أشكال أهمها :

#### 1. الشركات الاستثمارية ذات رأس المال المتغير:

ويعتبر هذا النوع من الشركات واحدا من المنتجات المالية المكونة لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، (المتداولة) التي تضم إلى جانب ذلك الصناديق المشتركة للتوظيف الجماعي FCP وتتشترك هذه المنتجات في خاصية جامعة وهي خاصية الإدارة المشتركة لرؤوس الأموال المستثمرة، وقد وجدت هذه الهيئات لتلبية حاجة أولئك المستثمرين الذين لا يملكون الرغبة في الاستثمار المباشر أو الوقت الكافي لمتابعة استثماراتهم من حين لآخر.

## 2. صناديق الاستثمار المشتركة:

وهي وعاء مالي تكونه مؤسسة أو عدة مؤسسات مالية متخصصة وذات دراية وخبرة في مجال إدارة الاستثمارات (بنك أو شركة استثمار)، وذلك بقصد تجميع مدخرات الأفراد وتوجيهها للاستثمار في مجالات مختلفة تحقق للمشاركين فيه عائدا مجزيا، وضمن مستويات مخاطر معقولة وذلك بتطبيق مبادئ التنوع الاستثماري.

## 3. صناديق رأس المال المخاطر:

أسفرت الصناعة المالية خلال ثمانينيات القرن العشرين عن بروز آليات تمويلية حديثة لتمويل المشاريع الضخمة، تمثل إلى التمويل عن طريق الرأس المال المخاطر إحدى تجلياتها الأساسية، ويقوم هذا النوع من التمويل على مبدأ التمويل السهمي (التمويل بالأسهم) الذي يتأسس بدوره على قاعدة المشاركة في الربح والخسارة كما هو سائد في معاملات البنوك الإسلامية لكن بأساليب وتطبيقات مختلفة.

ويحفل المشهد الاقتصادي بالعديد من نماذج المشاريع الاقتصادية الكبرى ذات المخاطر العالية التي لا تستطيع المؤسسات الاستثمارية تمويلها بمفردها، فتشكل بذلك تكتلا أو اتحادا استثماريا لمجابهة أعباء و متطلبات المشروع الاستثماري كل حسب تخصصه الاستثماري.

ويقصد بصناديق أو شركات رأس المال المخاطر تلك الشركات التي تتخصص في توفير التمويل اللازم لمشاريع الاستثمار الكبرى المعرضة لدرجة مخاطر كبيرة ، وهي شركات تعطي دفعة قوية للقطاع الخاص خصوصا المشروعات التي تتميز ب إبتكار أفكار جديدة أو مشروعات عالية المخاطر والتي غالبا ما تحجم المصارف عن تمويلها لارتفاع نسبة مخاطرها ومن ثم تعاني قصورا في التمويل.

وتقر دورة نشاط صناديق الرأس مال المخاطر بثلاث مراحل أساسية هي: مرحلة الدخول ثم مرحلة النشاط، وأخيرا مرحلة تسييل الاستثمار أو مرحلة التصفية والخروج ، وعادة ما يتخذ شكل التمويل عن طريق صناديق رأس المال المخاطر عدة أوجه أهمها تمويل أعباء المرحلة التأسيسية للمشاريع، تمويل الخطط التوسعية و تمويل اتفاقيات إعادة شراء الأسهم المصدرة من طرف هذه الصناديق.

وقد انتشر هذا النوع من التمويل بشكل سريع خلال التسعينيات وبخاصة مع ظهور الاقتصادات المصنعة الجديدة في جنوب شرق آسيا وأوروبا الشرقية وأمريكا اللاتينية وعلى المستوى العربي، تمكنت دولاً مثل مصر وتونس والمغرب من قطع أشواطاً كبيرة في توطين هذا النوع من التمويل، والذي واجه عدة صعوبات في المراحل الأولى لبروزه نتيجة ضعف أسواق الأسهم في هذه الدول، وغياب الحوافز الضريبية الذي شجع على انتشار التمويل عن طريق المديونية على حساب التمويل السهمي.

#### IV. بنوك الاستثمار:

وهي مؤسسات مالية متخصصة في إصدار الأوراق المالية ولا تمارس النشاط المعهود عن البنوك التجارية كقبول الودائع ومنح الائتمان، ويتجلى دورها المهم في تقديم الخدمات الاستثمارية للوحدات الاقتصادية، وتأخذ هذه الخدمات عدة أشكال أهمها تقديم النصائح والإرشاد للشركات بخصوص إصدار الأوراق المالية، وتنفيذ التعهد بتغطية عملية الإصدار وتحمل مخاطر تقلب الأسعار، علاوة على تسويق الأوراق المالية المصدرة ما يتصل به كالقيام بالحملات الإشهارية والترويجية والاتصال بالمشتريين المحتملين مثل البنوك، وشركات التأمين والتقاعد والجمهور.

#### V. سماسرة الأوراق المالية :

يعد السماسرة أو الوسطاء من أهم الفاعلين الأساسيين في البورصة لما لهم من دور شديد في تقديم مجموعة من الخدمات المتكاملة للمتعاملين، وبالتالي فهم صناع السوق الرسميين، وتؤدي هذه الفئة دوراً هاماً في توفير السيولة والمحافظة على انتظام الأسعار وتغطية المخاطر، وتحفيز التعامل على الأوراق المالية المتداولة. والسماسر هو ممثل شركة السمسرة يقوم بتنفيذ الأوامر الممررة من المستثمرين سواء بشراء أو بيع الأوراق المالية مقابل عمولة تحددها لجنة البورصة أو بالمتاجرة لحسابه الخاص. ونظراً لحساسيته وأهمية نشاطه فلن قوانين البورصة عادة ما تشترط في السماسر أن يكون متمتعاً بالأهلية القانونية والكفاءة والخبرة المهنية، وأن لا يكون قد سبق إشهار إفلاسه أو تعرض لعقوبة أو ارتكب مخالفة مهنية.

والى جانب نشاطه الاعتيادي المتمثل في تنفيذ الأوامر، يمارس السماسر نشاطات أخرى كإجراء البحوث والتحليلات وتقديم النصائح والمشورة للمتعاملين بالإضافة إلى إدارة المحافظ المالية؛

وغالبا ما يكون لجوء المستثمرين إلى السماسرة نابعا من عدة عوامل أهمها: انخفاض تكلفة الحصول على المعلومات الخاصة بالشركة المراد شراء أوراقها المالية، وتدني تكلفة إجراء الصفقات، إذ أن السماسرة عادة ما يجمعون عددا معتبرا من الصفقات ويدفعون عنها مصاريف مشتركة مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة الصفقة الواحدة، بالإضافة إلى إتاحة الفرصة لجمهور المستثمرين الصغار للاستثمار في الأوراق المالية ذات الأسعار المرتفعة وغير القابلة للاشتقاق، وذلك بإصدار أوراق مالية تدعى الأوراق المالية " غير المباشرة " بقيمة منخفضة. وتأخذ فئة السماسرة في بورصة نيويورك عدة أشكال وتصنيفات لكل منها أنشطة محددة كالآتي :

#### أ. السماسرة الوكلاء:

يتمتع هؤلاء السماسرة بالعضوية في البورصة ويعملون كوكلاء لإحدى بيوت السمسرة كما قد يعملون كتجار لحسابهم الخاص ويطلق على السمسار الذي يقوم بتنفيذ أوامر البيع والشراء لصالح المتعاملين ويحصل على عمولة دون القيام بتقديم الخدمات التي يقدمها مكتب السمسرة بسمسار الخصم.

#### ب. سماسرة الصالة:

ويطلق عليهم أحيانا سماسرة السماسرة، ويقدمون الخدمة لأي متعامل وهم لا يعملون لحساب بيت السماسرة بعينه، ولذلك يقوم سمسار الصالة بدفع رسوم العضوية من أمواله الخاصة. وقد تلجأ إليهم أحيانا بيوت السمسرة لتأدية خدمة من الخدمات في حالة وجود تعاملات واسعة وعدم قدرة السماسرة الوكلاء على تغطيتها، إذ يؤدون المعاملات نيابة عنهم في مقابل الحصول على جزء من العمولة، وبذلك يكمن دور سماسرة الصالة في تنشيط السوق بما يضمن الحد من حدوث اختناقات في المعاملات حتى في حالة قلة السماسرة الوكلاء.

#### ج. تجار الصالة:

وهم سماسرة يعملون لحسابهم الخاص ولا يقومون بتنفيذ أوامر المستثمرين وتتأتي أرباحهم من التسعير غير المناسب، أي من فروق أسعار الشراء والبيع للأوراق المالية والتي تحدث مؤقتا نتيجة عدم التوازن في المعاملات داخل السوق، ولذلك يطلق عليهم لفظ المضاربين.

**د. المتخصصون:**

يحتكر المتخصصون التعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة من الأوراق بحيث لا يمكن أن يتعامل في الورقة أو الأوراق أكثر من متخصص واحد، فهو وحده الذي يطلع على دفتر الأوامر المحدد للأوراق التي يتعامل فيها ، ويجمع المتخصص بين نشاط السمسرة ونشاط الاتجار ، إذ أنه ينفذ عمليات لصالح بيوت السمسرة نظير عمولة تقدر بقدر سيولة الورقة المالية، كما أنه يتعامل لحسابه الخاص متحملا مخاطر تقلب أسعار ورقته المالية إيجابا أو سلبا.

وللمتخصص دور مهم في تحقيق التوازن في السوق عند قيامه بدور التاجر ، إذ يتدخل في السوق بزيادة العرض أو الطلب أو العكس تحقيقا للتوازن وذلك بالحفاظ على هامش ربح محدد، أو بشراء المعروض من الأوراق المالية وإضافتها إلى مخزونه من الأوراق عندما يكون العرض أكبر من الطلب، أو باستخدام ما لديه من مخزون لمواجهة الطلب المتزايد، وإجمالا يمكن القول أن صناعة الأسعار في السوق تتحدد على أيدي المتخصصين.

**هـ. تجار الطلبيات الصغيرة:**

ينحصر نشاط تجار الطلبيات الصغيرة في شراء الأوراق المالية بكميات كبيرة ثم بيعها للراغبين في شرائها بكميات صغيرة، ويحقق هؤلاء التجار أرباحا ممثلة بقيمة الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، وعادة ما تكون أرباحهم أكبر نسبيا مقارنة بالتجار الذين يبيعون بكميات أكبر في الطلبية الواحدة.