

المحاضرة رقم 01: مدخل للأسواق المالية

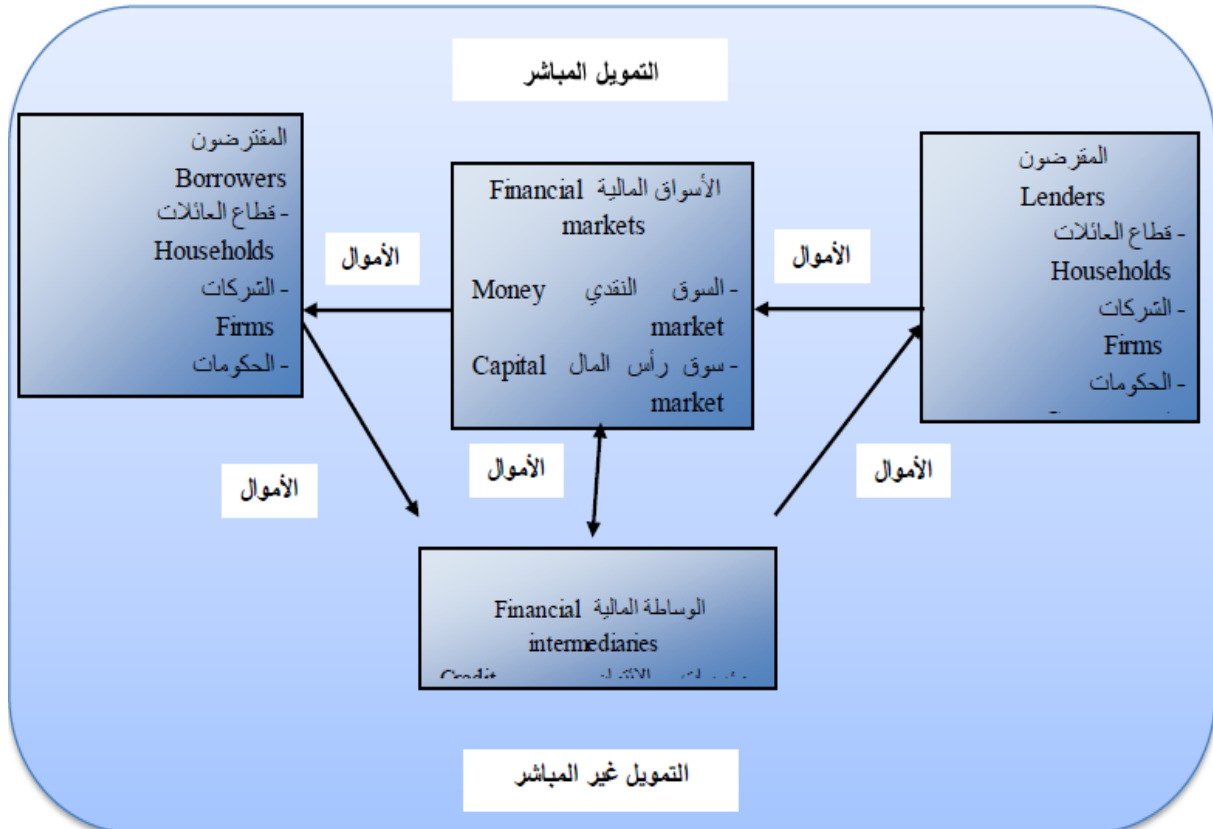
تختلف دول العالم في تمويل اقتصاداتها بحسب النظام السائد فيها، فتعتمد بلدان على الجهاز المصرفي وتلجأ اقتصاداتها إلى المصارف المكونة لهذا الجهاز فتكون أساس النظام المالي فيها، وتركز البلدان المتقدمة ذات التوجه الرأسمالي على السوق المالي الذي يهيمن على تمويل مختلف المشاريع، كما تتخذ بلدانا أخرى التكامل بين الأسلوبين في التمويل.

أولاً- مدخل للنظام المالي

تلعب مؤسسات الوساطة المالية والأسواق المالية دوراً مهماً في توجيه التمويل من المدخرين إلى المستثمرين، فيؤدي النظام المالي وظائفه الأساسية بفضل ما يوفره من خدمات وأدوات مالية تدعم اقتصاد البلد، والنظام المالي هو عبارة عن مجموعة من الإجراءات والتدابير والاتفاقيات والمؤسسات التي تحدد سبل جمع المدخرات من القطاعات التي لها فائض تمويلي وإعادة استثمارها عبر توفير الأدوات المالية لتغطية المتطلبات التمويلية أو إنشاء النقود عن طريق البنوك لتسهيل التداول، ويقوم النظام المالي بتوجيه الأموال عبر طريقتين: إما عن طريق التمويل المباشر أو القائم على السوق، إذ يقوم المقترضون بالحصول على التمويل من خلال الأسواق المالية وبالتعامل بمختلف الأدوات المالية مثل الأسهم والسندات، أو عن طريق التمويل غير المباشر من خلال الوسطاء الماليين كمؤسسات الائتمان المختلفة.

والشكل الموالي يوضح مسار العملية التمويلية في وجود النظام المالي، كما يلي:

الشكل رقم (01): طرق التمويل في النظام المالي



ويمكن اعطاء تعريف للأسواق المالية على انها مكان التقاء عرض الأموال (المدخرين) بالطلب عليها (المستثمرين) حيث أنها تساعد على تحويل جانب من مدخرات المجتمع إلى استثمارات مفيدة، وبالتالي تساعد على إتمام عملية التمويل الرأسمالي، أي صناعة رأس المال الذي يعتبر واحد من أهم عوامل الإنتاج، وتضم الأسواق المالية كلا من سوق النقد Money Market وسوق رأس المال Capital Market، فيوفر كل منهما الاحتياجات التمويلية لأصحاب العجز وفق صيغ مختلفة، وفيما يلي عرض موجز لهذين السوقين:

السوق النقدي

يتم في سوق النقد تداول الأموال في شكلها النقدي، وتتسم هذه السوق بقصر آجال تعاملاتها (أي لمدة تقل عن سنة)، وهنا يقوم أصحاب الفوائض المالية بإيداع أموالهم لدى البنوك مقابل تلقي عائد في صورة فائدة دورية، بينما يتولى البنك إقراض تلك الإيداعات لأصحاب العجز المالي من شركات ومشروعات التي لها رغبة في التمويل قصير الأجل في السوق النقدي.

ويجري تداول الأوراق المالية قصيرة الأجل من خلال السماسرة والبنوك التجارية، والجهات الحكومية وذلك بالنسبة للأوراق المالية التي تصدرها الحكومة وهيئاتها المحلية وجاءت تسميتها بسبب سرعة وسهولة تحولها إلى السيولة.1 ويقلص قصر آجال التعاملات في سوق النقد من درجة المخاطرة التي يتحملها المستثمر كون الأموال المودعة لدى البنوك هي إيداعات تحت الطلب مما يسمح بإمكانية استرداد تلك الأموال من البنوك متى رغب المستثمر في ذلك.2 كما أن الأوراق المالية في سوق النقد تتميز بقدر كبير من الضمان كونها صادرة عن مصارف يُفترض أنها ذات قدرة ائتمانية عالية.

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 من سوقين فرعيين، تتمثل الأولى في سوق الخصم the Discount Market وفيه تخصص الأوراق التجارية من كمبيالات وأذونات الخزنة وتؤدي البنوك التجارية والمركزية دوراً كبيراً في هذه السوق. وتتمثل السوق الفرعية الثانية في سوق القروض قصيرة الأجل، وبمقتضاها تتفاعل قوى جانبي العرض والطلب على رؤوس الأموال لأجل تتراوح بين يوم وسنة.

وتتمتع السوق النقدية بعدة مميزات، حيث تعتبر مصدراً مهماً للتمويل قصير الأجل، إذ وتتمتع السوق النقدية بعدة مميزات، حيث تعتبر مصدراً مهماً للتمويل قصير الأجل إذ توفر فرصاً جيدة للمستثمرين للادخار والاستثمار في أصول مالية ذات مرونة وسيولة مرتفعة، وعلاوة على هذا تتميز بانخفاض تكاليف الصفقات نظراً لإجراءاتها المرنة وتدني درجة مخاطرها

2- سوق رأس المال:

أما سوق رأس المال فهي سوق متخصصة في توفير التمويل طويل الأجل. وعلى عكس المستثمر في سوق النقد، فإنه في سوق رأس المال يكون على استعداد للاستثمار في آجال طويلة مما يترتب عليه تحمل درجة عالية من المخاطر مقابل تلقي عائد أكبر يتناسب مع ارتفاع درجة المخاطرة.

كما يمكن تعريف سوق رأس المال بالمفهوم الواسع هو المكان الذي تنفذ فيه مجموعة من العمليات المالية، أي مكان مقابلة الاحتياجات والطاقة التمويلية للعملاء الاقتصاديين، أما بالمعنى الضيق فهي السوق الذي تتبادل فيه القيم المنقولة (الأسهم والسندات) مقابل النقود ويشتمل على سوق أولى يسمح للمؤسسات بالتمويل وللمدخرين الحصول على أوراق جديدة ، وسوق ثانوي يسمح بإعادة بيع الأوراق المالية.

تؤدي 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 وهو ما ينطبق أيضًا على الحكومات في حال رغبتها في الحصول على

الأموال اللازمة لتغطية العجز المالي أو لتمويل المشاريع الجديدة أو التوسع في القائمة منها.

مكونات سوق رأس المال

وتنقسم سوق رأس المال إلى ما يلي :

1- سوق الإصدار

أ- تعرف أيضًا بسوق الأولي **Primary Market** تعتبر أساس هذا النوع من التمويل حيث تلجأ الشركات والحكومات إلى طرح الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية في هذا السوق للحصول على التمويل طويل الأجل مقابل الالتزام بسداد عائد لملاك تلك الإصدارات، ويختلف العائد بحسب طبيعة الإصدار.

ويتم شراء الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية من قبل المنشآت المالية أو المستثمرين الآخرين الذين تتوافر لديهم أموالاً للاستثمار، ويضطلع بمهمة إيصال الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية إلى السوق الثانوي بنوك الاستثمار Banks Investment أو بواسطة "مصرفيو الاستثمار" أو "أمناء الاكتتاب" في الأوراق المالية التي تأخذ على عاتقها مهمة إصدار وبيع تلك الإصدارات إلى المدخرين، فضلاً عن إعطاء البدائل المتاحة لجهة الإصدار حول طرق التمويل الأنجع من خلال المفاضلة بين إصدار الأسهم أو إصدار السندات أو الاكتفاء بالاقتراض من البنوك.

ومع ذلك فإن غالبية هذه الإصدارات طويلة الأجل يتم شرائها من تلك الهيئات، ليتم إعادة بيعها في هذا السوق، وأية أرباح يحصلون عليها تكون عبارة عن الفرق بين السعر الأولي وسعر إعادة البيع لهذه الأوراق.

وتلتزم الشركات في حالة إصدار الأسهم، بسداد توزيعات على الأرباح إذا ما تم إقرار الشركة لتلك التوزيعات. أما في حالة السندات فتلتزم جهة الإصدار بسداد عائد دوري عادة ما يكون ثابتاً في صورة فوائد فضلاً عن سداد أصل السند عند حلول تاريخ استحقاقه. وتسمح إصدارات السوق الأولي بتوفير التمويل الضروري عند إنشاء شركات جديدة أو توسيع الشركات القائمة، كما تسمح بتوفير السيولة الضرورية للقيام بالمشاريع الضخمة التي تلتزم الحكومات بإنجازها.

وتتسم السوق الأولي بكونها أقل نشاطاً من السوق الثانوي كون عملية إصدار الأسهم تكون عادة مرة واحدة طيلة مدة حياة الشركة، وفي حالات استثنائية عند إقرار زيادة رأس مال تلك الشركة. أما إصدار السندات فيرتبط بالمشاريع التي تُقدم عليها جهة الإصدار والتي لا تكون بشكل دائم.

وعموماً يمكن القول أن السوق الأولي يختص بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة، أو التوسع في مشروع قائم، يطرح أوراق مالية للاكتتاب العام أو الخاص، وقد يتم ذلك بطريقة مباشرة أو غير مباشرة (بنك الاستثمار)، هذا ونشير إلى أنه لا يتم تسويق الإصدار إلا بعد تقديم طلب تسجيل إلى لجنة الأوراق المالية والبورصة، وترفع الإصدارات الحكومية لحالة استثنائية.

ب- سوق التداول

أما النوع الثاني من أسواق رأس المال فهو السوق الثانوي **Secondary Market** أو سوق التداول الذي يتميز بدرجة عالية من النشاط والسيولة. ويتم في هذا السوق تداول الإصدارات التي تمت في السوق الأولي، والمقصود بالسيولة في هذا السوق

هو إمكانية تغيير موقع المستثمر من مشتري إلى بائع أو العكس بحسب السعر السوقي المُجزي لهذا المستثمر حيث يكفي هذا الأخير تمرير أمر يحدد فيه طبيعة العملية (البيع أو الشراء) إلى السمسار .

ومن الضروري أن تكون الأسواق الثانوية ذات كفاءة عالية حتى تضمن استمرار السوق الأولي. ومن غير المعقول أن يتم إصدار أوراق مالية دون وجود ضمانات حول إمكانية تداولها في السوق الثانوي، مثل إلزام الشركات بالالتزام بقواعد الشفافية والإفصاح. كما أن الأسواق الثانوية تُقدم مؤشرًا فعالًا حول سعر الإصدارات الجديدة المحتملة في السوق الأولي، فضلًا عن إعطاء قيم مقارنة للواقع بالنسبة للشركات العمومية المراد خصصتها من خلال الاطلاع على قيم الشركات المدرجة في السوق الثانوي التي تنتهي إلى نفس قطاع الشركة المراد خصصتها.

وتنقسم الأسواق الثانوية بدورها إلى أسواق منظمة وأخرى غير منظمة. فبالنسبة للأولى وهي البورصات يخضع التداول وقبول الإدراج فيها إلى شروط تكون الشركات ملزمة بتوفيرها. ومن بين تلك الشروط حد أدنى من رأس مال الشركة؛ أن تكون النتائج المالية التي تسبق طلب قبول الإدراج إيجابية؛ الالتزام بالشفافية في الإفصاح من خلال نشر تقارير دورية دقيقة حول نشاط الشركة حتى تعطي صورة واضحة للمستثمر حول فرص امتلاك أوراق تلك الشركات.

على سبيل المثال تفرض بورصة نيويورك (NYSE) على الشركات الراغبة في إدراج أوراقها الشروط التالية: أن يفوق عدد إصدارات الشركة مليون سهم بقيمة لا تقل عن 100 مليون دولار، وأن تكون محققة لأرباح تفوق 10 مليون دولار على مدار السنوات الثلاث التي تسبق طلب

الإدراج. أما بورصة ناسداك (Nasdaq) فتشترط إصدار 1.25 مليون سهم على الأقل بقيمة لا تقل عن 70 مليون دولار وبأرباح تتجاوز 11 مليون دولار لآخر ثلاث سنوات. 1 وتجعل هذه الشروط من البورصة مرآة عاكسة لأداء الاقتصاد ككل بما أن الشركات المدرجة في البورصة يُفترض أن تمثل مختلف قطاعات الاقتصاد المعني.

أما الشركات الأقل حجمًا والتي لا تستوفي الشروط السابقة فيتم تداول إصداراتها في الأسواق الثانوية غير المنظمة *Over-the-counter (OTC)* وهو القسم الثاني من هذه الأسواق التي تكون أقل تشددًا من حيث شروط الإدراج، كما أن تكاليف التعاملات فيها تكون منخفضة مقارنة بالأولى بسبب اعتماد هذا النوع من الأسواق على وسائل الاتصال المتطورة مما يخفض من تكاليف السمسرة.

ويندرج ضمن الأسواق غير المنظمة أسواق فرعية أخرى كالسوق الثالث الذي يتكون من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفتها وسرعة تنفيذها، كما يمتلك هؤلاء السماسرة الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في السوق المنظم.

والنوع الآخر هو السوق الرابع أين كون التعامل بشكل مباشر بين الشركات الكبيرة مصدرة الأوراق المالية وبين أغنياء المستثمرين، دون الحاجة إلى سمسرة أو تجار الأوراق المالية، ويتم التعامل بسرعة وبتكلفة بسيطة من خلال شبكة اتصالات إلكترونية وهاتفية حديثة وهو ما يشبه السوق الثالث لأن الصفقات تتم خارج البورصة أي خارج السوق المنظمة، وهذا بالتعامل بكل الأوراق المالية المتداولة داخل وخارج السوق المنظم، وينتشر هذين السوقين بشكل كبير في الولايات المتحدة الأمريكية.

ثانيا- وظائف أسواق رأس المال

إن أداء القطاع المالي وصحة الاقتصاد لهما ارتباط شديد الصلة، ففي حالة انتعاش دورة الأعمال، تنقلص المشاكل المرتبطة بالقروض ويتحقق نشاط أكبر لأسواق رأس المال مما يساهم في تحقيق ربحية أكبر للمؤسسات المالية، بينما يحدث العكس في حالة الركود الاقتصادي² وللاستثمار الخاص دور بارز في التنمية الاقتصادية، حيث أثبتت الدراسات الحديثة ارتباط استثمارات القطاع الخاص بالنمو الاقتصادي مقارنة باستثمارات القطاع العام.

ويتسنى لأسواق رأس المال تحقيق العلاقة بين تطور الاستثمارات والنمو الاقتصادي من خلال مجموعة من الوظائف يمكن

إبرازها على النحو الآتي:

1-توفير السيولة وتنويع المخاطر

تتطلب بعض المشاريع الاستثمارية ذات العوائد المرتفعة استخداماً كبيراً لرؤوس الأموال، وغالباً ما يطالب المستثمر فيها بالرقابة على مدخراته في المدى الطويل. وفي غياب سيولة البورصة أو أي قناة مالية أخرى لتدعيم السيولة، فإن إقدام المستثمر على المشاريع الضخمة ذات العوائد المرتفعة يكون قليلاً.4 غير أن بورصة الأوراق المالية قد تدفع السيولة إلى الارتفاع من خلال توفيرها أصولاً مالية كالأسهم التي تصدرها الشركات في سبيل زيادة رأسمالها، كما توفر سيولة البورصة تخفيضاً للمخاطر ولتكاليف المشاريع الاستثمارية في الأمد الطويل.

وتسمح سيولة السوق الكبيرة للمستثمر بأن يستعيد مدخراته خلال مدة المشروع الاستثماري بشكل سريع وبسهولة كبيرة من خلال التخلص من الأوراق المالية التي يحوزها كل ما دعت الضرورة إلى ذلك. فسيولة البورصة بالتالي تدعم الاستثمارات الطويلة الأجل، ومن شأن هذه المشاريع الاستثمارية أن تساهم في التخصيص الأمثل لرؤوس الأموال مما يدعم فرص النمو المستقبلية.1 لذلك فإن بورصة الأوراق المالية تدعم سوق رأس المال في أنها تجعل الأوراق المالية أكثر قابلية للسيولة، وبالتالي تشجيع الأفراد على استثمار أموالهم في شراء الأوراق المالية.

وما يشغل المستثمر عند إقدامه على اتخاذ قراره الاستثماري هو درجة المخاطرة المرتبطة بالأصل المالي، غير أن تكامل البورصات العالمية أدى إلى تنويع المخاطر مما يكسب المستثمر ضمانات حتى وإن تعرض البعض من أصوله المالية للخسائر، حيث يتسنى له التعويض من باقي الأصول المالية المكونة لحافظته الاستثمارية.

2-توفير المعلومات حول الشركات وتحسين إدارتها

تسمح البورصة من خلال السيولة المرتفعة بتوفير المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة في السوق للمستثمر مما يمنحه صورة للمقارنة بين الأسعار الحقيقية والسوقية للورقة، وقد يكون لهذه المعلومات الأثر السلبي على سلوك المستثمر خاصة إذا أدت إلى تقلبات واسعة في أسعار الورقة المالية، غير أن التوظيف الجيد للمعلومات يسمح بالاستفادة من التخصيص الأمثل للموارد المالية وبالتالي الدفع بعجلة النمو.

ويؤثر تطور الأسواق المالية على إدارة الشركات، ففي ظل كفاءة السوق المالي يسهل تعامل مدراء الشركات مع المشاكل التي قد تعترض مسار الشركة، كما تسهل من اتخاذ القرارات التي تخدم مصالح المديرين والملاك في الشركة على حد سواء. وعلى العكس من ذلك، يؤدي عدم كفاءة السوق المالي إلى التأثير العكسي على قرارات المسيرين. ومن صور عدم كفاءة السوق عدم إلمام الأطراف الخارجة عن الشركة حول المعطيات المتعلقة بالورقة المالية مما ينعكس سلباً على أسعارها في السوق

3-تعبئة المدخرات

يساهم اتساع نطاق البورصة وسيولتها وكفاءتها في تنشيط المدخرات، فترقية المدخرات الناجم عن اتساع السوق يجعل من المشاريع الاستثمارية أكثر عملية، حيث أن بعض المشاريع تتطلب أموالاً ضخمة كما أن البعض الآخر يعتمد على اقتصاديات الحجم، فالسوق المالي يسهل تعبئة الموارد المالية مما ينجر عنه كفاءة أفضل للاقتصاد وتسارع أكبر في وتيرة النمو، وتسمح تعبئة المدخرات الذي توفره البورصة بالتخلص من ظاهرة الاكتناز من خلال توظيف رؤوس الأموال في المشاريع المنتجة.

وما يمكن استخلاصه مما سبق، هو أن أسواق رأس المال تنقسم إلى أسواق نقدية وأخرى مالية ولكل منها دوره في النظام المالي، فالأسواق النقدية تتميز بالضمان الذي توفره الحكومات للأدوات المتداولة في تلك السوق. وعلى النقيض من ذلك، فإن الأسواق المالية لا توفر نفس القدر من الضمان بسبب تعدد مصدري الأدوات المالية في تلك السوق، غير أن عائد الاستثمار في الأسواق المالية مرتفع مقارنة بالسوق النقدي نظراً للمخاطرة الكبيرة التي يتحملها المستثمر. وتنقسم السوق المالي بدورها إلى سوق أولي يتم فيه إصدار الأوراق المالية لأول مرة، بينما تضمن السوق الثانوي استمرارية الإصدارات الجديدة من خلال تداولها في السوق.

وتوفر الأسواق المالية خدمات مختلفة للقطاع المالي والمتعاملين فيه، ومن أبرز وظائفها توفير السيولة للمتعاملين وتعبئة المدخرات من أصحاب الفوائض المالية، هذا فضلاً عن الخيارات التي تتيحها لمديري الشركات والمستثمرين من خلال ما تقدمه من المعلومات الضرورية لاتخاذ القرارات الاستثمارية.