

الفصل الثالث: سوق رأس المال

Marchés des capitaux

أولاً: الإطار المفاهيمي للسوق المالي:

أ- نشأة الأسواق المالية: "لمحة تاريخية"

ارتبط تطور أسواق الأوراق المالية تاريخياً بالتطور الاقتصادي والصناعي الذي مرت به معظم دول العالم ولاسيما الدول الرأسمالية، وقد جاء انتشار شركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض ليخلق حركة قوية للتعامل بالصكوك المالية (الأوراق المالية) والذي أدى إلى ظهور بورصات الأوراق المالية. وكان التعامل بتلك الصكوك يتم في بادئ الأمر على قارة الطريق في الدول الكبرى كفرنسا وإنجلترا وأمريكا، ثم استقر التعامل في أعقاب ذلك في أبنية خاصة والتي أصبحت تعرف فيما بعد بأسواق الأوراق المالية. ففي فرنسا مثلاً ظهرت أول بورصة للأوراق المالية عام 1724 بموجب أمر ملكي، وفي بريطانيا استقرت أعمال بورصات الأوراق المالية في أوائل القرن التاسع عشر في ، أما في الولايات المتحدة الأمريكية فقد أنشأت أول مبنى خاص أطلق عليه بورصة Royal Exchange للأسهم عام 1821 وفي الشارع نفسه الذي كانت تتم فيه هذه التعاملات في السابق وهو وول ستريت.

كما تطورت المبادلات التجارية في بلجيكا وبدأ التجار يجتمعون لتبادل الصفقات أمام قصر عائلة فان دار بورس وشهدت هذه الحركة التجارية تطوراً في التبادل وظهر بذلك مصطلح البورصة لأول مرة ليصطلح على سوق تداول الأوراق المالية.

ب- تعريف السوق المالي:

هناك عدة تعريفات للسوق المالي نذكر منها على سبيل المثال لا الحصر مايلي:

مكان التقاء بين عارضي رؤوس أموال طويلة الأجل (أصحاب الفائض)، والطالبيين لها (أصحاب العجز) بهدف تعبئة وتسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي، وفق شروط معينة من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية والاجتماعية.

كما يعرفها عبد الغفار حنفي على أنها عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين، ومع نمو شبكات الاتصال أدى إلى التقليل من أهمية السوق المركزي حيث يمكن أن يتم التعامل خارج البورصة من خلال شركات السمسرة، وهذا يعني أنه قد يتم التعامل داخل البورصة في نوع معين من الأوراق وقد يتم التعامل خارج البورصة وتسمى بالسوق الموازية.

وبناء على التعاريف السابقة يمكن صياغة تعريف شامل للسوق المالي وذلك على النحو التالي:

السوق المالي هو موقع للتقاء وحدات الفائض بوحدات العجز المالي، سواء كان هذا الموقع مادياً أو افتراضياً، يتم بموجبه الجمع بين تيار الطلب (مؤسسات، أفراد) وتيار العرض (حكومة، مؤسسات، أفراد) لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين إما عن طريق السمسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال.

وهو ببساطة السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي تصدرها منشآت الأعمال.

ج- أنواع البورصات:

تصنف البورصات بشكل عام على أساس البضاعة المتداولة فيها، إذ نميز بين الأصناف التالية:

1- **بورصة البضائع الحاضرة (بورصة السلع):** وهي سوق منظمة يجرى التعامل فيها على منتجات ذات طبيعة خاصة وأهمية عالمية، كبورصة القطن، بورصة السكر، البن، القمح...، وتعرف بالبورصة التجارية.

2- **بورصة العقود:** هي بورصة يكون موضوعها عقود ثنائية تتضمن التزامات قائمة على بضائع غير موجودة فعلياً، ويمكن التحلل من تسليم هذه البضائع بدفع فرق السعر المتحقق لدى تصفية العملية.

3- **بورصة العملات (بورصة القطع):** هي البورصة التي تكون التجارة فيها بالنقود ذاتها، حيث يتم فيها تبادل العملات عن طريق الصرف العاجل أو الآجل، إذ يعتبر سوق العملات الفوركس من أكبر الأسواق المالية في العالم ويتميز بوجوده الافتراضي على شبكة الأنترنت، ويعمل على مدار 24 ساعة في اليوم.

4- **بورصة المعادن النفيسة:** هي البورصة التي تتداول فيها السلع المعدنية النفيسة مثل الذهب، الفضة، البلاتين...

5- **بورصة الخدمات:** هي بورصة ذات خدمات كثيرة التنوع لتعدد المجالات التي يمكن استخدامها فيها، وأهمها السياحة، الفنادق، والتأمين، النقل وتأجير السفن... الخ.

6- **بورصة الأفكار:** وهي أحدث أنواع البورصات التي تتعلق بعرض وبيع الحقوق المعنوية كبراءات الاختراع والعلامات التجارية وصفقات نظم المعلومات... الخ.

7- **بورصة الأوراق المالية:** تم التطرق إليها.

د- الوظائف الاقتصادية للأسواق المالية:

تمثل الوظائف المنوطة بالأسواق المالية فيما يلي:

1- تمكن الأسواق المالية من الالتقاء بين من له فائض في التمويل يريد توظيفه ومن له عجز في التمويل يريد تمويله.

2- تعبئة المدخرات المحلية والأجنبية: وذلك من خلال إيجاد وسيلة فعالة للدخار والاستثمار وذلك بتوفير الأوعية

الادخارية القادرة على جذب المدخرات وتوجيهها لأغراض الاستثمار، بما يساعد على تدعيم عملية التكوين

الرأسمالي في الاقتصاد، وزيادة معدلات النمو الاقتصادي فيه.

3- تقليص اللجوء إلى التمويل الخارجي والتمويل عبر البنوك.

4- تقييم المؤسسات عبر الأسواق المالية من خلال أسهمها.

5- تيسير عمليات الاندماج والامتصاص والتحالف.

6- إتاحة وسائل وطرق تمويل جديدة للمؤسسات من خلال تنويع المنتجات المالية.

7- يعطي نشاط السوق المالي مؤشراً عاماً لاتجاهات الوضع الاقتصادي للدولة، في مجال الادخار والاستثمار، المحلي

والخارجي، والقدرة على اتخاذ القرار بشأن السياسة النقدية و السياسة المالية لتحقيق الاستقرار فيهما، إذ نجد بأن السوق المالي

يمكن من التنبؤ بالأوضاع الاقتصادية وذلك من خلال أسعار الأسهم والسندات في السوق وبناء على التحاليل والدراسات أو التنبؤات.

8- تخصيص الموارد وتوجيهها للاستخدامات المختلفة بطريقة تحقق الاستخدام الأمثل لها.

9. توفير وعاء يمكن من خلاله تسعير مخاطر الاستثمار المالي، ومن ثم الاستثمار بأنواعه المختلفة.

10. تمكين الإدارة المالية من تقليل المخاطر وتوزيعها من خلال التفضيل الزمني لإيراداتها حسب الحاجة، بالإضافة إلى تنويع الاستثمارات والتوسع فيها.

11. تحقيق السيولة للأموال المستثمرة في شكل أوراق مالية بصورة سهلة، وتجنب الآثار التضخمية إلى حد بعيد مقارنة بالاستثمار في السوق النقدي.

12. توفير جو المنافسة الضرورية لتأمين حرية المبادلات بفضل ما يسود السوق المالي من انتظام في التعامل ومعرفة بالأسعار وكبر عدد المتعاملين، مما يؤدي إلى زيادة حجم المبادلات، وبالتالي تحقيق معدل نمو مقبول في النشاط الاقتصادي.

13. تقديم أداة فعالة لمراقبة أداء القطاع الخاص لاسيما شركات المساهمة، وتوفير طريقة لتبادل المعلومات حول فرص الاستثمار الأمر الذي يزيد من كفاءة قرارات المستثمرين.

14. توفير البيانات والمعلومات عن الفرص الاستثمارية المتاحة ومواقعها وتكاليفها.

ثانيا- تقسيمات الأسواق المالية:

للأسواق المالية عدة تقسيمات نذكر منها:

أ- سوق أولي وسوق ثانوي:

1- السوق الأولي: أو سوق الإصدار: هي سوق الإصدارات الجديدة، أسهم أو سندات التي تصدرها مؤسسات أو الخزينة أو البنوك لمشتريين يعرفون بالمكتتبين (البنوك، العائلات، المؤسسات والمؤسسات المالية)، حيث تكون فيها علاقة مباشرة بين مصدر الأسهم والمكتتبين الأوائل لها، سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروعات قائمة بزيادة رأسمالها.

أي أن السوق الأولي هو السوق الذي تخلقه مؤسسة متخصصة تعرض فيه للجمهور لأوي مرة أوراقا مالية قامت بإصدارها لحساب منشأة أعمال أو جهة حكومية، وعادة ما يطلق على هذه المؤسسة بنك "بنكبير" الاستثمار أو المتعهد الذي عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة، وفي الدول التي تتسم سوق أوراقها المالية بالصغر قد تتولى بعض البنوك التجارية العاملة فيها مهمة الإصدار.

وبهذا فبنك الاستثمار هو عبارة عن وسيط بين جمهور المستثمرين المحتملين لورقة مالية معينة وبين الجهة التي قررت إصدارها فهو يقدم المساعدة للجهة المعنية لكي يتم إصدار الورقة، كما قد يقوم بتمويل شراء الإصدار بغرض بيعه للجمهور، وعليه فبنك الاستثمار لا يمارس نشاطا مصرفيا بالمعنى المعروف.

ونشير في الإطار أن بنك الاستثمار لا يعد الطريقة الوحيدة لإصدار وتصريف الأوراق المالية وإنما هناك طريقين آخرين هما:

✓ الأسلوب المباشر: ويقصد به قيام الجهة المصدرة للورقة المالية بالاتصال بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تبيع لهم الأسهم والسندات التي أصدرتها.

✓ المزاد: وهو أسلوب بمقتضاه تتم دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم عطاءات تتضمن الكميات المراد شراءها وسعر الشراء، حيث يتم قبول العطاءات ذات السعر الأعلى ثم العطاءات ذات السعر الأقل فالأقل إلى أن يتم التصريف الكامل للإصدار.

ونشير إلى أن الأسلوب غير المباشر من خلال بنك الاستثمار يعد الأسلوب الأكثر شيوعاً في إصدار وتصريف الأوراق المالية.

2- السوق الثانوي: أو سوق التداول وهو السوق الذي يتم فيه التعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل أي بعد توزيعها سواء مباشرة أو بواسطة المؤسسات المالية المتخصصة (بنك الاستثمار).

1-1 اختيار بنك الاستثمار ومهامه:

هناك قرارات رئيسية يتعين أن تتخذها المنشأة المعنية قبل اختيار بنك الاستثمار ويتعلق الأمر ب: تحديد حجم الأموال المطلوب الحصول عليها، توقيت الإصدار ونوع الورقة التي ينبغي إصدارها أي ما إذا كانت سهم أم سند، هذه القرارات التي تعتبر مبدئية إذ قد يعاد النظر فيها بناء على نصيحة بنك الاستثمار الذي سيقع عليه الاختيار.

ويتم اختيار بنك الاستثمار بأحد الأسلوبين: التفاوض المباشر وتقديم العطاءات، فبالنسبة للتفاوض المباشر عادة ما يكون التفاوض مع بنوك ذات خبرة سابقة مع المنشأة. (وكذا بنوك الاستثمار التي تتمتع بالسمعة والشهرة)

أما أسلوب العطاءات فبمقتضاه يتنافس عدد من بنوك الاستثمار لكي يرسو عليها عطاء الإصدار، إذ تتم المفاضلة بين العطاءات على أساس التكاليف التي تتحملها المنشأة، ففي حالة السندات يتم اختيار بنك الاستثمار الذي يتضمن عطاؤه أقل معدل كوبون ممكن، وفي حالة الأسهم قد تكون المفاضلة على أساس السعر الذي يدفعه البنك لشراء الإصدار أو على أساس نسبة الإصدار التي يضمن تصريفها.

وحسب بنوك الاستثمار يعد أسلوب التفاوض المباشر أفضل بالنسبة للمنشأة كون أن بنك الاستثمار في ظل أسلوب التفاوض المباشر يخصص من البداية وقتاً أطول ومجهوداً أوفر لوضع برنامج متكامل لتسويق الإصدار وهو أمر لا يمكن أن يتحقق في ظل أسلوب العطاءات ذلك أن المفاضلة تتم على أساس التكاليف وليس جودة الخدمة المقدمة.

وتتمثل المهام الرئيسة لبنك الاستثمار فيما يلي:

المهمة الأولى: توجيه النصح والمشورة بشأن حجم الإصدار، مدى ملائمة توقيته، وما إذا كان هناك وسائل تمويلية بديلة أكثر ملائمة.

المهمة الثانية: القيام بكافة الإجراءات التنفيذية للإصدار الفعلي للورقة وما يتطلبه ذلك من اتصالات بجهات أخرى ك لجنة الأوراق المالية والبورصة.

المهمة الثالثة: التعهد بتصريف كل أو حد أدنى من الكمية المقرر إصدارها، وقد يدفع البنك مقدماً للجهة صاحبة الإصدار قيمة الكمية التي تعهد بتصريفها، وفي بعض الحالات قد يقتصر تعهد البنك على بذل أقصى جهد لتصريف الإصدار دون أن يلتزم بتصريف قدر محدد منه، وذلك مقابل عمولة، وإذا ما تبقى جزء لم يتم تصريفه يرد إلى الجهة صاحبة الإصدار، وفي

حالات أخرى قد يقتصر دور البنك على القيام بمهمة وكيل البيع الذي يعرض الإصدار الجديد على حملة الأسهم الحاليين على أساس أن لهم الأولوية عن غيرهم لشراؤه وعادة ما ينص الاتفاق على أن يكون بنك الاستثمار جاهزا ومتعهدا لشراء ما يتبقى بعد ذلك.

المهمة الرابعة: التوزيع الفعلي للإصدار وذلك ببيعه للجمهور أو لعملاء البنك الذين درجوا على التعامل معه من خلال نشاط السمسرة الذي يمارسه، هذه المهمة التي تعتبر المحور الأساسي لعملية الإصدار.

1-2 التسجيل على الرف:

لعبء التكاليف الثابتة للتسجيل ، أدخلت لجنة الأوراق المالية والبورصات في الولايات المتحدة الأمريكية تعديلا إجرائيا عام 1982 يسمح للمنشآت التي تصدر أوراقا ماليا من حين لآخر (عادة المنشآت الكبيرة) بتقديم طلب تسجيل رئيسي يتضمن خطة تمويل طويلة الأجل مصحوبا بالرسوم المقررة، على الالتزام بتحديث بيانات الطلب في كل مرة تقرر فيها طرح إصدار جديد، ويطلق على هذا الإجراء التسجيل على الرف

إذ يظل طلب التسجيل الرئيسي المحفوظ لدى لجنة الأوراق المالية ساري المفعول لمدة طويلة تصل إلى عامين.

فللتسجيل على الرف إيجابيات عدة، فإلى جانب كونه يعفي المنشأة من دفع رسوم التسجيل في كل مرة تلجأ فيها إلى طرح إصدار جديد، مما يعني تخفيض نصيب السهم من التكلفة الثابتة للتسجيل فإن التسجيل على الرف يسهم في تخفيض الوقت الذي يمضي منذ اتخاذ قرار الإصدار الجديد حتى طرح الإصدار للبيع (وهو تخفيض من شهرين أو أكثر إلى بضع ساعات)، كما أنه يزيد من شدة المنافسة بين بنوك الاستثمار الراغبة في تولي شؤون الإصدار، كما يضيف جتمان وزملائه ميزة أخرى وهي أن إذا لم تستطع المنشأة توزيع الكمية المصدرة فإنه يمكنها الانتظار ثم تحاول ثانيا وثالثا... إلى أن تنتهي من توزيع الكمية كلها، أو حتى تنتهي المدة المحددة في طلب التسجيل والتي تصل إلى عامين كما ذكرنا آنفا.

إلا أنه لوحظ صغر عدد المنشآت التي لجأت إلى هذا النظام من التسجيل وأخرى تخلت عنه، والسبب في ذلك هو اضطرابها إلى بيع الإصدار بسعر منخفض نجم عنه خسائر فاقت الوفورات في التكاليف الثابتة المصاحبة له.

ب- سوق مالي منظم وسوق مالي غير منظم:

يأخذ التداول في السوق الثانوي شكلا من الاثنين التداول في السوق المنظمة البورصات أو التداول في السوق غير المنظمة:

1- السوق المنظم:

تتميز السوق المنظمة بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون للبيع أو الشراء (البورصات) ويدار هذا المكان بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق ويشترط التعامل في الأوراق المالية أن تكون مسجلة في تلك السوق.

وبعبارة أخرى يتميز السوق المنظم بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء، حيث تقوم البورصة بالإشراف على التداول ويتم التأكد من الالتزام بلوائحها، مثل بورصة نيويورك، حيث تتم العمليات من خلال الوسطاء الذين يقومون بتنفيذ عمليات التداول نيابة عن المتعاملين وتحدد البورصة الأحكام والقوانين التي تحكم آلية تنفيذ عمليات التداول وموعدها كما أنها توفر البنية التحتية لمراقبة كل التعاملات وتسويتها.

كما ينقسم السوق المنظم إلى سوق أول (السوق الرسمي أو التسعيرة الرسمية) وسوق ثان وسوق ثالث وسوق رابع، ففي السوق الأول هناك شروط قاسية للحد من دخول كل المؤسسات على اختلاف أحجامها في هذا السوق، وذلك لتكون فقط المؤسسات الكبيرة في هذا السوق، وكلما انتقلنا من سوق لآخر تكون الشروط مخففة وذلك بدرجات، وبهذا يكون إدراج المؤسسات حسب درجة تطورها وحسب نظام المعلومات المتوفر لديها، إذ يجب أن يكون لديها نظام معلومات متطور وفعال للإدراج في السوق الأول.

2- السوق غير المنظم:

يطلق اصطلاح السوق غير المنظم للدلالة على المعاملات التي تتم خارج السوق المنظمة، حيث لا يوجد مكان محدد للتداول ويقوم بالتعامل بيوت السمسرة من خلال شبكة كبيرة من الاتصالات السريعة التي تربط بيت السماسرة والتجار والمستثمرين، و من خلال هذه الشبكة يمكن للمستثمر أن يختار أفضل الأسعار. وبعبارة أخرى يطلق لفظ السوق غير المنظم على التعاملات التي تتم خارج البورصة حيث لا تتم هذه التعاملات في موقع محدد ولكنها غالبا ما تتم من خلال شبكات الاتصال (من خلال بيوت السمسرة) التي تتكون من خطوط الهاتف و أجهزة الحاسب والوسائل الالكترونية الأخرى والتي تربط بين السماسرة والتجار من جهة والمستثمرين من جهة أخرى. حيث يتم تحديد سعر الورقة المالية بالتفاوض

كما نجد اصطلاح السوق الثالث والسوق الرابع فما ذا نعني بهما؟

السوق الثالث: يمثل قطاع من السوق غير المنظم، الذي يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة، وهذه البيوت في الواقع أسواق مستمرة على استعداد دائم لشراء أو بيع تلك الأوراق وبأي كمية مهما كبرت أو صغرت، حيث تمارس هذه البيوت دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة، أما جمهور العملاء في هذه السوق فهو المؤسسات الاستثمارية الكبيرة مثل صناديق التقاعد، وحسابات الأموال المؤمن عليها التي تديرها البنوك التجارية وبيوت السمسرة الصغيرة التي ليس لها ممثلين في السوق المنظمة.

أما السوق الرابع: فيقصد به المؤسسات الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة وذلك كاستراتيجية إضافية للحد من العملات التي يدفعونها للسماسرة، يتم اللقاء بين المتعاملين من خلال وسيط يعمل على إتمام الصفقة، من خلال شبكة قوية من التليفونات وأطراف الحاسوب، بحيث لا يحتفظ الوسيط بمخزون من الأوراق المالية المتعامل فيها ومن ثم لا توجد أي مخاطر يمكن أن يتعرض لها ولا يقدم النصيحة أو المشورة أي أنه لا يقوم بدور السمسار أو التاجر وبالتالي تقل أتعابه مقارنة بعمولة السمسرة.

ج- الأسواق الحاضرة والأسواق الآجلة:

يمكن تقسيم الأسواق المالية إلى أسواق فورية وأسواق آجلة أو مستقبلية:

1- الأسواق الحاضرة: (الفورية) Spot

السوق الحاضر هو السوق الذي تتم فيه عمليات الشراء والبيع بموجب التسليم الفوري للأصل محل التداول بحيث

يحدد سعر الأصل بناء على عوامل العرض والطلب ويتم التسليم الفوري حسب التسوية التي قد تكون آنية أو بعدية يومين أو ثلاثة أيام،

2 - الأسواق الآجلة: (المستقبلية)

يتم الاتفاق في السوق الآجل على شراء وبيع الأصول أو الأوراق المالية بشكل مسبق أي قبل حلول موعد التسليم المتفق عليه، ويلاحظ أن الأسواق الحاضرة تعمل على تبادل الأصول المالية لتوفير السيولة للمستثمرين بينما تعمل الأسواق المستقبلية على تخفيض مخاطر تغير الأسعار في المستقبل.

كما أن الأسواق الآجلة قد تكون: أسواق نهائية يكون الاتفاق على الاستلام والتسليم في آجال التسديد.

أو أسواق خيارات: يكون فيها لأحد الطرفين الحق في تنفيذ أو عدم تنفيذ العقد.

وفيما يلي نورد شكلا موضحا لتقسيمات الأسواق المالية:

